



Unidad de Proyección Normativa
y Estudios de Regulación Financiera

Infraestructura y Competitividad del Mercado de Valores

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

Bogotá – Colombia
Marzo de 2026

Mariana Aya Guerrero
Subdirector

Andrés Felipe García

Henry Alexander Guerrero

Margarita Suárez Camargo
Asesores

Palabras Clave:
**TTV, Repos y simultáneas
OTC, Pago dividendos,
Dividendo equivalente,
Préstamo recurrente,
Fondos extranjeros,
Derivados, Garantías
Compensación,
Liquidación, Participantes
bolsas agropecuarias,
Operación venta valor de
renta variable**

Documento técnico



Resumen

El Gobierno Nacional ha establecido como objetivos estratégicos para el sector financiero, entre otros: (i) fortalecer un marco regulatorio que impulse el crecimiento de diversos mecanismos de financiación empresarial, y (ii) diversificar los actores del mercado de capitales, promoviendo una protección adecuada del consumidor.

Con el fin de fortalecer y profundizar el mercado de valores colombiano, especialmente en temas de acceso y competitividad de productos, servicios e infraestructuras, esta iniciativa normativa actualiza las reglas para las cámaras centrales de riesgo de contraparte y posibles mejoras en la figura de los miembros liquidadores. También revisa aspectos como las garantías necesarias para operaciones tanto en bolsa como en el mercado extrabursátil.

Por otro lado, se evalúan las necesidades y la importancia de los escenarios y productos relacionados con la especulación en el mercado local, considerando los distintos tipos de participantes en diversos escenarios de negociación de derivados. También se estudia la posibilidad de ampliar la lista de participantes en las bolsas de bienes y productos, así como las condiciones para realizar operaciones extrabursátiles, entre otros aspectos.

Finalmente, para ampliar las fuentes de inversión en el mercado de capitales en Colombia, se evalúa la posibilidad de que las entidades supervisadas, que actualmente gestionan portafolios en el país, extiendan su actividad a productos en el extranjero. Tras conversaciones con la Superintendencia Financiera y entidades del sector y luego de analizar datos históricos, se revisa la regulación vigente y se proponen distintas opciones regulatorias.



Tabla de contenido

Infraestructura y competitividad del mercado de valores	1
Resumen	2
Listado de acrónimos	4
Listado de tablas	5
1. Introducción	6
2. Contexto y necesidad normativa	8
2.1 Operaciones del mercado monetario, garantías y mercado mostrador	9
2.2 Pago de dividendos emisores de valores	13
2.3 Pago de dividendo equivalente de emisores de valores en operaciones TTV y repo 17	
2.4 Valores objeto de programas de préstamo recurrente de valores	21
2.5 Gestió de fondos constituidos en el extranjero	23
2.6 Derivados no estandarizados del mercado mostrador con subyacente diferente a divisas	27
2.7 Participantes en las bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales y otros <i>commodities</i>	31
2.8 Cuentas del patrimonio para las sociedades comisionistas de bolsa agropecuarias y otros productos.....	34
2.9 Operación especial para la venta de valores de renta variable.....	38
2.10 Garantías, constitución de contraparte, compensación y liquidación de operaciones originadas en el extranjero y acuerdos de interoperabilidad entre cámaras de riesgo central de contraparte	44
2.11 Cuentas de margen.....	49
3. Alternativas regulatorias	56
3.1 Mantener las normas actuales	56
3.2 Propuestas de modificación de las normas vigentes.....	57
4. Bibliografía	74

Listado de acrónimos

ADR	American Depositary Receipts
AMV	Autorregulador del Mercado de Valores
B3	Bolsa do Brasil
BanRep	Banco de la República
BMC	Bolsa Mercantil de Colombia
BVC	Bolsa de Valores de Colombia
CDR	Canadian Depositary Receipts
CME	Chicago Mercantile Exchange
CMF	Comisión del Mercado Financiero de Chile
CVM	Comissão de Valores Mobiliários do Brasil
CRCC	Cámara de Riesgo Central de Contraparte
EMIR	European Market Infrastructure Regulation
ESMA	European Securities and Markets Authority
DCV	Depósito Central de Valores
Deceval	Depósito Centralizado de Valores de Colombia
FCA	Financial Conduct Authority
FIC	Fondo de Inversión Colectiva
FINRA	Financial Industry Regulatory Authority
GDR	Global Depositary Receipts
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
LME	London Metal Exchange
MIF	Mercado de Instrumentos Financieros
MIFID	Markets in Financial Instruments Directive
MIFIR	Markets in Financial Instruments Regulation
NDF	Non-Deliverable Forwards
NYSE	New York Stock Exchange
OTC	Mercado extrabursátil
PYME	Pequeñas y medianas empresas
RNVE	Registro Nacional de Valores y Emisores
SEC	Securities and Exchange Commission
SCB	Sociedades Comisionistas de Bolsa
SEC	Securities Exchange Commission
SFC	Superintendencia Financiera de Colombia
SIMM	Sistema de Información del Mercado Mostrador
SMV	Superintendencia del Mercado de Valores de Perú
TTV	Transferencias Temporales de Valores
URF	Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación



Listado de tablas

Tabla 1. Comparación del período ex-dividendo en jurisdicciones de referencia fuera de ALC	14
Tabla 2. Comparación del período ex-dividendo en jurisdicciones de referencia en ALC ..	15
Tabla 3. Comparación de la regulación sobre pago dividendos equivalentes en jurisdicciones de referencia fuera de ALC.....	18
Tabla 4. Comparación de la regulación sobre gestión y administración de fondos administrados en el exterior en jurisdicciones de referencia fuera de ALC.....	24
Tabla 5. Comparación de la regulación sobre gestión y administración de fondos administrados en el exterior en jurisdicciones de referencia en ALC.....	25
Tabla 6. Comparación de la regulación de derivados OTC son subyacente diferente a divisas en jurisdicciones de referencia fuera de ALC.....	28
Tabla 7. Comparación de la regulación de derivados OTC son subyacente diferente a divisas en jurisdicciones de referencia en ALC.....	29
Tabla 8. Principales martillos en el mercado colombiano	38
Tabla 9. Comparación de operaciones de venta en bloque en jurisdicciones de referencia fuera de ALC.....	39
Tabla 10. Comparación de operaciones de venta en bloque en jurisdicciones de referencia en ALC.....	41
Tabla 11. Comparación del nivel de desarrollo regulatorio en cámaras de contrapartida central en jurisdicciones de referencia fuera de ALC	46
Tabla 12. Comparación del nivel de desarrollo regulatorio en cámaras de contrapartida central en jurisdicciones de referencia en ALC	47
Tabla 13. Comparación de la regulación de intermediarios de valores del extranjero en jurisdicciones de referencia fuera de ALC	¡Error! Marcador no definido.
Tabla 14. Comparación de la regulación de intermediarios de valores del extranjero en jurisdicciones de referencia en ALC	¡Error! Marcador no definido.
Tabla 15. Participación internacional de empresas emisoras colombianas	¡Error! Marcador no definido.
Tabla 16. Comparación de la regulación sobre cuentas de margen en jurisdicciones de referencia fuera de ALC.....	49
Tabla 17. Comparación de la regulación sobre cuentas de margen en jurisdicciones de referencia en ALC	52

1. Introducción

Con el objetivo estratégico de fortalecer y hacer más competitivo el mercado de capitales, la presente propuesta regulatoria propone ajustes que amplían el acceso al mercado de valores y potencian las infraestructuras del mercado. El propósito es consolidar infraestructuras y mecanismos que aumenten la liquidez del mercado, diversificar el portafolio de activos admitidos, elevar la confianza de los inversionistas y atraer inversión extranjera, con el fin de fortalecer la competitividad del mercado y ampliar la oferta de productos y servicios financieros.

Esta iniciativa normativa actualiza las regulaciones relativas a las cámaras centrales de riesgo de contraparte, revisando aspectos como las garantías requeridas para operaciones bursátiles y en el mercado de mostrador, con énfasis en mejorar el acceso y la competitividad de productos, servicios e infraestructuras.

Entre las modificaciones, se resaltan la revisión del esquema de garantías para las operaciones del mercado monetario Transferencias Temporales de Valores (TTV) en el mercado extrabursátil (OTC) y la evaluación del esquema de garantías de la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC).

De manera similar, se facilita la realización de operaciones repo o reporto y simultáneas sobre acciones y títulos de renta fija en el mercado mostrador, con un esquema de garantías que podrán administrar las partes, los sistemas de compensación y liquidación, y las CRCC, con el objetivo de evitar arbitrajes regulatorios en las operaciones TTV.

También se proyecta un nuevo esquema para el pago de dividendos por parte de los emisores, con el fin de alinearse con los estándares internacionales y potenciar la competitividad del mercado. Además, se modifica el momento de pago del dividendo equivalente en las operaciones TTV para que coincida con la fecha de liquidación, brindando claridad y eficiencia de estos procesos.

Por otra parte, se amplían los valores considerados en los programas de préstamo recurrente administrados por custodios, para incluir también las especies listadas en los sistemas de cotización de valores internacionales. Además, se habilita a los administradores de fondos de inversión colectiva para realizar actividades de gestión y administración de fondos constituidos y distribuidos en el extranjero, siempre que cumplan con los requisitos legales de la jurisdicción respectiva.

Se establece un marco regulatorio que facilite la negociación de derivados no estandarizados en los sistemas de negociación de valores, en un entorno que propicie la participación de residentes y agentes extranjeros. Con ello, el objetivo es aumentar la profundidad del mercado y las opciones de cobertura, diversificar los instrumentos disponibles y fortalecer un marco que impulse la competitividad del mercado de valores colombiano. Además, se permite la participación de entidades vigiladas por la



Superintendencia Financiera de Colombia en las bolsas de bienes y productos, y se precisan las cuentas del patrimonio de las Sociedades Comisionistas de Bolsa agropecuarias.

Además, se pretende realizar un nuevo régimen de cuentas de margen que permita que tanto la elegibilidad de los valores como sus márgenes sean dinámicas de conformidad con las situaciones de mercado.

Finalmente, se crea una operación especial para la venta de títulos de renta variable, ya sea en lotes o en masa; se establecen acuerdos de interoperabilidad entre las cámaras de riesgo central de contraparte y se permite a los intermediarios de valores extranjeros profundizar la liquidez local, diversificar la base inversionista y fomentar la eficiencia operativa del mercado local.

2. Contexto y necesidad normativa

El Gobierno nacional ha definido como objetivos estratégicos para el sector financiero y el mercado de capitales, entre otros, consolidar un marco regulatorio que potencie el crecimiento de los distintos mecanismos de financiación de la economía y promover la inclusión financiera para el fortalecimiento de la economía popular.

Con el propósito de elevar la calidad y eficiencia de los mercados, resulta imprescindible implementar modificaciones normativas con el fin de crear las condiciones necesarias para mejorar la liquidez del mercado de capitales local, lo cual favorece la generación de eficiencias que faciliten la incorporación de nuevos participantes y la diversificación de la base de inversionistas en el mercado de valores colombiano.

Es imperativo robustecer la infraestructura del mercado de valores colombiano mediante la incorporación de normativas que fomenten la interoperabilidad, la eficiencia operativa y la atracción de mayor inversión extranjera hacia el mercado local. De esta forma, los beneficios para el mercado local incluyen promover su calidad y eficiencia, incrementar su liquidez y competitividad, y fomentar la adopción de mecanismos que contribuyan a su democratización, en línea con los objetivos estratégicos del Gobierno nacional.

Con el fin de fortalecer los mecanismos de enajenación de valores de renta variable, es necesario establecer reglas claras para la operación especial para la venta de valores en masa, permitiendo metodologías de fijación de precios como subastas electrónicas, calce automático, asignaciones prorrateadas y libros de ofertas. Además, se debe garantizar una adecuada divulgación de información al mercado, un trato equitativo entre los participantes y el cumplimiento de los principios de transparencia y liquidez establecidos en la normativa vigente.

Para fortalecer la infraestructura del mercado, es necesario establecer acuerdos de interoperabilidad entre las Cámaras de Riesgo Central de Contraparte locales. Esto permitirá que sus servicios se presten de manera transnacional, como es común en otras jurisdicciones, siguiendo criterios de gestión prudente de riesgos, supervisión coordinada y salvaguardas financieras apropiadas.

Las operaciones del mercado monetario en el mercado mostrador, como los reportos o repos, simultáneas y de transferencias temporales de valores, son instrumentos clave para gestionar la liquidez y asegurar el buen funcionamiento del mercado de valores. Por eso, es importante actualizar su marco operativo y de registro, promoviendo mayores niveles de transparencia, eficiencia y mitigación de riesgos.

La actualización del régimen para las bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales u otros commodities, en relación con la incorporación de nuevos participantes, facilitará su alineación con las políticas públicas del gobierno nacional. Esto busca promover el desarrollo agropecuario y de la economía popular, todo bajo un marco

de reglas de gobierno corporativo, gestión de riesgos, autorregulación y transparencia, similar al establecido para las bolsas de valores.

Es imperativo establecer un marco normativo que regule la prestación de servicios de gestión de fondos de inversión colectiva, los fondos de capital privado y vehículos similares constituidos en el extranjero por parte de los administradores de fondos de inversión colectiva locales. Este marco debe facilitar su operación bajo esquemas que garanticen la sujeción a la regulación y supervisión de la jurisdicción de origen del fondo.

Es importante definir el marco regulatorio para las operaciones con instrumentos financieros derivados y productos estructurados distintos a divisas que se realicen a través de sistemas de voz o híbridos. Esto facilitará aprovechar las ventajas operativas de estos mecanismos, fortalecer las herramientas de gestión de riesgos y cobertura en el mercado, y contar con el apoyo y la liquidez de agentes internacionales. El objetivo es fomentar un desarrollo del mercado mostrador que sea seguro, eficiente y competitivo para estos instrumentos.

Finalmente, es necesario actualizar la normativa sobre el pago de dividendos de los emisores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores. La actualización debe incluir reglas específicas sobre los períodos ex dividendo, de registro y de pago, para asegurar una correcta identificación de los titulares con derechos económicos, una adecuada ejecución del pago de dividendos y una mayor transparencia en la divulgación de esta información al mercado, en línea con las mejores prácticas internacionales.

2.1 Operaciones del mercado monetario, garantías y mercado mostrador

Antecedentes

Las operaciones de reporto o repo, simultáneas y de transferencia temporal de valores constituyen instrumentos fundamentales para el adecuado funcionamiento del mercado de valores, al facilitar la gestión eficiente de liquidez, bien sea por títulos o por dinero, y el financiamiento a corto plazo. Estas operaciones permiten optimizar el uso de los portafolios de valores, promover la movilidad de los activos y fortalecer los mecanismos de formación de tasas de interés de referencia.

En el ámbito del mercado OTC, la regulación de estas operaciones adquiere especial relevancia, en la medida en que dicho segmento ofrece mayor flexibilidad contractual, capacidad de adaptación a las necesidades de las contrapartes y la posibilidad de aportar la liquidez de agentes del exterior a este mercado.

Por ello, el presente proyecto de decreto busca establecer un marco normativo claro y coherente que precise las condiciones bajo las cuales las operaciones repo, simultáneas y TTV pueden realizarse en el mercado OTC, asegurando su alineación con los principios de integridad, transparencia y eficiencia del mercado de valores.

En este contexto, resulta igualmente relevante avanzar hacia la adopción de un esquema de garantías más amplio para los mercados transaccionales como el OTC y flexible que reconozca la dinámica de los mercados financieros globales. La posibilidad de aceptar moneda extranjera y valores emitidos en el exterior como garantías admisibles en operaciones repo, simultáneas y TTV dentro del mercado transaccional y OTC, contribuiría a una gestión más eficiente del riesgo de contraparte y a una mayor profundidad del mercado.

En este sentido, el esquema propuesto impulsa la competitividad y sofisticación del mercado colombiano y alinea su regulación con los estándares internacionales de gestión de garantías establecidos por organismos como IOSCO y el Comité de Pagos e Infraestructuras de Mercado (CPMI).

De manera puntual, para facilitar el acceso de inversionistas extranjeros y mesas internacionales en las operaciones del mercado monetario, se crea una regulación particular para la realización de operaciones repo, simultáneas y TTV en el mercado OTC donde las contrapartes pueden determinar el plazo de la operación, las características de estas, las especies elegibles y la administración de las garantías. También resulta importante que en estas operaciones se habilite la aceptación de garantías en otras monedas y valores extranjeros que tengan reconocimiento según el artículo 2.15.6.1.5 del Decreto 2555 de 2010.

“Artículo 2.15.6.1.5 Reconocimiento de valores extranjeros. Se reconocen como valores extranjeros, a efectos de ser listados y negociados en un Sistema de Cotización de Valores Extranjeros, los siguientes:

- a. Los valores emitidos en el extranjero por instituciones u organismos multilaterales internacionales de carácter financiero,
- b. Los valores emitidos en el extranjero por otras naciones o sus bancos centrales, o
- c. Los valores emitidos en el extranjero con inscripción vigente en un registro público de valores o listados en una bolsa de valores o en un sistema de negociación de valores, internacionalmente reconocidos a juicio de la Superintendencia Financiera de Colombia.”

Esto permitiría que los inversionistas extranjeros utilicen, como garantía para respaldar operaciones del mercado monetario que realicen en Colombia, los portafolios que mantienen en sus países de origen, siempre que existan acuerdos de interoperabilidad entre la cámara de riesgo central de contraparte extranjera y la local. Esta posibilidad podría incrementar su interés y participación en este tipo de operaciones, en los términos y con los alcances que defina la Junta Directiva del Banco de la República.

Estas garantías podrían ser empleadas siempre que: (i) cumplan con los criterios de elegibilidad establecidos por las infraestructuras correspondientes, según lo indica la

norma; (ii) se evalúen los riesgos cambiarios potenciales para los participantes en estas operaciones, esto incluye el cumplimiento de la regulación cambiaria; y (iii) cuando las garantías otorgadas o restituidas en divisas se canalicen mediante el mercado cambiario.

En conclusión, la propuesta normativa podría ofrecer ventajas como ampliar la base de colateral aceptado, atraer inversión extranjera y aumentar la liquidez. Sin embargo, también enfrentará desafíos principales, incluyendo cambios regulatorios, ajustes operativos, procesos complejos de valoración y custodia internacional (divisas y regiones), y la necesidad de interoperar con custodios externos.

Revisión internacional

Esta medida responde a la necesidad de que el marco regulatorio colombiano evolucione en línea con las prácticas internacionales, donde la libertad contractual en este tipo de operaciones es un elemento esencial para la gestión eficiente de la liquidez y del riesgo. En los principales centros financieros como la Unión Europea, el Reino Unido y los Estados Unidos, los contratos estándar utilizados en el mercado mostrador, tales como el *Global Master Repurchase Agreement* y el *Global Master Securities Lending Agreement*, permiten que las partes establezcan la duración de la operación según sus necesidades particulares.

Estos instrumentos contemplan tanto operaciones de plazo fijo, como aquellas de plazo abierto (*open term*), en las que las condiciones pueden ajustarse conforme a la evolución de las necesidades de las contrapartes.

El énfasis regulatorio en dichos mercados no está en limitar la duración de las operaciones, sino en asegurar una adecuada gestión de riesgos a través de mecanismos como la valoración diaria (*mark-to-market*), la cobertura de márgenes y la administración prudente del colateral. Así lo reflejan marcos como la EMIR y las guías de ESMA, así como las normas de la SEC y la Reserva Federal en los Estados Unidos.

Permitir que las partes acuerden la duración de la operación promueve una mayor eficiencia en la gestión de portafolios, mejora el uso del colateral, amplía las opciones de financiación y refuerza la competitividad del mercado nacional frente a los estándares internacionales.

Por otra parte, en cuanto a los préstamos de valores, aceptan colaterales en dólares, bonos del Tesoro de Estados Unidos y los ADR en países como Brasil.

Esta propuesta busca modernizar el régimen de operaciones sobre valores en Colombia, brindando un entorno más dinámico, alineado con las mejores prácticas globales y atractivo tanto para inversionistas locales como extranjeros, en condiciones de transparencia y solidez.

Justificación

La presente modificación tiene como finalidad fortalecer y actualizar el marco regulatorio aplicable a las operaciones de reporto o repo, simultáneas y operaciones de transferencia temporal de valores realizadas en el mercado mostrador, de conformidad con las mejores prácticas internacionales en materia de compensación, liquidación y administración de garantías. Estas modificaciones buscan dotar de mayor flexibilidad y seguridad jurídica a las operaciones realizadas fuera de sistemas centralizados, garantizando al mismo tiempo la adecuada gestión de riesgos y la protección de las partes intervinientes, en especial en lo relativo a la constitución de garantías, registro, compensación y liquidación de dichas operaciones, permitiendo que estas operaciones se realicen con agentes del exterior.

Así mismo, el proyecto busca modernizar integralmente el régimen de garantías aplicable a las operaciones de reporto (repo), simultáneas y de transferencia temporal de valores, reconociendo su papel fundamental en la gestión de liquidez y en la estabilidad del sistema financiero. En este sentido, la modernización del régimen de garantías busca fortalecer la confianza de los participantes del mercado mediante la adopción de prácticas que promuevan la transparencia, la suficiencia del colateral y la adecuada administración del riesgo.

Estos ejemplos ilustran algunas garantías que podrían incorporarse en la regulación: (i) los *American Depositary Receipts* (ADR), *Canadian Depositary Receipts* (CDR) y *Global Depositary Receipts* (GDR), (ii) deuda soberana de otros países según el modelo de riesgo establecido, (iii) deuda de empresas según calificación de riesgos, y (iv) dinero en efectivo en otras divisas como dólares y euros.

Por otra parte, la modernización del régimen aplicable a las operaciones de reporto, simultáneas y transferencias temporales de valores en el mercado mostrador busca ampliar el acceso y fomentar la participación de nuevos actores, incluidos los agentes del exterior. Esta actualización procura armonizar las prácticas locales con estándares internacionales y con los marcos regulatorios vigentes en las jurisdicciones de origen de dichos participantes, fortaleciendo la integración y la competitividad del mercado colombiano. En particular, se pretende facilitar el ingreso de liquidez proveniente de agentes del exterior, considerando que su canal natural de relacionamiento para este tipo de operaciones con contrapartes locales suele ser el mercado mostrador.

Las modificaciones propuestas contribuirán a incrementar la liquidez y eficiencia del mercado mostrador colombiano, promover la competencia y diversificación de los mecanismos de financiamiento, facilitar la participación de inversionistas institucionales y extranjeros al ofrecer reglas claras y mecanismos de mitigación de riesgo equivalentes a los observados en mercados desarrollados, y reducir el riesgo sistémico mediante la estandarización de prácticas de gestión de garantías y el reconocimiento de las cámaras de riesgo centra de contraparte, los depósitos centralizados de valores y los sistemas de compensación y liquidación.

En conclusión, la adopción de las modificaciones propuestas se considera necesaria para modernizar la regulación aplicable a las operaciones de reporto, simultáneas y de

transferencia temporal de valores en el mercado mostrador, asegurando su compatibilidad con el marco vigente de compensación y liquidación, fortaleciendo la estabilidad financiera y fomentando la integración del mercado colombiano con las prácticas internacionales

2.2 Pago de dividendos emisores de valores

Antecedentes

Existe la necesidad de alinear la normativa colombiana relacionada con el pago de dividendos por parte de emisores de acciones con las prácticas y metodologías internacionalmente reconocidas, en especial aquellas utilizadas por los emisores extranjeros. Esta armonización resulta esencial para que los inversionistas extranjeros de portafolio cuenten con un proceso de pago de dividendos similar al de sus jurisdicciones de origen, lo cual facilita la participación de estos en el mercado colombiano.

En la actualidad, las diferencias entre las metodologías de pago de dividendos en Colombia y las aplicadas por emisores de acciones en el extranjero generan fricciones operativas que han sido identificadas por ejemplo en la falta de certeza de las fechas de pago, costos administrativos adicionales y asimetrías regulatorias que afectan tanto a los intermediarios del mercado como a los inversionistas. Por ello, el presente proyecto de decreto busca actualizar y precisar las reglas locales, permitiendo la adopción de esquemas de pago que sean compatibles con los estándares internacionales.

Frente a la normativa vigente, según el Código de Comercio, las sociedades anónimas deben pagar dividendos a quienes sean accionistas en el momento en que se hagan exigibles cada pago. En el mercado de valores, la normativa se fundamenta en dos principios: (i) el artículo 2.23.1.1.4 del Decreto 2555 de 2010, que regula los dividendos y establece un plazo mínimo de tres días hábiles bursátiles entre la fecha de causación y la fecha de pago de dividendos; y (ii) el artículo 2.23.1.1.5 del mencionado decreto, que define el período ex dividendo y permite a las bolsas de valores determinarlo en sus reglamentos, siempre que no sea inferior a dos días hábiles bursátiles.

De esta forma, la regulación colombiana solo prevé normas comerciales y el período ex-dividendo, a diferencia de los estándares internacionales que cuentan con periodos precisos como el de registro y de pago.

Así, el proceso de pago de dividendos en los mercados de valores internacionales generalmente involucra un mecanismo regulatorio con las siguientes características: (i) fecha de corte (*fecha exdate*): el inicio del período durante el cual una operación de compraventa de acciones no otorga el derecho a recibir dividendos pendientes de pago por parte del comprador; (ii) fecha de registro (*record date*): la fecha para identificar a los accionistas que, según el libro de registros, tienen derecho a recibir dividendos, ya sea porque están en el registro en ese momento o porque se les asignan derechos económicos por el período ex dividendo; y la fecha de pago (*pay date*): el día en que se realiza el pago efectivo de los dividendos.

El mecanismo regulatorio propuesto anteriormente asegura que el proceso de pago de dividendos sea eficiente para los emisores y las infraestructuras involucradas en la gestión de cobro, conciliación y pago, como los depósitos centralizados y agentes de transferencia. Asimismo, las fechas señaladas son convenientes tanto para los inversionistas extranjeros como para los locales, quienes así saben con certeza que recibirán los dividendos en la fecha de pago establecida.

Revisión internacional

Este análisis evalúa la regulación en Colombia sobre el período ex-dividendo en acciones, comparándola con las normativas de las principales jurisdicciones financieras internacionales. La revisión identifica áreas de mejora en el marco colombiano para que esté en línea con las mejores prácticas internacionales y para mejorar la protección de los inversionistas.

Tabla 1. Comparación del período ex-dividendo en jurisdicciones de referencia fuera de ALC

Jurisdicción	Régimen detallado de pago	Ventajas	Desventajas
España / Europa	Fechas establecidas por emisor según directrices; transparencia obligatoria	Armonización europea; protección inversora; transparencia bajo MiFID II	Complejidad de implementación; diferencias entre Estados miembros
Estados Unidos	Ex-date: T-1 (desde 2017); Record date: definida; Pay date: dentro de 30 días hábiles recomendados	Claridad absoluta; sincronización con T+2; certeza operativa	Rigidez en algunos aspectos; requiere alta coordinación sistémica
Reino Unido	Ex-date: según LSE; Record date: establecida por emisor; Pay date: 30 días hábiles recomendados	Supervisión de abuso de mercado; flexibilidad recomendada; protección	Complejidad regulatoria; múltiples fuentes normativas

Fuente: elaboración propia.

Europa y España

El marco europeo, liderado por la *European Securities and Markets Authority* (ESMA), establece principios armonizados bajo MiFID II/MiFIR para mejorar la transparencia y proteger a los inversores. La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) pone en práctica estas directivas, asegurando la coherencia de los estándares de divulgación.

El Real Decreto 1310/2005 regula detalladamente el proceso de admisión y permanencia de valores, además de imponer obligaciones específicas de transparencia a los emisores. Por su parte, la Ley del Mercado de Valores incorpora todas las directivas importantes relativas a las condiciones de permanencia, así como las medidas de suspensión y exclusión de acciones.

Reino Unido

El Reino Unido ha establecido un marco avanzado que combina flexibilidad operativa con una supervisión estricta para evitar abusos en el mercado. La *Financial Conduct Authority* (FCA) monitorea continuamente las transacciones cerca de las fechas ex-dividendo para prevenir manipulación de mercado. Además, la *Financial Services and Markets Act* (FSMA) 2000 señala que la información sobre las fechas ex-dividendo puede considerarse información privilegiada en relación con derivados financieros.

La Bolsa de Londres (LSE, por su sigla en inglés) mantiene un calendario de dividendos que recomienda pagar los dividendos ordinarios dentro de 30 días hábiles tras la fecha de registro, y los dividendos con opciones dentro de 20 días hábiles tras la fecha de elección. Este método equilibrado ofrece flexibilidad mientras garantiza estándares operativos claros.

Estados Unidos

El sistema de EE. UU. es el referente principal en la regulación de los períodos ex-dividendo. En 2017, la *Securities and Exchange Commission* (SEC) adoptó el sistema T+2 (Trade plus 2), modificando la *Exchange Act Rule 15c6-1(a)* para reducir el plazo de liquidación. Según este marco, la fecha ex-dividendo se fija un día hábil antes de la fecha de registro, lo que garantiza la exactitud y la sincronización de la operación.

Las reglas NYSE 235 y NASDAQ 11140 definen procedimientos específicos para transacciones ex-dividendo. Este marco garantiza la total transparencia y la certeza en las operaciones, elementos esenciales para el buen funcionamiento de los mercados de capitales.

Tabla 2. Comparación del período ex-dividendo en jurisdicciones de referencia en ALC

Jurisdicción	Régimen detallado de pago	Ventajas	Desventajas
--------------	---------------------------	----------	-------------

Brasil	Ex-date y record date no reguladas; fechas de pago según legislación societaria	Supervisión CVM robusta; marco societario sólido	Falta de especificidad en cronograma de dividendos; ausencia de régimen detallado
Chile	Ex-date y record date según reglamentación bursátil; fechas de pago definidas por emisor	Modernización reciente (2020); flexibilización procedimental	Implementación reciente; posible falta de casos de aplicación
Perú	Ex-date y record date reguladas; régimen especial para empresas del Estado (3 días hábiles mínimo)	Régimen especial para crisis; flexibilidad para empresas estatales	Régimen fragmentado; dependencia de situaciones excepcionales

Fuente: elaboración propia.

Brasil

La *Lei 6.385/76* y la Resolución CVM 80/2022 regulan el registro y la divulgación de informes periódicos de los emisores. Sin embargo, Brasil no cuenta con regulaciones específicas para *ex-dates* y *record dates*, dejando esas decisiones a la legislación societaria general. La *Comissão de Valores Mobiliários* (CVM) supervisa de manera integral el mercado de valores, aunque las fechas de pago de dividendos están principalmente reguladas por la *Lei das Sociedades por Ações* 6.404/76.

Chile

La Ley 21.276 de 2020 modificó la Ley de Mercado de Valores para modernizar el funcionamiento del mercado financiero. Adicionalmente, la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) publicó cambios a la NCG N° 30 para facilitar los procesos de inscripción de valores.

Estas reformas comprenden la reducción de los plazos para citar a las juntas de accionistas, que pasaron de 15 a 10 días, así como la creación de un sistema de inscripción automática de títulos de deuda. El régimen chileno muestra flexibilidad, aunque su implementación reciente requiere monitoreo para evaluar su efectividad en la práctica.

Perú

Perú opera bajo el Decreto Legislativo 861 (Ley del Mercado de Valores), junto con varias resoluciones de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV). La Resolución SMV 013-2013 aprobó el Reglamento para el Reconocimiento de la Titularidad en Acciones, Dividendos y otros Derechos.

La SMV creó un régimen excepcional mediante la Resolución 039-2020, que autorizaba a las empresas estatales a comunicar las fechas de distribución de dividendos con apenas tres días hábiles de antelación. Aunque esta medida muestra flexibilidad y capacidad de adaptación, también evidencia la fragmentación del régimen general.

En conclusión, este método de pago de dividendos se utiliza internacionalmente en Estados Unidos, donde los inversionistas reciben los dividendos el mismo día del pago. En regiones como Perú y Brasil, la regulación permite que en el mercado de valores se empleen las fechas de corte, de registro y de pago. La definición de estas fechas ha facilitado que la conciliación y la revisión de la información para el pago se realicen en un plazo adecuado, garantizando claridad y eficiencia, en línea con los mercados desarrollados.

Justificación

La regulación colombiana establece, en el inciso 2.23.1.1.5 del Decreto 2555 de 2010, el período ex dividendos, que define la fecha de corte específica. Sin embargo, para que el mercado colombiano adopte un modelo de pago de dividendos alineado con estándares internacionales y minimice los efectos negativos de los desafíos operativos en las conciliaciones de pagos, tanto para inversionistas locales como extranjeros, es fundamental que la regulación incluya la definición de la fecha de registro en la cual se registran los accionistas que tienen derecho a dividendo según el libro de accionistas, así como la fecha de pago o entrega, la cual puede tener un límite de días establecido en la normativa.

2.3 Pago de dividendo equivalente de emisores de valores en operaciones TTV y repo

Antecedentes

En el mercado se han detectado ciertos desafíos relacionados con el pago de dividendos durante la vigencia de las operaciones de TTV sobre acciones. Estos retos han afectado el desarrollo del mercado accionario, limitando la realización de este tipo de operaciones por parte de los inversionistas, especialmente las sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías y los fondos de inversión colectiva.

Los desafíos se centran en el proceso de pago de los dividendos ya que el emisor, según lo establecido en el artículo 455 del Código de Comercio, realiza el pago a quien tenga la calidad de accionista en el momento en que el pago se vuelve exigible. De esto surgen dos escenarios en el momento del pago: (i) que las acciones estén a nombre del receptor de la TTV; o (ii) que las acciones estén a nombre de un tercero sin relación alguna con la operación TTV.

En cuanto a la regulación sobre el pago de amortizaciones, rendimientos o dividendos durante la vigencia de estas operaciones, el receptor debe transferir estos importes al originador en la misma fecha del pago de acuerdo con lo establecido en el literal d del artículo 2.36.3.1.3 del Decreto 2555 de 2010. Según las normas mencionadas, los emisores pagan a los accionistas que figuran en el libro (Código de Comercio) y, además, los depósitos centralizados de valores en ejercicio de su función de administración, y conforme

al reglamento de operaciones, generan el débito al receptor del dinero equivalente al dividendo pagado al accionista y remiten ese dinero al originador.

En este sentido, se realizan dos pagos: uno del emisor al accionista, quien puede o no ser receptor de la TTV, y el otro del receptor al originador. Ambos se llevan a cabo mediante el depósito centralizado, en ejercicio de la función de administración de valores. Algunos agentes de mercado han expresado su desacuerdo con el tratamiento tributario de estos pagos ya que el emisor, como agente retenedor, aplica el régimen tributario del accionista, sea este el receptor o un tercero, en lugar del régimen del originador al momento del pago o abono en cuenta de los dividendos. Además, no se emite ninguna certificación a favor del originador, puesto que dicho pago no lo realiza el emisor.

El artículo 2.36.3.1.4 del Decreto 2555 de 2010 señala que todos los actos de transferencia de valores o dinero, vinculados a una TTV, se consideran una sola operación entre las partes. Por ello, es fundamental que la regulación de las TTV y repos permita que los emisores puedan realizar los pagos de los derechos económicos de los valores involucrados, teniendo en cuenta la naturaleza de estas transacciones. Es decir, si en el momento del pago las acciones están a nombre del receptor de la TTV, o si en un repo sin restricciones de movilidad las acciones se encuentran a nombre del enajenante, el emisor podrá pagar directamente al originador (en el caso de TTV) o al enajenante (para un repo) el dividendo, asegurando que solo se realice un pago. Además, el literal d) del artículo 2.36.3.1.3 del Decreto 2555 de 2010 indica que el receptor debe transferir al originador el monto de amortizaciones, rendimientos o dividendos recibidos durante la vigencia de estas operaciones en la misma fecha del pago.

Por lo anterior, es pertinente modificar esa disposición y su equivalente para repos, permitiendo que dicho pago se realice al momento de la liquidación de la operación. Esto con el fin de evitar interpretaciones erróneas sobre su condición y que pueda considerarse como parte del pago final en la liquidación.

Revisión internacional

La propuesta busca armonizar la regulación colombiana con las mejores prácticas internacionales, siguiendo los lineamientos de los contratos marco más utilizados a nivel global, como el *Global Master Repurchase Agreement (GMRA)* y el *Global Master Securities Lending Agreement (GMSLA)*. Estos contratos, elaborados por la *International Capital Market Association* y la *International Securities Lending Association*, permiten que las partes definan contractualmente la forma y el momento de restitución de los flujos derivados de los valores, garantizando la neutralidad económica y una adecuada gestión de riesgos.

La siguiente tabla sintetiza los enfoques regulatorios identificados en las principales jurisdicciones de comparación globalmente:

Tabla 3. Comparación de la regulación sobre pago dividendos equivalentes en jurisdicciones de referencia fuera de ALC

Jurisdicción	Tratamiento Dividendo Equivalente	Momento Transferencia	Problema Tributario	Solución Implementada
Unión Europea	SFTR requiere reporte, pero no unifica tratamiento fiscal	Según regulación nacional aplicable	Varía según jurisdicción nacional	Armonización mediante SFTR, pero tributación nacional
España	Tributación según naturaleza del fondo receptor (1% para fondos equivalentes)	Según términos contractuales	Resuelto mediante equivalencia de fondos	Equivalencia regulatoria para fondos no-UE
Reino Unido	Dividendos obtenidos (MD) tratados como dividendos reales para efectos fiscales	Al momento de la liquidación de la operación	Resuelto mediante sistema de créditos fiscales	MOD WHT con sistema de créditos y <i>set-offs</i>
Estados Unidos	Dividendo equivalente tratado como dividendo fuente US, sujeto a retención	Al momento del pago del dividendo equivalente	Cadena de retenciones excesivas (<i>cascading taxation</i>)	Sistema <i>Qualified Securities Lender</i> , créditos por retenciones previas

Fuente: elaboración propia.

Europa

La Unión Europea ha implementado la *Securities Financing Transactions Regulation* (SFTR) en respuesta a las recomendaciones del *Financial Stability Board* sobre los riesgos del *shadow banking*. El SFTR impone extensos requisitos de reporte para transacciones de financiamiento de valores, como repos y préstamos de valores, con el fin de mejorar la transparencia y facilitar la supervisión regulatoria.

Aunque el SFTR no unifica el tratamiento fiscal de los dividendos equivalentes a nivel europeo, sí establece un marco regulatorio común para el informe y la supervisión de estas operaciones. El reglamento exige que las contrapartes reporten todos los detalles de las *Securities Financing Transactions*, incluidos la composición del colateral subyacente y su uso o reutilización¹.

España

¹ https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-8-2015-0120_EN.pdf

España ha establecido un método de equivalencia regulatoria, especialmente para fondos de inversión no españoles. La Corte Suprema de España ha ratificado la aplicación de una retención del 1% sobre fondos extranjeros que puedan demostrar que su regulación es equivalente a la de fondos españoles o de la UE. Lo anterior, reconoce que diversas estructuras regulatorias pueden cumplir los mismos objetivos en la protección al inversionista y la supervisión del mercado².

El principio de equivalencia garantiza que los fondos alternativos extranjeros reciban el mismo trato fiscal preferente que los fondos españoles, siempre que cumplan con los requisitos de diversificación, supervisión regulatoria y gestión profesional. Esta aproximación evita la discriminación fiscal solo por la jurisdicción de creación del fondo.

Reino Unido

El Schedule 23A del *Income and Corporation Taxes Act* (ICTA) define los conceptos de dividendos obtenidos (MD) y de dividendos obtenidos en el extranjero (MOD). La política regulatoria busca mantener la neutralidad fiscal: los dividendos obtenidos se consideran iguales a los dividendos reales a efectos fiscales, lo que elimina incentivos o desincentivos fiscales para el préstamo de valores.

El sistema MOD WHT (impuesto de retención en dividendos pagado en el extranjero) permite a los prestamistas recibir cantidades Netas equivalentes a lo que habrían obtenido si mantuvieran los valores, mientras que los prestatarios obtienen permisos de compensación (set-off) de la responsabilidad MOD WHT frente a créditos de retención en dividendos subyacentes. Esta estructura garantiza que los préstamos de valores no se vean penalizados ni incentivados de manera inapropiada por motivos fiscales³.

Estados Unidos

Este país ha creado el sistema más avanzado para gestionar los problemas fiscales en operaciones de préstamo de valores. El *Internal Revenue Code* §871(m) y el *Notice* 2010-46 ofrecen un marco integral que define los dividendos equivalentes como pagos contingentes o vinculados al pago de dividendos de origen estadounidense.

La principal innovación del sistema estadounidense es el concepto de *Qualified Securities Lender* y el sistema de créditos por retenciones previas (sistema de créditos futuros). Este marco permite que las instituciones financieras calificadas actúen como intermediarias sin provocar retenciones en cadena, lo que soluciona el problema del *cascading taxation* que generaba cargas fiscales excesivas. Además, el sistema incorpora el pago de dividendos equivalentes en la estructura operativa de la transacción, evitando la creación de eventos fiscales independientes⁴.

² <https://taxsummaries.pwc.com/spain/corporate/income-determination>

³ https://supremecourt.uk/uploads/uksc_2019_0215_judgment_759c4bc780.pdf

⁴ https://www.irs.gov/pub/irs-lbi/notice_2010_46.pdf

Respecto a la comparación de la regulación sobre el pago de dividendos equivalentes en las jurisdicciones de referencia en América Latina y el Caribe, no se identificaron marcos regulatorios específicos para el tratamiento de dividendos equivalentes en operaciones de TTV.

Justificación

La modificación introducida por los artículos en el proyecto de decreto busca precisar el tratamiento de los pagos asociados a los valores objeto de operaciones repo y de transferencia temporal de valores durante la vigencia de dichas operaciones, con el fin de evita interpretaciones divergentes sobre la naturaleza económica de dichos pagos y asegura que las partes reconozcan su incidencia directa en la valoración y cierre de la operación repo.

Estas modificaciones, también tienen por finalidad uniformar el tratamiento operativo y contable de los pagos asociados a los valores objeto de operaciones de financiamiento con valores, asegurando que las transferencias de rendimientos o dividendos no se interpreten como flujos ajenos a la operación, sino como componentes económicos propios de la misma. Con ello se promueve la consistencia normativa entre las distintas modalidades de operaciones sobre valores, se facilita la gestión de riesgos operativos y contables y se refuerza la transparencia en la determinación del precio final al cierre de cada transacción.

En este sentido, las modificaciones introducidas contribuyen a mejorar la certeza jurídica y la estandarización de prácticas de mercado, favoreciendo una aplicación más clara de la forma como se debe ser el tratamiento contable de las operaciones repo y transferencia temporal de valores lo que a su turno repercute en los manejos tributarios de etas operaciones.

2.4 Valores objeto de programas de préstamo recurrente de valores

Antecedentes

El Decreto 1239 de 2024, que modificó al Decreto 2555 de 2010, creó la figura del préstamo recurrente de valores en el cual, el artículo 2.9.26.1.1 del Decreto 2555 de 2010 indica que las Sociedades Comisionistas de Bolsa (SCB) están habilitadas para administrar programas de préstamo recurrente sobre valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) y listados en los sistemas de cotización extranjeros, como se detalla a continuación.

“Artículo 2.9.26.1.1 Programas de préstamo recurrente de valores. Las sociedades comisionistas de bolsa podrán administrar programas de préstamo recurrente de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) y de valores extranjeros listados en un sistema de los que trata el Título 6 del Libro 15 de la Parte 2 del presente decreto, 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 de que trata el numeral 6 del artículo 2.9.6.1.2 del presente decreto, para realizar operaciones de transferencia temporal de valores o simultáneas en las bolsas de valores, los sistemas de negociación o en el mercado mostrador.”

No obstante, en el artículo 19, numeral 7, del Decreto 1239 de 2024, se adicionan los numerales 6, 7 y 8 al artículo 2.37.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010. En particular, el numeral 7 habilita a los custodios de valores para administrar programas de préstamo recurrente únicamente sobre valores inscritos en el RNVE en desarrollo de la actividad de custodia, así:

“7. Programas de préstamo recurrente de valores. El custodio de valores podrá administrar programas de préstamo recurrente de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE), en desarrollo de la actividad de custodia [...]”

Teniendo en cuenta la anterior asimetría, se hace necesario revisar la posibilidad que los custodios también tenga la facultad expresa de administrar programas de préstamo recurrente de valores sobre especies inscritas en los sistemas de cotización de valores del extranjero.

Revisión nacional

El Decreto 1239 de 2024 autorizó a las SCB a administrar programas de préstamo recurrente de valores extranjeros listados en los sistemas de cotización del exterior, con el fin de aumentar la disponibilidad de títulos para operaciones de transferencia temporal y dinamizar el mercado de valores. Este programa fue incorporado al Decreto 2555 de 2010, lo que permite que dichas entidades operen de forma continua, por cuenta propia o de terceros, mediante órdenes de inversión o instrucciones generales.

Operativamente, las SCB pueden recibir instrucciones generales y agregar posturas para realizar operaciones de préstamo sobre valores nacionales o extranjeros, lo que facilita la participación colectiva en el mercado. Asimismo, se permite establecer condiciones contractuales especiales con los clientes, y cuando el programa involucre valores de entidades relacionadas, las SCB deberán aplicar políticas para identificar y gestionar conflictos de interés.

Esta misma posibilidad de realizar operaciones de préstamo sobre valores nacionales o extranjeros, no la tiene los custodios, creando una asimetría regulatoria que se pretende solucionar con el presente proyecto de decreto.

Justificación

El Decreto 1239 de 2024 autoriza a las SCB a administrar programas de préstamo recurrente de valores del RNVE y listados en los sistemas de cotización de valores del

extranjero. Sin embargo, permite a los custodios a operar únicamente con valores registrados en el RNVE.

Dado que la norma no especificó explícitamente los valores listados en un sistema de cotización de valores extranjeros para los custodios, estos no pueden administrar préstamos de títulos listados en dichos sistemas, lo que produce asimetrías.

Dentro de esta iniciativa para facilitar el acceso al mercado de valores y fortalecer las infraestructuras, se unifica el tipo de valores sobre los que operan los administradores de los programas de préstamo recurrente. Esto busca cerrar la brecha en el alcance de dicha administración respecto a valores tanto locales como del extranjero.

2.5 Gestión de fondos de inversión colectiva y fondos de capital privado constituidos en el extranjero

Antecedentes

Actualmente, la regulación no autoriza a los administradores y gestores de Fondos de Inversión Colectiva (FIC) y Fondos de Capital Privado en Colombia prestar servicios para la gestión de FIC y Fondos de Capital Privado constituidos en el extranjero. No obstante, estos agentes poseen la experiencia y los conocimientos necesarios para estructurar y colocar activos locales en mercados internacionales mediante estos vehículos. En este sentido, permitir que los gestores colombianos gestionen fondos en el exterior fortalecería el mercado de capitales del país, abriendo una oportunidad para colocar activos o valores colombianos en los mercados internacionales.

Por la falta de autorización regulatoria para gestionar fondos establecidos y distribuidos en el exterior, Colombia ve reducida su competitividad internacional en gestión de activos, limita la entrada de capital extranjero y frena la innovación, por cuanto a que hoy en día existen varios gestores nacionales que funcionan en el exterior en diferentes mercados. Sin embargo, con este proyecto de decreto, se podría aprovechar el profesionalismo de sus gestores para expandir sus activos en el.

En este contexto, considerando las crecientes tendencias de internacionalización en los mercados, se propone permitir a los administradores de fondos de inversión colectiva y fondos de capital privado la prestación de servicios relacionados con gestión de fondos constituidos en el exterior.

Revisión internacional

Esta propuesta busca alinear la regulación colombiana con los estándares de otras jurisdicciones, como la Unión Europea, Estados Unidos y el Reino Unido, en las que los gestores autorizados pueden administrar fondos constituidos en el exterior, siempre que se

mantengan los principios de equivalencia regulatoria y de cooperación entre autoridades supervisoras.

Tabla 4. Comparación de la regulación sobre gestión y administración de fondos administrados en el exterior en jurisdicciones de referencia fuera de ALC

Jurisdicción	Autorización	Licencias	Supervisión	Transparencia	Requisitos de Informes
Europa	Autorización total de los AIFM para gestión en distintos países	Licencia única de AIFM para administrar fondos alternativos en toda la UE	Supervisión por autoridad del Estado de origen con cooperación entre autoridades	Reporte a autoridades e inversionistas con datos de transparencia	Informes trimestrales obligatorios
España	Autorización del Ministerio de Economía para empresas de servicios de inversión	Licencia específica para gestión de inversión colectiva y servicios de inversión	CNMV supervisa conducta de negocio; coordinación con Banco de España	Información prospectiva y periódica	Reportes regulares bajo MiFID II y normativa española
Reino Unido	Autorización FCA para UK AIFMs con régimen propio	<i>Full-scope AIFM: small authorized o small registered</i> según activos	FCA supervisa con enfoque en protección del consumidor	Divulgación detallada según UK AIFMD y FCA Handbook	Reporte de transparencia a bajo FUND Sourcebook
Estados Unidos	Registro SEC obligatorio para asesores de inversión bajo <i>Investment Company Act</i>	Licencia de asesor de inversiones con requisito de registro	Supervisión integral de la SEC mediante inspecciones periódicas.	Requisitos de divulgación amplios según las leyes federales de valores	<i>Form ADV y reporting</i> comprensivo

Fuente: elaboración propia.

Europa y España

Las jurisdicciones estudiadas cuentan con modelos sólidos de autorización. Europa establece la *Alternative Investment Fund Managers Directive* (AIFMD), que permite a gestores autorizados en un Estado miembro operar sin restricciones en toda la Unión Europea⁵.

Estas jurisdicciones llevan a cabo una supervisión consolidada, en la que la autoridad del país de origen asume la responsabilidad supervisora integral. Se observa una coordinación regulatoria internacional mediante acuerdos de entendimiento y marcos de cooperación, especialmente evidente en el modelo europeo de la ESMA. Los mecanismos de cumplimiento comprenden la revocación de licencias, sanciones económicas y medidas correctivas⁶.

Reino Unido

El Reino Unido ha implementado regímenes de reporte integral bajo la AIFMD⁷, que incluyen reportes trimestrales obligatorios y divulgaciones detalladas ante las autoridades.

Estados Unidos

Estados Unidos exige el registro ante la SEC conforme a la *Investment Company Act*, estableciendo rigurosos estándares fiduciarios y programas de cumplimiento obligatorios⁸. Estados Unidos exige *Form ADV* y reporte extenso bajo supervisión continua de la SEC⁹.

Adicionalmente, la medida refleja prácticas comunes en otras jurisdicciones de la región. En México, Chile y Brasil, los gestores de fondos están habilitados para administrar y gestionar fondos constituidos en el exterior mediante equipos dedicados y desarrollados en cada país.

Tabla 5. Comparación de la regulación sobre gestión y administración de fondos administrados en el exterior en jurisdicciones de referencia en ALC

Jurisdicción	Autorización	Licencias	Supervisión	Transparencia	Requisitos de Informes
Brasil	Autorización CVM para administradores fiduciarios con	Licencia diferenciada : gestor de recursos vs.	CVM supervisa con enfoque en	Transparencia a través de informes financieros auditados	Reportes periódicos sobre gestión de recursos

⁵ https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-32-352_ga_aifmd.pdf

⁶ <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-provides-guidance-compliance-function-under-mifid-ii>

⁷ <https://www.fca.org.uk/firms/aifmd-uk>

⁸ <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1879/pdf/COMPS-1879.pdf>

⁹ <https://www.sec.gov/foia-services/frequently-requested-documents/form-adv-data>

	registro específico	administrador fiduciario	protección del inversor		
Chile	Autorización CMF previa para las AGF (Administradoras Generales de Fondos)	Licencia específica de AGF como sociedad anónima especial	Supervisión CMF continua con reportes detallados	Sistema de información de fondos con requisitos de transparencia	Reportes diarios, semanales y mensuales según NCG 532

Fuente: elaboración propia.

Brasil y Chile

Estas dos jurisdicciones han establecido marcos específicos para la gestión transfronteriza. Brasil con su sistema de administradores fiduciarios bajo la CVM y Chile con las Administradoras Generales de Fondos (AGF) supervisadas por la CMF. Igualmente, los poderes de *enforcement* incluyen la revocación de licencias, la imposición de sanciones pecuniarias y la adopción de medidas correctivas.

Estas jurisdicciones en Latinoamérica han establecido sistemas de información especializados. Chile con su nuevo Manual de Sistemas de Información de Fondos (NCG 532¹⁰) y Brasil mediante reportes según la CVM Resolución 21¹¹.

Justificación

La posibilidad de contar con gestores de portafolios de inversión más profesionales, con la capacidad de gestionar portafolios de activos tanto locales como internacionales, siguiendo las mejores prácticas y estándares reconocidos a nivel mundial. Además, contar con fondos constituidos en el exterior con activos locales implica seguir y familiarizarse con estándares internacionales que luego pueden ser adoptados en la práctica local.

Uno de los objetivos del mercado financiero es transferir recursos de agentes con superávit a aquellos con déficit, facilitando así que los recursos lleguen al sector productivo mediante un mercado de capitales que se fortalece en este proceso. Por eso, gestionar fondos de inversión colectiva o fondos de capital privado domiciliados en el exterior desde Colombia permite canalizar recursos de inversionistas extranjeros al mercado local de capitales y, en última instancia, al sector productivo. Por ejemplo, los fondos listados en el extranjero, como los de Luxemburgo, podrían invertir en el mercado local y ser gestionados por equipos ubicados en Colombia, con conocimiento profundo de la idiosincrasia y la situación del país; podrían tener una ventaja competitiva frente a administradores externos y ofrecer mejores retornos.

¹⁰ https://www.cmfchile.cl/normativa/ncg_532_2025.pdf

¹¹ https://www.gov.br/cvm/en/foreign-investors/regulation-files/resol021Traduo_v.SDM22032023.pdf

Por otra parte, permitir el acceso al mercado de capitales colombiano a inversionistas extranjeros como nacionales con recursos en el exterior puede contribuir a incrementar la liquidez y a dinamizar el mercado. Asimismo, tener gestores colombianos para portafolios con exposición global o regional aumenta las probabilidades de que los activos colombianos, ya sean de renta fija, renta variable o alternativos, entre otros sean considerados en la construcción de dichos portafolios. Equipos dedicados desde Colombia, cercanos a emisores locales, con habilidades analíticas y experiencia en inversiones en Colombia, facilitan concentrar la estrategia en activos colombianos o, al menos, en incrementar su ponderación en portafolios diversificados.

Así, la gestión de fondos en el extranjero por gestores colombianos fomentaría el crecimiento y el fortalecimiento del mercado de capitales en Colombia, ya que aportaría nuevas opciones de inversión, transferiría conocimientos y mejoraría la competitividad del mercado financiero local.

2.6 Derivados no estandarizados del mercado mostrador con subyacente diferente a divisas

Antecedentes

Actualmente, la celebración operaciones de derivados no estandarizados con subyacentes distintos a divisas en los sistemas de voz o híbridos locales no se encuentra habilitada entre residentes y no residentes, e incluso entre estos y agentes de exterior, en el entendido que la normativa solo autoriza operaciones sobre valores inscritos en el RNVE y limita la participación de agentes extranjeros.

En este sentido, dado el aumento en los volúmenes de negociación y la expansión del mercado de derivados OTC, como los *Non-Deliverable Forwards* (NDF), que se destacan por su crecimiento rápido, alta participación extranjera y su impacto en el mercado spot, se propone un régimen que permita aprovechar las eficiencias y sinergias de los sistemas administrados por los administradores de sistemas de negociación de valores, incluso en relación con sus pares internacionales, para fomentar este tipo de operaciones en el mercado colombiano.

La flexibilización de estas restricciones permitiría la participación de agentes del exterior y la celebración de operaciones de derivados no estandarizados diferentes a divisas en los sistemas de voz o híbridos locales, fortaleciendo la liquidez del mercado e incrementando la profundidad de las curvas de precios. Así mismo, se espera mejorar la capacidad de cobertura de los distintos participantes, en particular frente a exposiciones en tasas de interés, valores locales o índices accionarios.

Revisión internacional

La experiencia internacional respalda esta reforma, ya que estos instrumentos han fortalecido la liquidez, mejorado la formación de precios y promovido la estabilidad macroeconómica. Además, el análisis comparativo con otras jurisdicciones aporta elementos valiosos para esta intervención normativa.

Tabla 6. Comparación de la regulación de derivados OTC con subyacente diferente a divisas en jurisdicciones de referencia fuera de ALC

Jurisdicción	Normativa Principal	Subyacentes Permitidos	Agentes Extranjeros
Europa (UE)	EMIR, MiFID II	Amplio espectro	Pasaporte europeo
España	MiFID II/EMIR + Normativa CNMV	Tasas, crédito, renta variable, FX, commodities	EU/EEA + terceros países
Reino Unido	UK EMIR, UK MiFID II	Amplio espectro	Régimen post-Brexit
Estados Unidos	Dodd-Frank Act, CFTC Rules	Amplio espectro	Con registro y cumplimiento

Fuente: elaboración propia.

Europa y España

La regulación europea bajo EMIR (Reglamento de Infraestructura del Mercado Europeo) y MiFID II establece un marco integral para los derivados OTC que permite múltiples subyacentes y facilita la participación transfronteriza¹². España implementa dicha regulación a través de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), lo que permite la participación de entidades europeas bajo el régimen de pasaporte comunitario, así como de terceros países bajo los regímenes de equivalencia.

La normativa española autoriza específicamente derivados sobre tasas de interés, crédito, renta variable, divisas y materias primas, con obligaciones diferenciadas según si la contraparte es financiera o no financiera, además de umbrales de *clearing* que fomentan la transparencia y la eficiencia del mercado.

Reino Unido

Tras la salida del Reino Unido de la Unión Europea, este país mantiene un marco regulatorio sólido bajo UK EMIR y UK MiFID II, con la FCA como autoridad principal. El régimen posterior al Brexit permite la continuidad de las operaciones con contrapartes europeas bajo ciertas

¹²https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/financial-markets/post-trade-services/derivatives-emir_en

condiciones y preserva un enfoque flexible en la participación internacional. La regulación británica demuestra que es factible mantener estándares prudenciales rigurosos mientras se facilita la participación de agentes extranjeros calificados¹³.

Estados Unidos

La regulación estadounidense, en virtud de la Ley Dodd-Frank y bajo la supervisión de la Comisión de Comercio de Futuros de Materias Primas (CFTC), establece uno de los marcos más desarrollados a nivel mundial para los derivados OTC. El sistema permite la participación de personas no estadounidenses bajo ciertas condiciones, mediante regímenes de cumplimiento sustituto que reconocen regulaciones extranjeras equivalentes¹⁴.

Tabla 7. Comparación de la regulación de derivados OTC son subyacente diferente a divisas en jurisdicciones de referencia en ALC

Jurisdicción	Normativa Principal	Subyacentes Permitidos	Agentes Extranjeros
Brasil	Instrução CVM, Resolução Conjunta BCB-CVM 13/2024	Amplio espectro	Personas jurídicas no residentes sin representante local ni registro ante la CVM
Chile	Compendio de Normas de Cambios Internacionales: Cap. IX	FX, tasas extranjeras	Bancos con representación
Perú	Ley Mercado Valores, Reglamento Agentes	Principalmente forwards	Agentes autorizados SMV

Fuente: elaboración propia.

Brasil

La CVM y el Banco Central emitieron la Resolución Conjunta 13/2024, que simplifica la participación de inversionistas extranjeros en los mercados financieros brasileños. Esta reforma permite que personas jurídicas no residentes inviertan sus recursos desde cuentas en reales sin necesidad de un representante local ni de registrarse ante la CVM, excepto en ciertos casos de inversión específicos¹⁵.

La normativa brasileña sobre derivados abarca una amplia variedad de subyacentes y ha establecido un mercado OTC sólido que constituye aproximadamente el 19% del mercado

¹³ <https://handbook.fca.org.uk/handbook>

¹⁴ <https://www.isda.org/a/qvbTE/Review-of-the-MIFID-II-MIFIR-Framework.pdf>

¹⁵ https://www.bcb.gov.br/content/financialstability/Brazilian_Prudential_Financial_Regulation_Docs/JointResolution13.pdf

total de derivados. Esta regulación favorece tanto la transparencia como la participación internacional.

Chile

La Comisión para el Mercado Financiero (CMF) y el Banco Central de Chile han establecido un marco regulatorio flexible que permite la presencia de bancos extranjeros con oficina de representación en el país. Además, Chile ha desarrollado el Sistema Integrado de Información de Derivados (SIID), que actúa como un repositorio central de transacciones OTC y cumple con estándares internacionales¹⁶.

Por ejemplo, el desarrollo del mercado de forwards de inflación (UF/CLP) ha sido fundamental para la gestión del riesgo inflacionario de los bancos centrales, los fondos de inversión y las empresas. La experiencia chilena demuestra que la incorporación de derivados de cobertura inflacionaria genera beneficios tangibles que podrían replicarse en Colombia.

Perú

La Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) regula un mercado de derivados cuya orientación se caracteriza por los contratos a plazo cambiarios. La normativa peruana autoriza la participación de agentes de intermediación aprobados por la SMV, que deben cumplir con requisitos específicos de capital y experiencia, aunque limita la participación directa de agentes extranjeros¹⁷.

Justificación

Los instrumentos derivados son fundamentales en los mercados financieros para estrategias de inversión y de cobertura. Sin embargo, para fomentar un desarrollo integral, es importante eliminar los arbitrajes regulatorios entre los sistemas de negociación de divisas y valores y adaptar el marco legal.

El proyecto de decreto responde a la necesidad de actualizar el marco regulatorio colombiano ante la evolución de los mercados financieros y las innovaciones en materia de derivados. Como se señaló, actualmente la norma restringe la celebración de operaciones en los sistemas de voz o híbridos únicamente a valores inscritos en el RNVE, dejando por fuera instrumentos financieros derivados y productos estructurados que, aunque no encajan en la definición de “valores” establecida en la Ley 964 de 2005, cumplen funciones esenciales en la gestión de riesgos, la cobertura y la eficiencia del sistema financiero y del mercado de valores.

¹⁶ <https://www.bcentral.cl/areas/compendio-de-normas-de-cambios-internacionales>

¹⁷ <https://www.gob.pe/institucion/smv/normas-legales?sheet=158>

Esta limitación ha generado una brecha normativa que ha frenado el desarrollo de productos como los NDF, los swaps y las opciones, e incluso ha restringido la posibilidad de que agentes del exterior participen en estos mercados en un entorno regulado, eficiente y supervisado, dotando de liquidez a los agentes locales.

Con la modificación se busca habilitar expresamente la posibilidad de celebrar operaciones de derivados no estandarizados y de productos estructurados distintos de divisas en los sistemas de voz o híbridos administrados por los sistemas de negociación y registro de valores. Asimismo, se pretende permitir la participación de los agentes del exterior autorizados por el Banco de la República, para efectos de dotar de liquidez a los agentes locales que realicen estas operaciones con agentes del exterior.

El propósito principal es promover la creación de nuevos instrumentos, aumentar la liquidez y profundizar el mercado de capitales local, facilitando una mejor formación de precios y una mayor eficiencia en la asignación de recursos y de coberturas. Esta iniciativa se alinea con las políticas públicas de desarrollo del mercado de capitales y es consistente con el marco regulatorio del Banco de la República, que define las condiciones de participación de los agentes del exterior en distintos mercados.

Desde una perspectiva económica, la reforma profundizará y estabilizará el mercado de capitales colombiano haciendo que la participación conjunta de inversionistas locales y extranjeros incide en incrementar la liquidez, puede reducir los costos de financiamiento (especialmente en proyectos denominados en UVR) y puede ampliar las opciones de cobertura frente a riesgos como la inflación y la variación de tasas de interés. Adicionalmente, favorecerá la entrada de inversión extranjera de portafolio, alineando al país con las mejores prácticas internacionales.

2.7 Participantes en las bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales y otros *commodities*

Antecedentes

El fortalecimiento de los mercados agropecuarios, agroindustriales y de otros *commodities* es fundamental para el desarrollo económico del país y de la economía popular. Estos mercados no solo permiten que los productores y compradores encuentren condiciones más justas y eficientes de negociación, sino que también contribuyen a la formación de precios transparentes y a la gestión de riesgos frente a la volatilidad de los productos.

Sin embargo, con el paso del tiempo estos mercados han evolucionado de manera significativa, esta transformación hace necesario actualizar la nomenclatura de las cuentas que hacen parte del monto mínimo de capital o de aportes sociales.

El Capítulo 2 del Libro 11 del Decreto 2555 de 2010 especifica que solo pueden ser miembros de Bolsa aquellos cuyo objeto social sea exclusivamente el desarrollo del contrato de comisión en el mercado agropecuario, agroindustrial y otros *commodities*. Sin

embargo, esta restricción aplica únicamente a las bolsas de bienes y productos, lo que restringe el acceso al mercado a entidades que podrían participar directamente, según su objeto social.

El principal beneficio de modificar el decreto es la introducción de la figura de participantes afiliados. Esta inclusión reduce las barreras de entrada, al igual que promueve la profundización y liquidez de ese mercado, además de apoyar el desarrollo sostenible y fortalecer la economía.

Con respecto al impacto económico en el sector agrícola, los desembolsos de créditos para el sector agropecuario sumaron \$39,4 billones de pesos en 2024, y en el primer trimestre de 2025 alcanzaron los \$10,4 billones, según Finagro. Entre el 50% y el 65% corresponden a créditos de capital de trabajo, mientras que más del 98% son créditos tradicionales, los cuales presentan sobre costos y dificultades de acceso para algunos actores.

La incorporación de participantes afiliados podría facilitar la sustitución de ciertos créditos por opciones de financiación directa de los participantes afiliados que operen en las bolsas de productos agropecuarios, agroindustriales y otros commodities (Repos, Atra-e y Sistema de Información del Mercado Mostrador (SIMM)). Estas ventajas incluyen facilidad de acceso, menores costos por transacción, mejor previsión y mitigación del riesgo, y no afectar directamente la capacidad crediticia de los actores del sector.

En cuanto al impacto económico en otros sectores, el 99,7% del tejido empresarial en Colombia está compuesto por las pequeñas y medianas empresas (PYME), según Confecámaras. Estas empresas enfrentan obstáculos para acceder a financiamiento, lo que restringe su capacidad de crecer y modernizarse.

En 2024, la negociación de facturas sigue creciendo, con 41 billones de pesos en endosos y 1,2 billones en cesiones de derechos. La regulación de los participantes afiliados y la incorporación de más actores al mercado bursátil agropecuario se traducirán en una negociación de 4,7 billones de pesos en el Atra-e y 1 billón en cesiones de derechos económicos en el SIMM. Esto permitirá que las PYME se financien a través de su flujo de cartera, sin afectar directamente su capacidad crediticia. De esta forma, la financiación directa de inversionistas profesionales en las bolsas de productos agropecuarios, agroindustriales y otros commodities, mediante participantes afiliados, democratizará el acceso al capital de trabajo y eliminará las barreras financieras.

El crecimiento de la financiación no tradicional mediante cesión de derechos económicos en el SIMM en términos de montos financiados ha sido de \$39 mil millones en 2023, \$105 mil millones en 2024 y \$51 mil millones en el primer trimestre de 2025. Entre los beneficiarios, se incluyen uniones temporales con un 32 % y empresas con un 68%; de las cuales el 8% son microempresas, el 54% pequeñas empresas, el 31% medianas empresas y el 7% grandes empresas.

Revisión internacional

Europa

Existen dos estudios de caso en Europa. La *Euronext*, que agrupa a las bolsas de París, Ámsterdam y Bruselas, permite a diversas entidades negociar activos sin necesidad de formar una SCB. Estas entidades, conocidas como *trading members*, pueden operar en diferentes mercados, ya sea por cuenta propia o en nombre de terceros. La *London Metal Exchange* (LME), especializada en materias primas duras, ofrece su acceso a varios actores mediante seis categorías de membresía que varían según los requisitos y capacidades.

Estados Unidos

En Estados Unidos, el *Chicago Mercantile Exchange* (CME) *Group*, que incluye a la Bolsa Mercantil de Chicago y Nueva York, la Bolsa de Comercio de Chicago y la Bolsa de Productos Básicos, ofrece acceso a bancos, administradores de recursos, asesores comerciales y grandes empresas, entre otros. Para acceder, es necesario estar vinculado a una empresa de compensación del CME *Group*, tener una aplicación comercial certificada por CME y contar con conectividad a CME *Globex*.

Brasil

La *Bolsa do Brasil* (B3) permite que sociedades corredoras y sociedades distribuidoras de títulos accedan, aunque el acceso al mercado de renta fija privada está limitado a bancos comerciales, bancos de inversión y la *Caixa Econômica Federal*, que son los únicos elegibles para solicitar autorización para negociar exclusivamente en ese mercado.

Justificación

La modificación busca introducir la figura de los afiliados en los sistemas de negociación administrados por las bolsas de productos agropecuarios, agroindustriales y otros commodities. De esta forma, las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera, de conformidad con su régimen legal y actividades autorizadas, pueden acceder directamente a los sistemas de negociación y registro de valores, promoviendo su participación en los mercados administrados por estas bolsas, haciéndolos más profundos, dinámicos y con mayor liquidez.

2.8 Cuentas del patrimonio para las sociedades comisionistas de bolsa agropecuarias y otros productos

Antecedentes

Respecto a la normativa sobre el capital mínimo de las sociedades comisionistas de bolsa agropecuarias, se destaca que el artículo 3 del Decreto 573 de 2002 define los montos mínimos de capital que deben acreditarse para dicho tipo de entidades.

El artículo 1 del Decreto 1599 de 2002 establece que el capital mínimo de las sociedades comisionistas de bolsa agropecuaria está compuesto por cinco ítems: capital o aportes pagados, reserva legal, prima de colocación de acciones, revalorización del patrimonio y utilidades no distribuidas. El último ítem corresponde al último ejercicio contable, en una proporción equivalente al porcentaje de las utilidades que, en la última distribución, hayan sido capitalizadas o destinadas a incrementar la reserva legal, siempre que la entidad no registre pérdidas acumuladas. En este cálculo, resulta fundamental resaltar que ciertos rubros no pueden considerarse con un valor de cero, particularmente el capital y la reserva legal.

El capital constituye un elemento esencial para la creación y funcionamiento de cualquier sociedad, mientras que la reserva legal representa una obligación destinada a cubrir eventuales pérdidas y asegurar la continuidad de la empresa en el largo plazo, conforme a lo dispuesto en los artículos 110 y 452 del Código de Comercio.

En este mismo sentido, la Superintendencia Financiera de Colombia, mediante la Resolución 01590 de 2006, ha precisado que el propósito del capital mínimo es establecer límites prudenciales que garanticen que las sociedades comisionistas de bolsa agropecuaria cuenten con un nivel patrimonial adecuado, de manera que se preserve la seguridad y estabilidad del mercado. Dicho capital mínimo no solo determina la posibilidad de constituir legalmente una entidad, sino también su permanencia y operación dentro del sistema financiero.

En concordancia con lo anterior, y teniendo en cuenta lo establecido en el artículo 3 del Decreto 573 de 2002, modificado por el Decreto 1599 de 2002, particularmente lo establecido en los numerales 4 y 5 del inciso cuarto, la propuesta regulatoria tiene por objeto actualizar la nomenclatura de las cuentas que integran el patrimonio de las sociedades comisionistas de bolsa agropecuaria, con el fin de garantizar uniformidad en su interpretación y aplicación, y evitar las divergencias conceptuales que actualmente se presentan en el mercado.

Revisión nacional

Colombia implementó las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), comenzando con la aplicación del Marco Técnico Normativo para el Grupo 1¹⁸ y el Grupo 2¹⁹. Como resultado, esta cuenta fue eliminada del marco contable anterior establecido por el Decreto 2649 de 1993. Las NIIF no contemplan la revalorización del patrimonio como una cuenta en el estado de situación financiera, excepto en casos extraordinarios y mediante el modelo de revaluación de activos. Por ello, su inclusión en el Decreto 573 de 2002 no refleja los principios contables vigentes. Por lo tanto, la cuenta de revalorización del patrimonio no está presente en los marcos contables actuales y, en consecuencia, no aparece en los estados financieros de las entidades supervisadas.

Entre otras razones para modificar esta cuenta se incluyen: (i) la cuenta de revalorización del patrimonio no representa un recurso económico real, ni puede ser distribuida, capitalizada, ni utilizada para cubrir pérdidas; (ii) mantenerla en el cálculo del capital mínimo podría distorsionar la percepción de la solidez patrimonial de las SCB agropecuarias; y (iii) la Superintendencia Financiera ha comunicado a SCB que otras cuentas similares, como el ajuste por primera vez de NIIF²⁰, tampoco son válidas para calcular el capital mínimo, lo que refuerza la necesidad de eliminar estos conceptos.

En segundo lugar, se tratará la base legal respecto a la inclusión de las utilidades no distribuidas, que comprenden tanto las utilidades del ejercicio como las acumuladas. En la Resolución 01590 de 2006, la Superintendencia Financiera de Colombia introduce las situaciones en las que las SCB agropecuarias presentan sus estados financieros intermedios respecto a pérdidas, aclarando que estas pueden reflejarse en dos cuentas distintas según el momento en que ocurrieron: resultados del ejercicio y resultados de ejercicios anteriores.

La Superintendencia Financiera de Colombia señala que, para las cuentas utilizadas en el cálculo del capital mínimo de una sociedad comisionista que participa en las bolsas de bienes y productos agropecuarios, así como el procedimiento para determinarlo según el artículo 3 del Decreto 573 de 2022, se deriva de la suma de cinco ítems mencionados anteriormente. Por lo tanto, se confirma que los resultados de las actividades económicas ya sean del ejercicio en análisis o de años anteriores, influyen en la situación financiera de una entidad y, en consecuencia, deben evaluarse desde la perspectiva del interesado, especialmente en el cálculo del capital mínimo.

Por lo tanto, la SFC sostiene que para calcular la actividad financiera de la empresa y su impacto en el capital mínimo es necesario considerar los resultados de ejercicios anteriores

¹⁸ IASB. Marco Técnico Normativo para el Grupo 1. Adoptado en Colombia mediante el Decreto 2784 de 2012. Disponible en:

<https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=75511>

¹⁹ IASB. Marco Técnico Normativo para el Grupo 2. Adoptado en Colombia mediante el Decreto 3022 de 2013. Disponible en: <https://www.alcaldiabogota.gov.co/sisjur/normas/Norma1.jsp?i=70843>

²⁰ Superintendencia Financiera de Colombia (2024). La cuenta de ajuste por primera vez de NIIF surgió para eliminar cuentas como la revalorización del patrimonio.

y del período actual. Esto facilita una interpretación más completa del numeral 5 del artículo 3 del Decreto 573 de 2002, aclarando que los resultados financieros, tanto del período presente como de años pasados, influyen en la situación financiera global. El cálculo del capital mínimo debe considerar cómo los resultados mencionados afectan a la empresa, desde la perspectiva del evaluador del capital, en este caso, quien verifica el cumplimiento de los requisitos legales de las SCB.

Por ello, en la Resolución 01590 de 2006, la SFC indica que la cuenta de utilidades no distribuidas se calcula con los resultados del ejercicio actual y de los anteriores. Tiene sentido que las SCB agropecuarias deban demostrar su solidez patrimonial mensualmente.

La SFC en la Resolución 0357 de 2009 explicó que, para calcular las utilidades no distribuidas, solo si la sociedad no tiene pérdidas acumuladas, se deben incluir en el capital mínimo las utilidades del último ejercicio. Estas se deben ajustar en proporción al porcentaje de utilidades que en la última distribución fueron capitalizadas o destinadas a aumentar la reserva legal. Como en el Plan Único de Cuentas para sociedades comisionistas no existe una cuenta específica para utilidades no distribuidas, la SFC considera que deben incluirse tanto las utilidades del ejercicio como las acumuladas, en la proporción establecida por la norma, ya que ambas reflejan utilidades no distribuidas.

Según lo mencionado, las sociedades pueden considerar sus utilidades no distribuidas como parte del capital mínimo siempre que no tengan pérdidas acumuladas. La SFC subraya que la cuenta de utilidades no distribuidas corresponde a la suma de las utilidades del último ejercicio y las acumuladas, solo en la proporción que se haya capitalizado o destinado a reserva legal en la última distribución de utilidades.

Justificación

En primer lugar, los miembros de las bolsas de bienes y productos agropecuarios y agroindustriales deben demostrar y mantener un capital mínimo o aportes sociales mínimos equivalentes a 1.300 salarios mínimos legales mensuales vigentes, según el artículo 3 del Decreto 573 de 2002. Por lo tanto, el capital mínimo requerido a los miembros de las bolsas de productos agropecuarios, agroindustriales y otros commodities en estos momentos es de 1.850.550.000 pesos moneda corriente.

El Decreto 1599 de 2002 modificó el artículo 3 del Decreto 573 de 2002, que trata sobre la composición del capital mínimo, de la siguiente manera:

"Artículo 1º. Se adiciona el artículo 3º del Decreto 573 de 2002, con un inciso 3º de la siguiente forma:

El monto mínimo de capital o de aportes sociales mínimos señalados en el inciso anterior, estará conformado por la suma de las siguientes cuentas, una vez deducidas las pérdidas acumuladas:

1. Capital o aportes pagados.
2. Reserva legal.
3. Prima de colocación de acciones.
4. Revalorización del patrimonio.
5. Utilidades no distribuidas correspondientes al último ejercicio contable, en una proporción equivalente al porcentaje de las utilidades que, en la última distribución, hayan sido capitalizadas o destinadas a incrementar la reserva legal, siempre que la entidad no registre pérdidas acumuladas.

Parágrafo. Como efecto de la adición de que trata el presente artículo, el inciso 3º del artículo 3º del Decreto 573 de 2002, quedará como inciso 4º.”

El Decreto 1599 de 2002 modificó dicha disposición al precisar la composición del capital mínimo, estableciendo que este se integra por el capital o aportes pagados, la reserva legal, la prima en colocación de acciones, la revalorización del patrimonio y las utilidades no distribuidas, una vez descontadas las pérdidas acumuladas. Con esta modificación se eliminaron los activos no corrientes del cálculo del capital mínimo, restringiéndolo a componentes patrimoniales corrientes.

No obstante, la redacción vigente ha dado lugar a interpretaciones divergentes respecto de los elementos que integran el capital mínimo, por lo que resulta necesario precisar su alcance a la luz de las reglas de interpretación normativa y de los criterios contables aplicables.

Por su parte, la Superintendencia Financiera de Colombia, mediante la Resolución 0357 de 2009, reiteró que la exigencia de mantener el capital mínimo aplica de forma permanente, y no solo al cierre del ejercicio contable. En la misma línea, la Circular Externa 8 de 2003 ordena a las sociedades comisionistas de bolsas agropecuarias presentar informes financieros mensuales, lo que refuerza la obligación de mantener en todo momento el nivel patrimonial exigido.

En este contexto, la propuesta de aclaración de las cuentas a las que hace mención el Decreto 573 de 2002, mediante una mención expresa en el Decreto 2555 de 2010, busca unificar y actualizar los criterios sobre la composición del capital mínimo, eliminar la referencia a la revalorización del patrimonio y precisar el tratamiento de las utilidades no distribuidas, con el fin de aportar claridad normativa y seguridad jurídica, evitando interpretaciones ambiguas, promover la homogeneidad en la aplicación del criterio contable entre las entidades supervisadas y reducir la carga administrativa y facilitar la supervisión del cumplimiento de los requisitos patrimoniales.

2.9 Operación especial para la venta de valores de renta variable

Antecedentes

El mercado colombiano ha enfrentado ciertas limitaciones para llevar a cabo procesos de venta o enajenación de acciones, bonos convertibles y, en general, valores de renta variable. Esto resulta especialmente relevante en ventas significativas de valores que requieren procesos ágiles, competitivos y abiertos. Por ejemplo, el martillo fue el instrumento utilizado principalmente en la década de 2000, como se muestra a continuación.

Tabla 8. Principales martillos en el mercado colombiano

Solicitante	Descripción	Año
Fonade	Solicita autorización proceso de enajenación de las participaciones del Ministerio de Agricultura en los fondos ganaderos de Occidente, Magdalena y Santander	2006
BVC	Venta de 5.780 acciones de valores Cineco, 629.670 de N. Hurtado & Cía. S.A. y 300.897 de inversiones Holguín Hurtado a un precio de \$73.30, 2.280 y 1.288, respectivamente	2006
BVC	Venta de 297.622.013 acciones de Diaco S.A. que representan el 22,13% de propiedad del fideicomiso Valores Diaco S.A.	2006
BVC	Enajenación mediante martillo por conducto de la BVC de acciones de Confinanciera CFC que representan el 99.9374% de las acciones en circulación por parte de Lamar, consorcio nacional Contar y 33 accionistas más	2006
BVC	Venta de 43.919 acciones de Promigas S.A. que representan el 33.03% de sus acciones en circulación por parte de la sociedad EMHC Ltda., a un precio base de US\$7.96910, liquidadas a la TRM vigente de adjudicación	2006
BVC	Remiten cuademillo de venta de 13.211.427 acciones de Promigas S.A. E.S.P.	2006
BVC	3 martillos: (i) la nación Ministerio de Agricultura vende 1.123.291 (5,53 %) acciones del Fdo. Ganadero del centro a \$1.064, (ii) 69.985.167 (19.16%) del Fdo. Ganadero del Tolima a \$291,07 y (iii) 8.968.403 del Fdo. ganadero de Córdoba a \$291,07	2007
BVC	Venta de 8.206.215.228 acciones de Acerías Paz del Río. Vendedores: patrimonio autónomo fondo de capitalización de Acerías Paz del Río-Fiduciaria La Previsora 1. Instituto de Fomento Industrial (IFI) en liquidación. Fideicomiso fondo complementario Acerías	2007
BVC	51 accionistas de Almacenes Éxito ofrecen en venta mediante martillo en la BVC. 51.250.868 acciones ordinarias a un precio unitario de \$13.052 e incremento del 2% entre vueltas	2007
BVC	Venta de 6.122.531 acciones ordinarias de Almacenes Éxito por parte de Andean Holding Enterprises Inc., a un precio base de \$13.052 e incremento de ser necesario en vueltas adicionales del 2%	2007
BVC	Aviso de martillo y cuademillo de venta de 20.939.431 acciones ordinarias de la sociedad Fogansa S.A., de propiedad del Instituto para el Desarrollo de Antioquia y del Departamento de Antioquia. La BVC informa el resultado del martillo de Fogansa S.A., celebrado el 29 de julio de 2014, adjudicado a la sociedad comisionista de bolsa Corredores Asociados S.A. la cantidad de 227.000 (1,08% de las acciones ofrecidas en venta) acciones ordinarias de Fogansa S.A. de 20.939.431 acciones objeto del martillo, a un precio por acción de \$ 2.277,84 pesos colombianos.	2014

Fuente: SFC.

Aunque las bolsas de valores cuentan con herramientas para la negociación y registro, hoy no existe una regulación específica que oriente cómo deben realizarse estas operaciones especiales de venta, ni qué principios deben guiar su ejecución. Esto ha generado

dispersión en los mecanismos y, en algunos casos, incertidumbre sobre las reglas de juego aplicables.

Revisión internacional

El análisis comparativo de regulaciones internacionales, incluyendo Europa, España, Reino Unido y Estados Unidos, así como referentes en América Latina y el Caribe (ALC) como Brasil, Chile y Perú, indica que Colombia busca establecer un marco flexible que equilibre transparencia, eficiencia en las operaciones y protección al inversionista. Además, busca incorporar las mejores prácticas internacionales en operaciones de *block trades* y ventas en bloque de renta variable.

Tabla 9. Comparación de operaciones de venta en bloque en jurisdicciones de referencia fuera de ALC

Jurisdicción	Requisitos de Autorización	Requisitos de Transparencia	Modalidad / Mecanismo Operativo	Protección al Inversionista
Unión Europea	Autorización como trading venue (RM, MTF, OTF) o SI bajo MiFID II	Pre-trade: exención LIS; Post-trade: diferimiento hasta 4 semanas para LIS (Art. 11 MiFIR)	Trading venues (RM/MTF/OTF) o Systematic Internalizers (SI); Umbrales LIS/SSTI	Best execution bajo MiFID II; Protección categorizada (retail/professional/eligible counterparties)
España	Supervisión CNMV; Cumplimiento criterios block trades (>2x volumen diario promedio)	Pre-trade: información limitada para block trades; Post-trade: publicación diferida según tamaño	Block trades mediante intermediario; Calce fuera de horario o dentro con restricciones	Recomendaciones CNMV block trades; Prevención manipulación mercado; Best execution

Reino Unido	Autorización FCA como trading venue; Régimen post-Brexit alineado a MiFIR	Pre-trade: exención LIS; Post-trade: diferimiento según tamaño y liquidez (alineado MiFIR)	Block listings para emisiones rutinarias; Trading venues post-Brexit; Modernización POATRs 2026	Best execution rules FCA; Protección diferenciada según cliente; Suitability requirements
Estados Unidos	No requiere autorización específica; Cumpliment o Rule 144A (QIBs) o Section 4(a)(2)	Exención pre-trade bajo Rule 144A; Reporting obligatorio Form 144 (>5.000 acciones o >\$50.000)	Private placement (Rule 144A a QIBs); Block trades mediante bought/back-stopped deals o agency	QIB requirement (\$100M mínimo); Sophistication presumption; No retail participation Rule 144A

Unión Europea

El marco europeo implementa un régimen integral de transparencia tanto en la pre-negociación como en la post-negociación para instrumentos financieros, vigente desde enero de 2018. En el caso de *block trades*, MiFIR (Regulación UE 600/2014) introduce el concepto de *Large-in-Scale* (LIS), que exime de los requisitos de transparencia pre-negociación si la operación supera ciertos umbrales establecidos por ESMA. Estos umbrales LIS y *Size-Specific-to-Instrument* (SSTI) se determinan en función del volumen promedio diario y varían en función de la liquidez del instrumento.

En transparencia post-negociación, las operaciones LIS pueden diferir la publicación desde T+2 hasta 4 semanas, dependiendo de la liquidez y del tamaño. Las operaciones deben ejecutarse en mercados de negociación autorizados (Mercados regulados, MTF, OTF) o mediante *Systematic Internalizers* (SI). Los requisitos de mejor ejecución se aplican con mayor rigurosidad a clientes minoristas que a contrapartes profesionales o elegibles. El régimen distingue claramente entre la transparencia previa a la operación (cotizaciones firmes disponibles antes de la ejecución) y la transparencia posterior a la operación (detalles de la operación ejecutada).

España

La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) ha definido criterios específicos para la colocación o adquisición de grandes bloques de acciones. Los *block trades* deben cumplir tres requisitos: no realizarse como OPA o emisión con folleto, superar el doble del volumen diario promedio de negociación del último trimestre en el mercado más líquido, y ejecutarse

sin ofrecer información adicional a los inversionistas más allá de la que ya está disponible en el mercado.

La CNMV exige que los intermediarios mantengan la integridad del mercado, considerando el impacto temporal en los precios, incluso si las operaciones se realizan fuera del horario de negociación. El marco español está alineado con MiFID II/MiFIR en materia de transparencia, aplicando exenciones LIS y diferimientos post-trade según el tamaño y la liquidez. Las recomendaciones de 2013 sobre operaciones discrecionales con acciones propias fueron revocadas en 2021, estableciendo que dichas operaciones deben ajustarse exclusivamente a los *safe harbors* de programas de recompra o contratos de liquidez mediante la Circular 1/2017.

Reino Unido

El Reino Unido mantiene un marco regulatorio en gran medida alineado con MiFID II/MiFIR, pero con cierta independencia regulatoria tras el Brexit. En julio de 2025, la *Financial Conduct Authority* (FCA) publicó las reglas definitivas para el nuevo régimen de ofertas públicas y admisiones, bajo los *Public Offers and Admissions to Trading Regulations* (POATRs), que entrarán en vigor en 2026. El umbral para emisiones secundarias que requieren prospecto subió significativamente, de 20% a 75% del capital emitido en 12 meses, con el fin de mejorar su competitividad frente a la UE.

Para *block trades*, la FCA mantiene listados de bloques que permiten admitir valores no asignados emitidos a lo largo del tiempo, lo que reduce cargas administrativas en emisiones rutinarias, como planes de acciones para empleados. Las reglas de ejecución óptima se aplican según la estructura del *block trade*, siendo menos relevantes en operaciones *bought/back-stopped* que en operaciones de agencia. El régimen de la FCA destaca una protección diferenciada según la clasificación del cliente (retail, profesional, contraparte calificada).

Estados Unidos

El sistema estadounidense se distingue por su flexibilidad para inversionistas institucionales calificados (QIBs). La Regla 144A, creada en 1990 y modificada en 2012-2013 mediante el *JOBS Act*, facilita la reventa de valores colocados de forma privada a QIBs sin necesidad de registro en la SEC. Para ser QIB, es necesario administrar al menos \$100 millones en valores de emisores no afiliados.

La regla acorta considerablemente los períodos de tenencia: 6 meses como mínimo para empresas reportantes y 1 año para no reportantes, frente a los 2 años tradicionales. Los *block trades* suelen realizarse mediante *bought/back-stopped deals* o estructuras de agencia, con requisitos de reporte bajo la Forma 144 cuando superan las 5.000 acciones o \$50.000 en un plazo de 3 meses.

Tabla 10. Comparación de operaciones de venta en bloque en jurisdicciones de referencia en ALC

Jurisdicción	Requisitos de Autorización	Requisitos de Transparencia	Modalidad / Mecanismo Operativo	Protección al Inversionista
Brasil	Instrucción CVM 135/2022; Registro B3; Lotes mínimos definidos por CVM	Pre-trade: privacidad (no disclosure en Market Data); Post-trade: reporting según CVM 135	3 soluciones: Midpoint Order Book, Book of Block Trade (BBT), Request for Quote (RFQ)	Operaciones garantizadas por Clearinghouse B3; Acceso solo participantes mercado listado
Chile	Autorización CMF; Cumplimiento Ley 18.045 y NCG respectivas	Transparencia según NCG CMF; Publicación operaciones en boletín diario	Operaciones bursátiles en BCS; Mecanismos de subasta según reglamento interno	Protección según Ley 20.712 (fondos); Reglas best execution CMF
Perú	Autorización SMV; Cumplimiento Ley de Mercado de Valores y Reglamento	Transparencia según normativa SMV; Publicación operaciones bursátiles	Operaciones en BVL; Mecanismos centralizados de negociación	Protección según Ley Mercado Valores; Supervisión SMV; Sanciones por incumplimiento
Colombia	Aprobación de reglamento de operaciones por SFC; Registro en bolsa de valores	Avisos públicos pre-operación; Publicación resultados (T+1); Información mínima definida en propuesta	Múltiples metodologías: calce automático, subastas electrónicas, prorrata, libros ofertas, precio fijo, ventas por lotes	Principios: transparencia, liquidez, trato equitativo; Advertencia sobre riesgos en avisos; Cuadernillo de ventas disponible

Fuente: Elaboración propia

Brasil

Brasil estableció un régimen moderno de *block trading* a través de la Instrucción de *Comissão de Valores Mobiliários* (CVM) 135 de junio de 2022. La Bolsa de Brasil (B3) presenta tres soluciones distintas: *Midpoint Order Book* (Midpoint), *Book of Block Trade*

(BBT) y *Request for Quote* (RFQ), cada una con sus propias características para optimizar la calidad de ejecución en transacciones de gran volumen.

Las operaciones de *block trading* se llevan a cabo de forma independiente del libro principal de órdenes, asegurando la privacidad (órdenes no visibles en *Market Data*) y operaciones respaldadas por la *Clearinghouse* de B3. Los instrumentos y lotes mínimos permitidos son establecidos por la CVM y revisados periódicamente, considerando indicadores de liquidez para acciones y valores representativos. Las cantidades deben indicarse en múltiplos del tamaño de lote mínimo establecido por la CVM para cada activo.

Chile

La Comisión para el Mercado Financiero (CMF) de Chile supervisa el mercado de valores en virtud de la Ley 18.045 (Ley de Mercado de Valores) y la Ley 18.046 (Ley de Sociedades Anónimas). En Chile, el sistema distingue entre ofertas públicas que necesitan un folleto y registro ante la CMF y transacciones privadas con mayor flexibilidad. Para ofertas públicas de valores extranjeros, la Norma de Carácter General (NCG) 352 de 2013 establece los requisitos para registrarlas en el registro de valores extranjeros gestionado por la CMF.

El marco regulatorio en Chile no hace distinción entre inversionistas nacionales y extranjeros, sustentándose en principios de igualdad ante la ley y no discriminación. La Ley 20.712 de 2014, conocida como Ley Unificada de Fondos, reguló los fondos de inversión y modernizó la normativa aplicable a fondos domésticos y extranjeros. La Comisión para el Mercado Financiero (CMF) emite las NCG y las circulares que complementan las leyes, estableciendo requisitos operativos y de transparencia. Las operaciones bursátiles se publican en boletines diarios y están sujetas a la supervisión de la CMF para garantizar el cumplimiento del mejor precio en ejecución y la protección del inversionista.

Perú

La Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) se encarga de supervisar la difusión de información a los inversionistas, administra el Registro Público del Mercado de Valores peruano, regula fondos mutuos y fondos de inversión de colocación pública, y vigila el cumplimiento de las regulaciones contables y la precisión de los estados financieros.

El régimen peruano no limita las inversiones extranjeras, ya que la Constitución peruana garantiza a inversionistas nacionales y extranjeros iguales derechos respecto de sus inversiones. No se requiere autorización gubernamental para adquirir participaciones de control en empresas públicas peruanas. Además, la SMV puede conceder exenciones a algunas regulaciones de operaciones especiales que, en circunstancias normales, serían aplicables.

Justificación

La propuesta habilitará una operación especial que facilite la venta de valores de renta variable inscritos en el RNVE y en la Bolsa mediante ofertas públicas. Estas ofertas deben promover la competencia entre inversionistas y permitir maximizar el precio, aplicar estrategias de venta, especialmente en operaciones grandes o estratégicas, y facilitar ventas en bloque por parte de los inversionistas, entre otros aspectos. Todo esto con el fin de adaptarse mejor a las necesidades del vendedor y del comprador.

La operación especial se llevará a cabo mediante mecanismos sencillos, accesibles y rápidos para todos los inversionistas, siendo especialmente atractivos para inversores extranjeros e institucionales. Este mecanismo debe fomentar la transparencia, la liquidez y la participación de todos los destinatarios de la oferta en igualdad de condiciones, garantizando las medidas de seguridad propias del mercado de valores. La operación especial de venta podrá realizarse mediante mecanismos como libro de oferta, venta a precio fijo con adjudicación prorrateada, subastas electrónicas, demanda en firme, entre otros.

La diferencia entre las operaciones especiales para la venta de valores de renta variable y los martillos consiste en que esta nueva operación es flexible en cuanto a su metodología de calce y mecanismo de negociación, contrario a los martillos que no pueden ser adaptables a requerimientos especiales de los participantes del mercado. Entre las diversas metodologías se encuentran el calce automático, subastas electrónicas, asignaciones a prorrateo, libros de ofertas o ventas a precio fijo, incluidas aquellas por lotes y en general, la metodología que se disponga en el reglamento de las bolsas de valores.

En conjunto, esta propuesta busca fortalecer el papel de las bolsas de valores como infraestructuras esenciales para el desarrollo del mercado, al ofrecer mecanismos más robustos, eficientes y transparentes para la venta de valores. Con ello se espera promover una mayor liquidez, atraer más participantes y contribuir al crecimiento y modernización del mercado de capitales colombiano.

2.10 Garantías, constitución de contraparte, compensación y liquidación de operaciones originadas en el extranjero y acuerdos de interoperabilidad entre cámaras de riesgo central de contraparte

Antecedentes

El marco normativo colombiano aplicable a las Cámaras de Riesgo Central de Contraparte ha sido fundamental para el desarrollo y consolidación de la infraestructura del mercado de valores, en especial para garantizar la mitigación de riesgos en los procesos de compensación y liquidación de operaciones sobre valores, divisas e instrumentos financieros derivados. Sin embargo, la dinámica de los mercados internacionales y los avances en las prácticas de interoperabilidad entre infraestructuras han generado la necesidad de

actualizar las disposiciones contenidas en el Libro 13 de la Parte 2 del Decreto 2555 de 2010, con el fin de adecuarlas a las nuevas condiciones del entorno financiero global.

Desde la expedición de dicho decreto, las cámaras han desempeñado un papel esencial en la estabilidad del mercado de valores colombiano, actuando como intermediarias que asumen las posiciones de compra y venta de las contrapartes cuyas operaciones hayan sido aceptadas y garantizan su compensación y liquidación, eliminando el riesgo de contraparte. No obstante, la evolución de los mercados y la creciente internacionalización de las transacciones financieras demandan un marco regulatorio más flexible y coherente con los estándares internacionales.

En los últimos años, se han identificado diversas necesidades regulatorias derivadas del desarrollo de operaciones transfronterizas y de la necesidad de fortalecer los mecanismos de gestión de riesgos en escenarios de volatilidad. En particular, la ausencia de un marco normativo explícito sobre la interoperabilidad entre cámaras de riesgo central de contraparte y la limitada posibilidad que las cámaras colombianas participen en operaciones con sistemas extranjeros han restringido el desarrollo de una infraestructura más competitiva. Asimismo, la experiencia internacional demuestra que los acuerdos de interoperabilidad contribuyen a reducir costos de compensación, ampliar el acceso a liquidez y aumentar la eficiencia operativa de los mercados.

Por otra parte, la práctica ha evidenciado la conveniencia de revisar las disposiciones relacionadas con la definición de contrapartes y miembros, el régimen de garantías y los requisitos mínimos de recursos financieros, con el propósito de asegurar que las cámaras mantengan la capacidad de responder ante incumplimientos de participantes y ante eventos de estrés financiero.

En este contexto, las modificaciones propuestas buscan actualizar y fortalecer el régimen aplicable a las Cámaras de Riesgo Central de Contraparte, dotándolas de un marco jurídico moderno y armonizado que permita su integración con infraestructuras de otros países, mejore la gestión de riesgos financieros y operativos, y contribuya a la estabilidad y competitividad del mercado de capitales colombiano.

Revisión internacional

La propuesta representa un avance importante en la alineación hacia los estándares internacionales del CPMI-IOSCO en los Principios para Infraestructuras de Mercados Financieros (PFMI). Las modificaciones sugeridas establecen un marco regulatorio integral para los acuerdos de interoperabilidad, que se ajusta en gran medida a las mejores prácticas en Europa con EMIR, en Estados Unidos con el marco Dodd-Frank y en países de América Latina como Brasil y Chile, que han recibido decisiones de equivalencia de la Unión Europea.

A nivel internacional, los Principios para Infraestructuras de Mercados Financieros, especialmente el Principio 20 acerca de Enlaces de *Financial Market Infrastructures* (FMI), establecen que "una FMI que establezca enlaces con una o varias FMIs debe identificar,

supervisar y gestionar los riesgos asociados a dichos enlaces". La Guía sobre Resiliencia de Contrapartes Centrales (CCPs) de 2017 resalta que los acuerdos de interoperabilidad deben contar con "arreglos operativos y contractuales adecuados para gestionar los riesgos adicionales".

Tabla 11. Comparación del nivel de desarrollo regulatorio en cámaras de contrapartida central en jurisdicciones de referencia fuera de ALC

Jurisdicción	Acceso de Contrapartes	Acuerdos de Interoperabilidad	Gestión de Garantías	Gestión de Incumplimientos	Gobernanza	Continuidad del Negocio
Europa	Clearing members + terceros autorizados	Regulado bajo EMIR (limitado)	Segregación de garantías + fondo de impago	Procedimientos de gestión de impagos	Comité de gobernanza + consejo de riesgos	Continuidad del negocio + planes de recuperación
Estados Unidos	Participantes en la DCO + entidades extranjeras	Acuerdos de márgenes cruzados	Segregación cliente / cámara	Subastas de gestión de impago	Requisitos de independencia de la junta	Estándares de confiabilidad operativa

Unión Europea

La *European Market Infrastructure Regulation* (EMIR) (UE 648/2012), en su artículo 2, define los acuerdos de interoperabilidad como un acuerdo entre dos o más CCPs que implica la ejecución de transacciones de forma compartida entre sistemas. Las modificaciones del Reglamento DORA (UE 2022/2554) refuerzan los requisitos de resiliencia operativa digital, exigiendo que las CCPs mantengan sistemas de TIC gestionados conforme a estándares específicos de continuidad y recuperación.

Con relación al ámbito de operación, EMIR permite la compensación de valores transferibles e instrumentos del mercado monetario mediante acuerdos de interoperabilidad, aunque con una extensión limitada a *Exchange Traded Derivatives* (ETDs). EMIR autoriza la participación de CCPs de terceros países reconocidos como contrapartes y establece un marco específico, aunque limitado, para interoperabilidad.

Estados Unidos

Según el marco de *Dodd-Frank*, la Comisión de Comercio de Futuros de *Commodities* (CFTC) requiere que las Organizaciones de Compensación de Derivados (DCOs) establezcan acuerdos de márgenes cruzados y procedimientos para subastas de gestión de impagos. Los estándares se enfocan en la segregación entre el cliente y la cámara de compensación, además de exigir que el Consejo sea independiente.

En cuanto al ámbito de operación, los DCOs pueden liquidar derivados estandarizados, incluidos aquellos bajo arreglos de margen cruzado. Las entidades extranjeras pueden participar como miembros de compensación bajo acuerdos regulatorios de equivalencia. Respecto a los marcos para acuerdos de interoperabilidad, los acuerdos de margen cruzado están permitidos bajo la supervisión de la CFTC.

Tabla 12. Comparación del nivel de desarrollo regulatorio en cámaras de contrapartida central en jurisdicciones de referencia en ALC

Jurisdicción	Acceso de Contrapartes	Acuerdos de Interoperabilidad	Gestión de Garantías	Gestión de Incumplimientos	Gobernanza	Continuidad del Negocio
Brasil	Miembros compensadores B3	No específicamente regulado	Tenencia central de garantías (CBLC)	Procedimientos en cascada predeterminados	Gobierno corporativo	Marco de gestión de riesgos
Chile	Participantes de COMDER	Marco de referencia establecido	Sistema de márgenes	Procedimientos de gestión de impagos	Consejo + gestión de riesgos	Planes de contingencia
Perú	Entidades autorizadas SBS	Reglamento de interoperabilidad	Fondos de garantía	Procedimientos de resolución	Comité de riesgos	Continuidad del negocio

Brasil

Bajo la Ley 10214/2001 y las resoluciones del BCB, Brasil cuenta con un modelo de CCP centralizado en el que B3 actúa como contraparte central en todas las transacciones. En cuanto a su ámbito de operación, B3 gestiona transacciones tanto locales como internacionales en cierta medida.

Chile

La Ley 20345/2009 estableció COMDER Contraparte Central S.A. como CCP para derivados OTC e implementó estándares internacionales para la gestión de riesgos. En cuanto a las contrapartes, este marco permite la participación de entidades extranjeras bajo supervisión equivalente.

Justificación

Las modificaciones propuestas al Libro 13 de la Parte 2 del Decreto 2555 de 2010 obedecen a la necesidad de modernizar y fortalecer el marco regulatorio aplicable a las Cámaras de Riesgo Central de Contraparte, de modo que estas infraestructuras continúen desempeñando un papel esencial en la estabilidad, eficiencia y competitividad del mercado de valores colombiano.

El contexto actual del sistema financiero, caracterizado por una mayor integración internacional y el uso intensivo de tecnologías de negociación y liquidación, exige que las cámaras cuenten con un marco normativo que les permita operar de manera flexible, segura y en armonía con las mejores prácticas internacionales. En este sentido, se justifica la ampliación del ámbito de actuación de las cámaras de riesgo central de contraparte, al permitirles aceptar operaciones no solo provenientes de los sistemas de negociación nacionales, sino también en aquellos del exterior y en el mercado mostrador con agentes del exterior. Esta medida responde a la creciente presencia de operaciones transfronterizas y contribuye a facilitar la compensación y liquidación de transacciones originadas en mercados internacionales.

Sobre este aspecto, es del caso destacar que hoy en día estas entidades cuentan con la capacidad de compensar y liquidar títulos diferentes a valores y se constituye en un estándar internacional que inversionistas y agentes de diferentes jurisdicciones tengan la capacidad de compensar y liquidar sus operaciones en jurisdicciones distintas a aquellas en las cuales se realizó la negociación.

Así mismo, la modificación de las disposiciones sobre garantías y salvaguardas financieras busca asegurar que las cámaras mantengan recursos suficientes y mecanismos adecuados para afrontar eventos de incumplimiento, incluso bajo condiciones de mercado extremas pero plausibles.

Por otra parte, la actualización de las reglas sobre contrapartes y miembros permite una clasificación más clara y acorde con la práctica internacional, diferenciando entre miembros liquidadores, no liquidadores y contrapartes extranjeras vinculadas mediante acuerdos de interoperabilidad.

Finalmente, la inclusión de un marco regulatorio sobre interoperabilidad entre cámaras representa un avance estructural en la infraestructura del mercado financiero colombiano. La interoperabilidad es una práctica ampliamente adoptada en las principales jurisdicciones internacionales, que permite la conexión entre sistemas de compensación y liquidación de

diferentes países, facilitando el acceso a mercados más amplios, promoviendo la competencia y mejorando la gestión de riesgos mediante la diversificación operativa.

2.11 Cuentas de margen

Antecedentes

Las cuentas de margen, que funcionan como instrumentos de especulación y activan el mercado de valores, no cuentan con una regulación adecuada que permita que metodología de admisibilidad de los valores para estas operaciones sean dinámica y contribuya a la liquidez de estos. Además, el margen (garantía) establecido para cada valor no es adaptable respecto de la liquidez y situación de riesgo de los valores. Esto se debe a la época en que se diseñó la normativa y a la falta de flexibilidad, lo que limita la capacidad de especulación en estas cuentas.

De esta manera, la propuesta pretende que el mecanismo de elegibilidad de los valores y de cuantificación del margen inicial sea dinámico, permitiendo a la CRCC y a los sistemas de compensación y liquidación decidir qué especies son elegibles, en línea con su modelo de riesgos.

Revisión internacional

Estados Unidos cuenta con el marco regulatorio de cuentas de margen más avanzado y amplio del mundo, mientras que la Unión Europea carece de un marco normativo específico para las cuentas de margen en operaciones de valores al contado. La estructura regulatoria del Reino Unido se distingue por un enfoque basado en principios en lugar de reglas estrictas y confía en el juicio profesional de las firmas autorizadas bajo la supervisión orientada al riesgo del FCA.

Tabla 13. Comparación de la regulación sobre cuentas de margen en jurisdicciones de referencia fuera de ALC

Jurisdicción	Definición	Valores elegibles	Margen exigido	Recursos por margen
Europa	No existe definición específica en MiFID II. Regulación de márgenes aplicable a derivados OTC no compensados	EMIR establece criterios de elegibilidad de colateral para márgenes de derivados. MiFID II no especifica elegibilidad para cuentas de margen	EMIR: Margen inicial calculado mediante modelo de riesgo (ISDA SIMM u otros). Sin requisitos específicos de porcentaje fijo	EMIR: Margen inicial debe segregarse. Margen de variación puede ser en efectivo o colateral elegible. Prohibición de



	centralmente bajo EMIR.	de valores al contado.	para cuentas de margen de valores.	rehipoteca de margen inicial.
España	Aplica normativa MiFID II de la UE. No hay definición específica de cuenta de margen para valores al contado.	EMIR: Colateral elegible para márgenes según EMIR con adaptaciones por CNMV y Banco de España.	EMIR: Margen inicial mediante modelos de riesgo aprobados. Margen de variación diario.	EMIR: Segregación de margen inicial. Prohibición de rehipoteca.
Reino Unido	No existe definición específica. FCA regula préstamo con margen bajo reglas COBS y requisitos de margen bajo UK EMIR para derivados.	FCA no establece lista específica de valores elegibles para préstamo con margen. Requisitos prudenciales basados en tipo de valor y riesgo.	UK EMIR: Similar a EMIR. Margen inicial y variación para derivados. No hay requisitos específicos para préstamos con margen de acciones.	UK EMIR: Similar a EMIR. FCA CASS 6 y 7 establecen requisitos de segregación de activos de clientes.
Estados Unidos	Definida como cuenta que permite compra de valores usando crédito del broker. Sujeta a Regulación T de la FED y FINRA Rule 4210.	Valores en SEC, en la bolsa nacional o en NASDAQ se consideran marginables. FINRA puede designar valores específicos como no marginables.	Regulación T: Inicial 50% del precio de compra. FINRA Rule 4210: Mantenimiento 25% (largo), 30% (corto). Brokers pueden exigir márgenes superiores.	Recursos deben mantenerse en cuenta de margen. Regla SEC 15c3-3 requiere segregación.

Fuente: elaboración propia.

Europa

La Directiva 2014/65/UE (MiFID II) impone requisitos de autorización, conducta y transparencia para las empresas de servicios de inversión, aunque no regula

específicamente el margen en préstamos tradicionales²¹. MiFID II no fija requisitos específicos de margen para préstamos respaldados por valores, lo que genera diferencias entre Estados miembros en la protección de los inversionistas y en los requisitos prudenciales.

Por otro lado, el Reglamento (UE) 648/2012 (EMIR), modificado por el Reglamento (UE) 2019/834 (EMIR Refit), se centra en los márgenes de derivados OTC no compensados centralmente y establece requisitos para el intercambio de márgenes inicial y de variación. De acuerdo con EMIR, el margen inicial debe determinarse mediante modelos de riesgo aprobados que reflejen el 99% de los movimientos adversos del mercado en un período adecuado. Los activos que puedan usarse como colateral deben tener alta liquidez, bajo riesgo de crédito y de mercado, y valoración diaria transparente.

España

España aplica las directivas y reglamentos europeos a través de su ordenamiento interno que trasponen plenamente MiFID II y EMIR. La CNMV vigila el cumplimiento de los requisitos de conductas de negocio y transparencia²². Por su parte, el Banco de España tiene la responsabilidad de supervisar de manera prudencial a las entidades de crédito que prestan servicios de inversión²³.

La regulación española no establece un marco específico para las cuentas de margen en renta variable al contado. Los márgenes en derivados se rigen por EMIR, mediante modelos internos que deben ser validados por el supervisor. La Ley 6/2023 del Mercado de Valores hizo cambios en gobernanza y protección del inversor, pero no estableció reglas específicas para el préstamo con margen.

Reino Unido

El país mantiene un régimen regulatorio autónomo basado en la versión *onshore* de MiFID II y EMIR²⁴. El Manual del FCA establece requisitos específicos en sus módulos sobre Manual de Conducta en los Negocios (COBS), Manual de Activos de Clientes (CASS) y Estructuras y Sistemas de Gestión de Alta Dirección (SYSC)²⁵.

El FCA no proporciona una definición concreta de la cuenta de margen ni una lista exhaustiva de valores permitidos para préstamos con margen. Los requisitos prudenciales dependen de una evaluación de riesgo por tipo de instrumento, lo que permite que las firmas autorizadas establezcan sus propias políticas internas, siempre que cumplan

²¹ <https://www.esma.europa.eu/publications-and-data/interactive-single-rulebook/mifid-ii>

²² https://www.cnmv.es/docportal/Legislacion/FAQ/FAQ_MiFIDII.pdf

²³ <https://www.boe.es/doue/2014/173/L00349-00496.pdf>

²⁴ <https://www.fca.org.uk/publications/consultation-papers/cp25-5-margin-requirements-non-centrally-cleared-derivatives>

²⁵ <https://www.fca.org.uk/publication/handbook/handbook-release-150.pdf>

principios como la mejor ejecución, los intereses del cliente y una gestión adecuada del riesgo.

Estados Unidos

La Regulación T de la Junta de la Reserva Federal (12 CFR 220) establece que los corredores de bolsa pueden conceder crédito hasta el 50% del precio de compra de valores que califican como marginables y requiere que el inversor aporte el 50% restante como margen inicial²⁶. Además, la regla 4210 de FINRA establece requisitos de margen de mantenimiento del 25% del valor de mercado actual para posiciones largas en acciones marginables y del 30% para posiciones cortas. Los corredores también pueden imponer requisitos internos más estrictos²⁷.

La evaluación de elegibilidad es controlada y normativa: los valores en SEC, en la bolsa nacional o en NASDAQ se consideran marginables, mientras que FINRA puede designar valores específicos como no marginables. El sistema de EE.UU. impone requisitos de segregación de activos de los clientes según la regla SEC 15c3-3 y otorga amplias facultades a los corredores de bolsa para liquidar posiciones sin aviso previo en caso de déficit de margen²⁸.

Los países elegidos en ALC no disponen de una regulación específica para cuentas de margen en operaciones de renta variable al contado. El sistema brasileño muestra una estructura de delegación en la infraestructura de mercado para la determinación técnica de márgenes, aunque solo en fondos de inversión y derivados. En Chile, la determinación técnica de las garantías se delega en la bolsa, pero solo para operaciones a plazo específico. La regulación peruana incluye disposiciones sobre ventas descubiertas, reportes y préstamos bursátiles, aunque no cuenta con un marco conceptual unificado de cuentas de margen que facilite operaciones de apalancamiento estructuradas.

Tabla 14. Comparación de la regulación sobre cuentas de margen en jurisdicciones de referencia en ALC

Jurisdi- cción	Definición	Valores elegibles	Margen exigido	Recursos dinerarios por margen
-------------------	------------	----------------------	----------------	---

²⁶ <https://www.ecfr.gov/current/title-12/chapter-II/subchapter-A/part-220/section-220.12>

²⁷ <https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/finra-rules/4210>

²⁸ <https://www.finra.org/rules-guidance/guidance/interps-4210>

Brasil	No existe marco específico en acciones al contado. CVM regula uso de derivados y apalancamiento en fondos.	No aplicable para cuentas de margen. Fondos: valores elegibles según política de inversión y límites de Resolución 175.	Fondos: Res. 175 establece máximos de utilización de margen bruto para derivados. Métrica RCF según parámetros de Cámara B3.	Recursos de margen en cámara B3. Fondos deben mantener liquidez adecuada. Administrador responsable de controles de liquidez.
Chile	No existe regulación específica para operaciones al contado. Marco de garantías para operaciones a plazo regulado por bolsa.		Manual de Garantías de BEC establece garantías mediante metodología VaR o porcentaje fijo.	Garantías pueden constituirse en dinero efectivo, boleta bancaria, póliza de seguros, prenda sobre acciones o valores de oferta pública.
Perú	No existe marco normativo específico. Regulación de garantías para ventas descubiertas y operaciones de reporte.		Garantía mínima 50% del importe de operación para ventas descubiertas. Valorización según criterios de BVL para margen en reportes/préstamos.	Garantías deben constituirse con activos entregables como margen en reportes/préstamos. Intermediario mantiene registro y documentación sustentatoria.

Fuente: elaboración propia.

Brasil

Esta jurisdicción no cuenta con una regulación específica para las cuentas de margen en operaciones de renta variable al contado. La CVM supervisa el mercado a través de la Resolución CVM 175/2022, que regula los fondos de inversión y establece límites de apalancamiento mediante el concepto de utilización de margen bruta²⁹.

²⁹<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/100/resol175consolid.pdf>

El Oficio Circular CVM/SIN 10/2023 incorporó la métrica de Riesgo de Capital del Fondo (RCF), que se calcula con base en los principios y parámetros de la Cámara de Compensación B3 para definir el margen necesario. Esta métrica facilita la supervisión del nivel real de apalancamiento de los fondos y reemplaza la idea tradicional de margen por una medida más precisa de la exposición al riesgo de mercado³⁰.

Chile

La Ley 18.045 del Mercado de Valores no define un marco específico para las cuentas de margen en relación con el apalancamiento en bolsa. El artículo 29 de dicha ley otorga a la CMF la facultad de establecer márgenes de endeudamiento, condiciones de colocación y requisitos de liquidez, y solvencia patrimonial para los intermediarios. El siguiente artículo fija la cuantía inicial de la garantía que los corredores de bolsa deben proporcionar, aunque la CMF puede exigir garantías superiores. Estas garantías pueden ser en dinero efectivo, boletas bancarias, pólizas de seguro o prendas sobre acciones³¹.

El Manual de Garantías de Operaciones a Plazo de la Bolsa Electrónica de Chile (BEC) especifica que las garantías se calculan mediante la metodología de Valor en Riesgo (VaR) o un porcentaje fijo, según el instrumento. Este cálculo considera la presencia bursátil, los montos transados y las variaciones de precios. Asimismo, este método confiere a la bolsa la responsabilidad de definir las garantías de forma técnica³².

Perú

La Ley del Mercado de Valores (Decreto Supremo 020-2023-EF) no incluye una regulación específica sobre cuentas de margen. La normativa vigente solo establece requisitos de garantías para ventas descubiertas y operaciones de reporte³³. La Resolución SMV 006-2024-SMV/01 indica que las ventas detectadas deben contar con una garantía mínima del 50% del monto de la operación. Esta garantía debe ser respaldada por activos entregables, como el margen en operaciones de reporte y el préstamo bursátil, según los criterios de valorización de la Bolsa de Valores de Lima (BVL)³⁴.

Justificación

La propuesta de modificación de la normativa colombiana sobre cuentas de margen introduce un mecanismo dinámico para determinar qué valores son elegibles, delegando esta decisión en las sociedades comisionistas de bolsa, mediante modelos de riesgo. Esta

³⁰<https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/2023/area-tecnica-divulga-nova-metrica-de-risco-de-capital-do-fundo>

³¹https://www.cmfcile.cl/portal/principal/613/articles-806_doc_pdf.pdf

³²http://publish.bolchile.cl/media/recursos/normativas/manuales/MANUAL_GARANTIAS_OP_PLAZO_2023.pdf

³³https://www.smv.gob.pe/ServicioConsultaNormas/frm_SIL_Detallev1.aspx?data=03594E81B8A57B9B3F92D335A4AB78E14A885E036D25BAFEF897A28878DE

³⁴https://www.smv.gob.pe/ServicioConsultaNormas/frm_SIL_Detallev1.aspx?data=9DE2B2C2B6C2CF04D1F5FE2E42E57870DB11F02FF16A2B0172B9A61DBDD3

innovación regulatoria busca superar la rigidez del sistema actual, permitiendo ajustes rápidos ante cambios en las condiciones de liquidez del mercado.

La figura de las cuentas de margen constituye un mecanismo ampliamente utilizado en mercados desarrollados para potenciar la eficiencia asignativa del capital, mejorar la formación de precios y dinamizar la actividad transaccional. Su adecuado funcionamiento permite que los inversionistas operen posiciones apalancadas dentro de un régimen prudencial, sujeto a requerimientos de margen, gestión de riesgo y supervisión efectiva. Este tipo de operaciones es esencial para fomentar estrategias sofisticadas de inversión, arbitraje y cobertura, que elevan la calidad y competitividad del mercado local.

En particular, la norma reconoce que la especulación informada y regulada es un componente necesario para el buen funcionamiento del mercado de valores y es una forma legítima y segura de otorgar liquidez a las especies inscritas en bolsas de valores y sistemas de negociación de valores. Las estrategias de especulación cumplen un rol económico fundamental al asumir riesgos que otros agentes buscan transferir, aportando liquidez, velocidad de reacción y capacidad de absorción ante desequilibrios temporales entre oferta y demanda. Al facilitar la participación de agentes con perfiles de riesgo diversos, se reduce la volatilidad, se pueden estrechar los diferenciales de compra y venta y se consolida una formación de precios más eficiente y alineada con la información disponible.

Así mismo, el análisis comparativo con siete jurisdicciones de referencia muestra que Colombia utiliza un modelo híbrido que combina aspectos de supervisión prudencial europeos con una mayor flexibilidad operativa, lo que la convierte en una jurisdicción líder en la delegación dinámica de criterios de elegibilidad para infraestructuras de mercado.

3. Alternativas regulatorias

En las secciones previas, se destacó la importancia de este documento técnico que acompaña el proyecto de decreto en el mercado financiero y en el marco regulatorio vigente. La principal problemática es la necesidad de fortalecer y profundizar el mercado de valores colombiano, enfocándose en mejorar el acceso y la competitividad de productos, servicios e infraestructuras. A continuación, se presentan dos opciones regulatorias: mantener la normativa existente o actualizar el marco regulatorio.

3.1 Mantener las normas actuales

Continuar con el estado actual a nivel regulatorio aumentaría las consecuencias de la problemática existente en los frentes tratados en la sección 2:

1. No es posible implementar un esquema de préstamo recurrente de valores con garantías TTV OTC sin un sistema habilitado.
2. Los inversionistas extranjeros muestran reticencias debido a la falta de certeza sobre la fecha de pago de los dividendos.
3. El momento del pago del dividendo equivalente desincentiva el uso de TTV y el préstamo recurrente de valores.
4. Los custodios no pueden administrar préstamos recurrentes de valores sobre títulos listados en los sistemas de cotización de valores del extranjero, generando asimetrías con otros actores.
5. Pérdida de competitividad internacional debido a que los administradores y gestores de los FIC en Colombia no pueden administrar fondos constituidos en el exterior.
6. Menor profundidad del mercado, menos incentivos para la inversión internacional y restricciones en la gestión de riesgos, ya que no se permite la negociación de derivados no estandarizados en los sistemas de negociación de valores entre residentes y agentes extranjeros.
7. Falta de diversificación de los participantes en las bolsas de bienes y productos para incluir a las entidades vigiladas por la SFC.
8. Interpretaciones diferenciadas entre agentes sobre las cuentas del patrimonio para SCB agropecuarias.
9. Inexistencia de un mecanismo eficiente y dinámico para la venta de títulos de renta variable por lotes o en masa.
10. No hay posibilidad de tener contrapartes ni compensar y liquidar operaciones provenientes del extranjero.
11. El mercado accionario depende de las SCB inscritas en el RNAMV para darle liquidez al mercado de valores colombiano.
- 12.

3.2 Propuestas de modificación de las normas vigentes

De este modo, para seguir fortaleciendo y profundizando el mercado de valores colombiano, abordamos estas problemáticas relacionadas con el acceso y la competitividad de los productos, servicios e infraestructuras del mercado con las siguientes propuestas:

1. Actualización del esquema de garantías para las operaciones OTC de las TTV
2. Nuevo esquema para el pago de dividendos de emisores de valores, diseñado para alinearse con estándares internacionales.
3. Cambio en la fecha de pago del dividendo equivalente en operaciones TTV para que pueda coincidir con la fecha de cumplimiento.
4. Los valores objeto de programas de préstamo recurrente: se amplían a las especies listadas en los sistemas de cotización de valores extranjeros utilizados por los custodios de valores.
5. Los administradores de los FIC podrán realizar actividades de gestión y administración en fondos establecidos y distribuidos en el extranjero, siempre que cumplan con los requisitos legales de la jurisdicción donde operan.
6. Crear un marco regulatorio que facilite la negociación de derivados no estandarizados en los sistemas de negociación de valores, permitiendo que residentes y agentes extranjeros negocien en el mismo entorno.
7. Ampliar la participación en las bolsas de bienes y productos para incluir a las entidades reguladas por la SFC.
8. Cuentas del patrimonio para los miembros de la bolsa de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales y otros commodities.
9. Creación de la operación especial para la venta de valores para la venta de títulos de renta variable por lotes o en masa.
10. Garantías, constitución de contraparte, compensación y liquidación de operaciones originadas en el extranjero y acuerdos de interoperabilidad entre cámaras de riesgo central de contraparte.
11. Intermediarios de valores del extranjero que aumenten la liquidez del mercado local.
12. Hacer que el mecanismo de elegibilidad de los valores para las cuentas de margen sea dinámico, otorgándole a la CRCC y a los sistemas de compensación y liquidación la posibilidad de dictaminar las especies elegibles y su margen, de conformidad con un modelo de riesgos.

A continuación, se desarrollan las propuestas de modificación normativa:

3.2.1 Operaciones del mercado monetario, garantías y mercado mostrador

El desarrollo del mercado de valores colombiano ha requerido la actualización permanente de su marco regulatorio, con el fin de fortalecer la gestión de riesgos y la liquidez entre los diferentes sistemas de negociación, registro, compensación y liquidación. En este contexto, las operaciones de reporto o repo, simultáneas y de transferencia temporal de valores (TTV's OTC) constituyen instrumentos esenciales para la gestión de liquidez tanto en valores

como en dinero, la cobertura de posiciones y la eficiencia del mercado secundario de valores.

No obstante, el régimen actual, contenido en el Título 36, Parte 2, Libro 3 del Decreto 2555 de 2010, presenta limitaciones en cuanto a la definición de activos admisibles como garantía y la determinación de los valores susceptibles de ser objeto de dichas operaciones, lo cual ha restringido el dinamismo y la profundización del mercado. También es de resaltar que el régimen actual de garantías admisibles para estas operaciones no se acompasa con los estándares actuales e internacionales, por lo que es del resorte de la URF actualizar este régimen.

En este aparte, el presente proyecto de decreto tiene por objeto modernizar el régimen de garantías y valores admisibles en operaciones de reporto, simultáneas y TTV's en el mercado mostrador, con el fin de ampliar el rango de activos elegibles como garantías, incorporando valores representativos de renta variable (acciones, ETF), instrumentos del exterior y deuda soberana extranjera con grado de inversión, así como las divisas, de conformidad con el régimen cambiario.

De esta forma se refuerza la capacidad de movilización de garantías y colaterales en los mercados locales e internacionales, contribuyendo a la integración financiera con agentes del exterior y a la reducción del riesgo sistémico.

Particularmente, el proyecto amplía y actualiza la lista de activos admisibles como garantías en operaciones de reporto, simultáneas y TTV's OTC, de la siguiente manera:

- Se mantienen los títulos de tesorería TES como activo principal de referencia.
- Se mantienen las acciones y participaciones en fondos bursátiles (ETF), sujetas a criterios de elegibilidad y liquidez definidos por las bolsas y sistemas de negociación.
- Se autoriza la utilización de dinero y divisas, conforme al régimen cambiario vigente.
- Se adicionan valores del exterior (Ej. *Securities*, ADR, GDR, CDR) y deuda soberana extranjera con grado de inversión, reconociendo la integración de mercados y la operatividad transfronteriza.
- Se mantienen los títulos de renta fija privados que cumplan con criterios de riesgo de crédito, liquidez y mercado definidos por las infraestructuras.
- Se mantiene la facultad de la Superintendencia Financiera para reconocer nuevos activos o instruir sobre su tratamiento, garantizando flexibilidad regulatoria.

Las modificaciones propuestas contribuyen a fortalecer la estabilidad financiera, al ampliar el universo de garantías líquidas y diversificadas, así como a las inversiones de extranjeros, facilitando el uso de divisas y activos foráneos bajo custodia y supervisión reconocida.

Con esto, se pretende aumentar la profundidad del mercado de repos, simultáneas y TTV's, al permitir una mayor rotación de activos y eficiencia en la asignación de liquidez, así como fomentar la competitividad y resiliencia de las infraestructuras de mercado, fortaleciendo su capacidad de gestión del riesgo.

Ahora bien, el presente proyecto de decreto tiene como finalidad actualizar y fortalecer el marco regulatorio aplicable a las operaciones de reporto o repo, simultáneas y de transferencia temporal de valores en el mercado de valores colombiano, con el propósito de dotar al sistema financiero de instrumentos más flexibles y seguros para la gestión de liquidez, la mitigación del riesgo de contraparte y el desarrollo de operaciones en el mercado mostrador bajo estándares prudenciales. Las modificaciones introducidas en los artículos 2.36.3.5.1 y 2.36.3.5.2, responden a la necesidad de adaptar la regulación a las prácticas internacionales y al funcionamiento actual de las infraestructuras del mercado de valores.

En este sentido, se regulan las operaciones de reporto o repo, simultáneas y de transferencia temporal de valores en el mercado OTC, estableciéndose que este tipo de operaciones podrán realizarse sobre valores inscritos en el RNVE, así como sobre valores extranjeros listados en sistemas de cotización de valores del extranjero. Este ajuste permite reconocer la dinámica actual del mercado mostrador, en el cual las operaciones bilaterales entre intermediarios financieros constituyen un componente relevante para la provisión de liquidez y la gestión de portafolios.

Debe resaltarse que la prohibición de negociación en el mercado mostrador se mantiene vigente únicamente para las operaciones de contado. En consecuencia, la habilitación legal para celebrar y negociar operaciones en dicho mercado se circunscribe exclusivamente a las operaciones de reporto (repo), simultáneas y transferencias temporales de valores (TTV), en los términos previstos en el proyecto y la normativa aplicable.

El artículo 2.36.3.5.2 establece el régimen aplicable a las garantías en operaciones OTC, otorgando a las partes flexibilidad para acordar su constitución, administración y ejecución de manera directa, o para delegar dichas funciones en sistemas de compensación y liquidación o en cámaras de riesgo central de contraparte autorizadas en el ámbito local. Lo anterior se entiende sin perjuicio de que, en el marco de los acuerdos de interoperabilidad regulados en el proyecto de decreto, la constitución y gestión de las garantías pueda realizarse en el exterior conforme a los términos de dichos acuerdos y a la regulación aplicable.

No obstante, se fija como límite que dichas garantías correspondan únicamente a los activos previstos en el artículo 2.36.3.2.3, para efectos de no crear un arbitraje regulatorio respecto a las garantías admisibles para las operaciones transaccionales y que las coberturas se determinen con base en políticas internas de gestión de riesgo que identifiquen y mitiguen adecuadamente el riesgo de incumplimiento. De esta forma, se promueve un balance adecuado entre flexibilidad contractual y disciplina prudencial.

Ahora bien, el proyecto reafirma la aplicación de las disposiciones generales sobre riesgo de crédito, compensación y liquidación previstas en el Decreto 2555 de 2010, asegurando la coherencia regulatoria entre las operaciones realizadas en sistemas transaccionales y aquellas efectuadas en el mercado mostrador.

Al respecto, conviene precisar que, si bien las especies podrán ser escogidas libremente por las partes en cada operación, su compensación y liquidación deberá efectuarse a través de un sistema de compensación y liquidación, de una cámara de riesgo central de contraparte local, o, alternativamente, de una cámara de riesgo central de contraparte en el exterior con la cual la cámara local tenga vigente un acuerdo de interoperabilidad. Lo anterior obedece a que, tratándose de valores emitidos en Colombia y en consonancia con lo dispuesto en la Ley 964 de 2005, la compensación y liquidación deben realizarse con sujeción a las normas e infraestructura del mercado local.

En ese marco, aun cuando se utilicen esquemas de interoperabilidad, la operación se compensa y liquida con efectos finales en Colombia. Ello se justifica en que la transferencia de la titularidad de los valores, así como la constitución y levantamiento de gravámenes y, en general, la finalidad jurídica de la liquidación, deben perfeccionarse conforme a la normativa colombiana y a los mecanismos locales de anotación en cuenta y liquidación, particularmente a través del depósito centralizado de valores.

En consecuencia, la interoperabilidad puede facilitar la coordinación de procesos de gestión de riesgos y de garantías en el exterior, pero no sustituye el cumplimiento de las reglas locales ni desplaza el lugar en el que se produce la liquidación final respecto de valores domésticos. Por ello, las reglas operativas, de gestión de riesgos y de cumplimiento aplicables serán las previstas en los reglamentos de los sistemas de compensación y liquidación y de las cámaras de riesgo central de contraparte que intervengan, sin perjuicio de lo establecido en los acuerdos de interoperabilidad y la regulación aplicable.

Esto contribuye a modernizar y alinear el régimen de garantías y operaciones de reporto, simultáneas y TTV's con las prácticas internacionales, ampliar el universo de activos admisibles y fortalecer la gestión del riesgo en las operaciones OTC, en beneficio de la eficiencia, la liquidez y la estabilidad del mercado de valores colombiano.

Esta regulación se complementa con la adición de un nuevo Título 9 al Libro 10, Parte 2 del Decreto 2555 de 2010, con el fin de establecer el marco normativo aplicable a los sistemas de registro de operaciones sobre acciones y bonos obligatoriamente convertibles en acciones inscritas en bolsas de valores. Con esta medida, se busca consolidar un esquema regulatorio que brinde mayor transparencia, trazabilidad y control sobre las operaciones realizadas en el mercado mostrador, particularmente aquellas que involucren instrumentos de renta variable y bonos convertibles, cuya negociación requiere un tratamiento especializado en materia de registro, compensación y liquidación. Para estos efectos, debe precisarse que el sistema de registro está habilitado únicamente para registrar operaciones de reporto, simultáneas y transferencias temporales de valores sobre los valores que se negocien en bolsas de valores. En consecuencia, dicha habilitación no se extiende al registro de operaciones de contado sobre esos instrumentos.

En la actualidad, las operaciones de reporto, simultáneas y de transferencia temporal de valores sobre acciones o bonos convertibles inscritas en bolsa que se realizan fuera de los sistemas transaccionales, carecen de un marco normativo integral que regule de manera específica el registro y supervisión de dichas transacciones, sino por el contrario se encuentran a nivel de los reglamentos de operación de las bolsas de valores. Esta situación ha generado asimetrías frente a los sistemas de registro de operaciones sobre valores distintos a acciones y bonos obligatoriamente convertibles en acciones. De allí surge la necesidad de crear un título independiente que defina con precisión las condiciones operativas y de supervisión de los sistemas de registro administrados por las bolsas de valores.

En consecuencia, el nuevo artículo 2.10.9.1.1 del decreto 2555 de 2010 introduce una definición normativa de los sistemas de registro de operaciones sobre acciones y bonos obligatoriamente convertibles en secciones, precisando que estos son mecanismos administrados por las bolsas de valores autorizadas por la Superintendencia Financiera de Colombia, cuyo objeto será recibir y registrar la información de las operaciones que se celebren en el mercado mostrador. El reconocimiento de estas plataformas como sistemas de registro oficiales permitirá fortalecer los procesos de supervisión, mitigación de riesgos operativos y verificación del cumplimiento de las reglas de conducta de los intermediarios y permitir el desarrollo de los procesos de compensación y liquidación.

El artículo 2.10.9.1.2 del Decreto 2555 de 2010 establece la obligación de registro de todas las operaciones realizadas en el mercado mostrador, determinando que dicho registro constituye un requisito indispensable para que las operaciones puedan ser compensadas y liquidadas. Con ello, se refuerza la función de los sistemas de registro como mecanismos de control ex ante, garantizando que ninguna operación sobre acciones o bonos convertibles quede fuera del marco de supervisión o se liquide por fuera de los canales formales.

De manera complementaria, el artículo 2.10.9.1.3 del Decreto 2555 de 2010 regula el registro de operaciones cuando participen contrapartes no miembros de los sistemas de registro, disponiendo que la obligación de efectuar el registro recaerá en el miembro que intervenga en la operación. Asimismo, se establece que, cuando las operaciones se realicen por intermediarios de valores actuando en desarrollo de contratos de corretaje, el registro deberá ser efectuado por dichos intermediarios. Esta disposición busca asegurar la integridad del proceso y la trazabilidad de la información, aun cuando intervengan actores que no formen parte directa de los sistemas de registro administrados por las bolsas.

El artículo 2.10.9.1.4 del Decreto 2555 de 2010 refuerza la obligación de registrar oportunamente las operaciones, en concordancia con lo previsto en el artículo 7.4.1.1.6 del mismo decreto, al disponer que los plazos y condiciones del registro serán definidos por la Superintendencia Financiera de Colombia. La omisión de esta obligación se considera una conducta contraria a la integridad del mercado, conforme al literal b) del artículo 50 de la Ley 964 de 2005. Con ello se introduce un incentivo regulatorio directo al cumplimiento, en aras de preservar la transparencia, equidad y disciplina de mercado.

Por su parte, el artículo 2.10.9.1.5 del decreto 2555 de 2010 amplía el alcance de los valores objeto de registro, al incluir no solo las acciones y bonos convertibles en acciones inscritas en el RNVE sino también los valores extranjeros listados en los sistemas de cotización de valores del extranjero. Esta disposición reconoce la necesidad de contar con mecanismos que permitan registrar operaciones sobre acciones, bonos obligatoriamente convertibles en acciones y valores extranjeros de manera transparente y supervisada.

El artículo 2.10.9.1.6 del decreto 2555 de 2010 define las modalidades de operaciones que pueden registrarse en estos sistemas, las cuales se limitan a las operaciones de reporto o repo, simultáneas y de transferencia temporal de valores, así como otras modalidades que autorice la Superintendencia Financiera de Colombia. Esta disposición introduce un marco de flexibilidad que permitirá adaptar los sistemas de registro a nuevas prácticas de mercado o a la aparición de productos financieros con características análogas, garantizando al mismo tiempo un entorno de control regulatorio adecuado.

Así mismo, el artículo 2.10.9.1.7 del decreto 2555 de 2010 establece que todas las operaciones registradas en estos sistemas deberán ser compensadas y liquidadas bajo el mecanismo de entrega contra pago (DVP), en sistemas de compensación y liquidación o cámaras de riesgo central de contraparte autorizadas o como se ha señalado, en el marco de acuerdos de interoperabilidad entre cámaras. Se exceptúan únicamente aquellas operaciones que, por su naturaleza o características, cuenten con una exención específica aprobada por la Superintendencia Financiera, como las operaciones especiales u otras por fuera de bolsa. Con ello, se asegura la integridad del proceso post-negociación, se reduce el riesgo de contraparte y se refuerza la coherencia entre la infraestructura de registro, compensación y liquidación.

Finalmente, se busca que las características de las operaciones del mercado monetario que se celebren en el mercado mostrador sean definidas por las partes, de acuerdo con sus necesidades y condiciones de riesgo, incluyendo, entre otros aspectos, el plazo de la operación, el cual podrá ser superior a un (1) año. Esta mayor flexibilidad contractual se entiende y aplica en todo caso con sujeción a lo dispuesto en el artículo 14 de la Ley 964 de 2005 y a las demás normas que resulten aplicables.

3.2.2 Pago de dividendos emisores de valores

Para cerrar las brechas con estándares internacionales y disminuir los efectos negativos de los desafíos operativos en las conciliaciones de pagos, se propone incorporar un mecanismo regulatorio en la Parte 2, Libro 23, Título I, con las siguientes características:

En desarrollo del artículo 2.23.1.1.4 del Decreto 2555 de 2010, se precisa que las sociedades emisoras de acciones inscritas en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) deberán respetar el plazo operativo fijado en los reglamentos de los depósitos centralizados de valores entre la fecha de causación del dividendo y su pago efectivo, a fin

de acopiar y actualizar la información de los titulares con derecho a percibirlo como consecuencia de las operaciones realizadas sobre las acciones.

Definidas las fechas por el órgano social competente, la emisora deberá informarlas, a más tardar el día hábil siguiente, a la Superintendencia Financiera de Colombia y a los depósitos centralizados de valores, y publicarlas como información relevante en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) conforme a los términos y mecanismos de divulgación previstos en el Decreto 2555 de 2010.

La medida refuerza la transparencia y la simetría informativa para los accionistas y el público inversionista, reduce riesgos operativos en la ejecución de pagos de dividendos, y facilita la coordinación entre emisores, depósitos y la autoridad de supervisión; asimismo, proporciona mayor seguridad jurídica al vincular el cronograma societario de dividendos con los procedimientos estandarizados de los depósitos y con el régimen de revelación de información relevante previsto por la normativa del mercado de valores.

Ahora bien, el periodo ex dividendo, internacionalmente *ex-date*, es la fecha a partir de la cual la acción continúa negociándose, y en la cual las compras dejan de incluir el derecho al dividendo. La fecha de registro (*record date*), es aquella en donde los depósitos centralizados de valores determinan los accionistas que tienen derecho al pago del dividendo. Finalmente, la fecha de pago (*pay date*), es aquella en la que se produce el pago de los dividendos.

Por lo tanto, los reglamentos de los depósitos centralizados de valores definirán los tiempos específicos para cada fecha, incluyendo los detalles del proceso de cobro y pago. Estos ajustes ayudarán a que el mercado colombiano adopte un modelo de pago de dividendos con estándares internacionales y a superar los desafíos operativos para conciliar la información de pagos entre los emisores y los depósitos centralizados, permitiendo que los dividendos se giren en la misma fecha.

3.2.3 Pago de dividendo equivalente de emisores de valores en operaciones TTV y repo

Se propone modificar los artículos 2.36.3.1.1 y 2.36.3.1.3 del Decreto 2555 de 2010, que regulan las características y condiciones de las operaciones repo y TTV. El objetivo es dar mayor flexibilidad a las partes que participan en este tipo de operaciones, especialmente en lo relacionado con el manejo de los pagos derivados de los valores comprometidos durante su vigencia.

En términos prácticos, se busca permitir que las partes puedan acordar libremente cómo y cuándo se harán los pagos por amortizaciones, rendimientos o dividendos generados por los valores objeto de la operación. Así, podrían decidir si esos pagos se trasladan en el momento en que se decreten o sean exigibles, o si prefieren que se restituyan al cierre o

liquidación de la operación. En este último caso, dichos pagos se entenderían incorporados dentro del valor total pactado, es decir, como parte del precio final de la operación.

Con esta modificación se reconoce expresamente que los pagos asociados a los valores comprometidos hacen parte integral de la operación repo o TTV, tanto desde el punto de vista económico como jurídico. De esta forma, se busca eliminar las ambigüedades actuales sobre su tratamiento y ofrecer mayor seguridad y coherencia en la aplicación de la norma.

La necesidad de este ajuste surge porque el marco actual no prevé de manera explícita la posibilidad de pactar distintos momentos para la restitución de esos flujos. Esto ha generado en la práctica dudas operativas, contables y tributarias para los participantes del mercado.

Esta mayor flexibilidad contribuye a que las operaciones reflejen de manera más precisa las necesidades de liquidez y gestión de riesgo de los agentes del mercado, sin modificar su naturaleza económica ni jurídica.

Finalmente, la modificación también aporta claridad en materia tributaria y contable, al reconocer que los pagos por rendimientos o dividendos hacen parte del valor de la operación. Esto facilita una aplicación coherente con lo previsto en el Estatuto Tributario, reduce el riesgo de interpretaciones, evita la doble imposición y promueve una mayor transparencia en la valoración y registro de las operaciones.

3.2.4 Valores objeto de programas de préstamo recurrente de valores

Con el propósito de evitar asimetrías regulatorias, para el préstamo recurrente de valores se extiende la habilitación para que no solo las sociedades comisionistas de bolsa puedan hacerlo, sino que también lo puedan realizar los custodios de valores. Esta iniciativa busca facilitar el acceso de otros actores al mercado de valores y fortalecer las infraestructuras y la unificación del tipo de valores aceptados en dichos programas.

En tal sentido, se propone la modificación del numeral 7 del artículo 2.37.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010 de tal manera que se habite a los custodios de valores para administrar programas de préstamo recurrente de valores inscritos en el RNVE, así como los valores extranjeros listados en sistemas de cotización de valores del extranjero. Sumado a esto, para los préstamos recurrentes de valores, se incluye que los custodios de valores deberán cumplir con las condiciones regulatorias para el desarrollo de dichos programas, con las mismas obligaciones que actualmente tienen las sociedades comisionistas de bolsa en los préstamos recurrentes de valores por cuenta de terceros y con las prohibiciones ya establecidas.

3.2.5 Gestión de fondos constituidos en el extranjero

Frente a este punto, el proyecto de decreto propone autorizar que la actividad de gestión de fondos de inversión colectiva y fondos de capital privada y vehículos similares a estos podrá ser desarrollada por los administradores de fondos de inversión colectiva y fondos de

capital privado domiciliados en Colombia respecto de fondos constituidos en jurisdicciones extranjeras, siempre que dichas actividades se realicen conforme a la regulación vigente en la jurisdicción de constitución del fondo.

En este sentido, se considerarán fondos de inversión colectiva o fondos de capital privado del exterior los vehículos de inversión colectiva, cualquiera sea su estructura jurídica o denominación, que operen en jurisdicciones distintas de Colombia, que cuenten con autorización previa y expresa de una autoridad de supervisión competente, bajo el régimen legal aplicable en la respectiva jurisdicción.

La supervisión de los fondos de inversión constituidos en el exterior permanecerá a cargo de la autoridad de supervisión del país de origen del respectivo fondo y el ejercicio de la actividad de administración y gestión de fondos constituidos en el extranjero deberán limitarse estrictamente a lo permitido en la Parte 3 del presente decreto y no podrán exceder lo allí autorizado.

La incorporación de esta disposición busca dotar de mayor claridad y coherencia al marco normativo aplicable a las actividades de administración y gestión de fondos de inversión colectiva o fondos de capital privado constituidos en el exterior, promoviendo al mismo tiempo la integración internacional del mercado financiero colombiano y el fortalecimiento de la industria local de gestión de activos.

En la práctica, los administradores de estos fondos colombianos han desarrollado capacidades técnicas y operativas comparables con las de gestores internacionales. Sin embargo, la falta de una disposición expresa que habilite la gestión de fondos constituidos en el extranjero ha limitado su posibilidad de participar en estructuras internacionales, restringiendo el aprovechamiento de sinergias regionales y la atracción de capital extranjero bajo estándares adecuados.

Por último, la delimitación expresa de que las operaciones se circunscriban a lo permitido por la Parte 3 del decreto garantiza la coherencia interna del régimen financiero y evita interpretaciones extensivas que puedan desbordar el objeto social autorizado a los administradores de fondos locales. Con ello se preserva la integridad del mercado de valores y se promueve un desarrollo ordenado del mercado, bajo parámetros de gestión prudencial y control efectivo por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia.

3.2.6 Derivados no estandarizados del mercado mostrador con subyacente diferente a divisas

El proyecto de decreto introduce una serie de modificaciones y adiciones al Libro 15 de la Parte 2 del Decreto 2555 de 2010, orientadas a actualizar el marco normativo aplicable a los sistemas de negociación y de registro de operaciones sobre valores.

En primer lugar, se modifica el artículo 2.15.1.1.1 con el fin de precisar el ámbito de aplicación, estableciendo expresamente que las disposiciones contenidas en dichos Títulos regulan la administración, funcionamiento y utilización de los sistemas de negociación y de registro de operaciones sobre valores distintos de acciones, bonos obligatoriamente convertibles en acciones e instrumentos financieros derivados no estandarizados o productos estructurados cuyo subyacente sean diferentes divisas, acciones o valores de renta variable inscritos en bolsa. Esta modificación permite que en los sistemas administrados se puedan exponer ofertas de compra y venta en las infraestructuras electrónicas, de voz o mixta, de instrumentos financieros derivados no estandarizados o productos estructurados cuyo subyacente sean diferentes divisas.

En concordancia con lo anterior, el nuevo texto del artículo 2.15.1.1.4 aclara que podrán celebrarse o registrarse operaciones en los sistemas sobre instrumentos financieros derivados no estandarizados y los productos estructurados diferentes de divisas. Con esta modificación se busca reforzar la coherencia entre los tipos de valores e instrumentos que pueden negociarse en cada sistema y las características propias de los mercados que los administran, diferenciando con claridad el tratamiento aplicable a los derivados con subyacente divisas que se negocian en los sistemas de negociación de divisas y aquellos que corresponden al ámbito de los valores, como son los derivados estandarizados.

Por otra parte, se modifica el párrafo del artículo 2.15.1.3.2 para permitir la participación de agentes del exterior en los sistemas de negociación y de registro de valores, siempre que cuenten con autorización de la Junta Directiva del Banco de la República. No obstante, su intervención se limita exclusivamente a operaciones sobre instrumentos financieros derivados no estandarizados y productos estructurados distintos de divisas, en línea con las disposiciones modificadas.

Asimismo, se modifica el literal b) del artículo 2.15.1.5.3 con el propósito de ajustar la referencia a los instrumentos que deben ser objeto de identificación dentro de los sistemas, incorporando de manera expresa los derivados no estandarizados y productos estructurados distintos de divisas. Esta actualización armoniza la terminología con las modificaciones introducidas en los artículos anteriores y asegura consistencia normativa en la identificación y clasificación de los instrumentos negociados o registrados.

De la misma manera, se adiciona el artículo 2.15.3.1.5, que establece la obligación de registrar las operaciones realizadas en el mercado mostrador (OTC) sobre instrumentos financieros derivados no estandarizados y productos estructurados diferentes de divisas, de conformidad con lo previsto en el artículo 2.35.1.6.1 del mismo decreto. El registro de dichas operaciones deberá efectuarse según las instrucciones que imparta la Superintendencia Financiera de Colombia, y las operaciones registradas gozarán de la protección prevista en el artículo 74 de la Ley 1328 de 2009, sin perjuicio de la forma en que sean compensadas y liquidadas. Esta medida fortalece la transparencia y la trazabilidad de las operaciones realizadas en el mercado mostrador, al tiempo que otorga mayor certeza jurídica a las contrapartes.

En el plano operativo, la implementación de esta reforma se soporta en la infraestructura tecnológica ya existente en los sistemas de negociación autorizados. Este esquema asegura la trazabilidad de las operaciones y la adecuada gestión del riesgo, incorporando tecnologías de voz o híbridas para la realización de posturas de compra y venta de derivados a la medida entre los distintos participantes del sistema que pueden ser locales o extranjeros.

Finalmente, es del caso señalar que las operaciones realizadas sobre instrumentos financieros derivados y productos estructurados diferentes a divisas, cuando se ejecutan o cierran utilizando infraestructuras electrónicas, de voz o mixtas, forman parte del mercado mostrador (OTC). En este contexto, dichas operaciones, pese a aprovechar las eficiencias operativas, tecnológicas y de comunicación que ofrecen estos sistemas, conservan su naturaleza jurídica de transacciones bilaterales, realizadas a la medida o extrabursátiles. En consecuencia, les resultan plenamente aplicables las disposiciones que regulan el funcionamiento, registro, compensación y liquidación de las operaciones efectuadas en el mercado mostrador, conforme a lo previsto en el Decreto 2555 de 2010 y en las normas complementarias expedidas por la Superintendencia Financiera de Colombia.

Esta precisión resulta relevante para reforzar la seguridad jurídica de este tipo de operaciones en el OTC, al garantizar que los avances tecnológicos en los mecanismos de negociación, como son los sistemas electrónicos de voz o mixtos, no alteren la naturaleza del mercado ni las obligaciones asociadas a la adecuada gestión de riesgos, el cumplimiento de los deberes de registro y la observancia de los estándares de conducta de mercado.

3.2.7. Participantes en las bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales y otros commodities

El propósito es modificar el libro 1, parte 2, del Decreto 2555 de 2010 para habilitar la figura de participantes afiliados, de manera que entidades vigiladas por la SFC (como establecimientos de crédito, fiduciarias, sociedades comisionistas de bolsas de valores, administradores de fondos de inversión colectiva según su régimen legal) puedan acceder directamente a los mercados administrados por las bolsas de productos agropecuarios, agroindustriales y otros commodities.

Esta modificación elimina obstáculos de entrada y disminuye los costos de intermediación, facilita el acceso directo a los mercados gestionados por las bolsas de productos agropecuarios, agroindustriales y otros commodities a actores clave, fortalece la liquidez, la eficiencia y la profundidad del mercado, y mejora el acceso a mecanismos alternativos de financiamiento, especialmente para productores agroindustriales y las PYME.

De esta manera, se diversifican los participantes en las bolsas de bienes y productos para incluir a las entidades vigiladas por la SFC. La actualización regulatoria consiste en modificar los artículos 2.11.1.1.3 y siguientes para incluir a los afiliados, como una categoría de entidades habitadas para acceder a los sistemas de las bolsas agropecuarias, diferentes de los miembros. Se entenderá por miembros a las sociedades comisionistas de bolsa agropecuaria y por afiliados a las entidades vigiladas por la SFC, que según régimen

legal y operaciones autorizadas puedan acceder a uno u otro mercado administrado por las bolsas de productos agropecuarios, agroindustriales y otros commodities.

Por último, la autorregulación para los miembros y afiliados será ejercida por el esquema de regulación propio de las bolsa agropecuaria y agroindustrial y otros commodities. Como existe una duplicidad de competencia entre el AMV y el esquema de autorregulación de las bolsas mercantiles en lo que tiene que ver con los valores, el Proyecto de Decreto señala que aquellos valores con subyacente agropecuario, agroindustrial y otros commodities debido a la especialidad de su subyacente será ejercida por el esquema de autorregulación de las bolsas mercantiles.

3.2.8. Cuentas del patrimonio para las sociedades comisionistas de bolsa agropecuarias y otros productos

Actualmente, los requisitos de capital y patrimonio para los miembros de las bolsas de productos están definidos en el Decreto 573 de 2002. Aunque esta norma fue adecuada en su momento, la realidad actual del mercado y las exigencias prudenciales del sistema colombiano justifican una actualización respecto de la nomenclatura de las cuentas que lo componen.

De acuerdo con esa norma, el monto mínimo de capital o de aportes sociales estará conformado por la suma del capital o aportes pagados, la reserva legal, la prima en colocación de acciones, las utilidades del ejercicio, y las utilidades de ejercicios anteriores, siempre que la entidad no registre pérdidas acumuladas o del ejercicio, caso en el cual deberá deducirlas. Este esquema permite reflejar de forma más precisa la solidez patrimonial real de los participantes del mercado, garantizando que los recursos contabilizados como capital sean efectivamente disponibles para respaldar su actividad.

3.2.9 Operación especial para la venta de valores de renta variable

El propósito de incorporar el Título 9 “Operación Especial para la Venta de Valores” al Decreto 2555 de 2010 es dotar al mercado colombiano de un marco claro y moderno para llevar a cabo procesos de venta o enajenación de acciones, bonos convertibles y, en general, valores de renta variable. Con esta iniciativa, se busca que las bolsas de valores puedan administrar sistemas más eficientes, transparentes y equitativos que faciliten la formación de precios y promuevan la participación ordenada de los inversionistas.

La propuesta establece los elementos esenciales que deben observarse en estas operaciones: desde los principios básicos hasta la forma en que se debe informar al mercado, los mecanismos de adjudicación y la publicación de los resultados. Todo ello con el objetivo de ofrecer mayor claridad, trazabilidad y confianza a los inversionistas y participantes del sistema.

Además, la norma permite que el pago de los valores pueda realizarse no solo en pesos colombianos, sino también en divisas o incluso en otros valores, en línea con la evolución de las operaciones transfronterizas y la necesidad de ofrecer mayor flexibilidad en los procesos de liquidación. De esta forma, se reconoce que los mercados actuales son cada vez más dinámicos y globales, y que la regulación debe adaptarse a esa realidad.

Otro aspecto clave de la propuesta es la incorporación de diferentes metodologías de formación de precios como subastas electrónicas, asignaciones a prorrata o ventas por lotes que reflejan prácticas internacionales consolidadas y permiten que los precios se descubran de forma más justa y eficiente. Estos mecanismos promueven la competencia, reducen la posibilidad de arbitrariedades y fortalecen la confianza de los inversionistas en los resultados de cada proceso.

El texto también enfatiza tres principios fundamentales: transparencia, liquidez y trato equitativo. Con ellos se busca asegurar que todos los interesados tengan acceso a la misma información y a las mismas oportunidades para participar, evitando cualquier tipo de preferencia o ventaja injustificada. Son principios que se alinean con los estándares internacionales promovidos por la IOSCO y que constituyen la base de un mercado confiable y competitivo.

Finalmente, la obligación de publicar los resultados de las operaciones y de informar al público sobre sus condiciones refuerza el compromiso con la rendición de cuentas y la información oportuna. A su vez, la posibilidad de que las bolsas detallen los aspectos operativos mediante circulares o reglamentos internos garantiza que la regulación mantenga su flexibilidad sin perder coherencia con el marco general.

3.2.10 Garantías, constitución de contraparte, compensación y liquidación de operaciones originadas en el extranjero y acuerdos de interoperabilidad entre cámaras de riesgo central de contraparte

El proyecto de decreto introduce modificaciones relevantes al marco normativo aplicable a las Cámaras de Riesgo Central de Contraparte, con el propósito de fortalecer su función como infraestructura del mercado financiero respecto de operaciones aceptadas que no necesariamente se originan en los sistemas o en el OTC local.

En primer lugar, se amplía el ámbito operativo de las cámaras al modificar el párrafo del artículo 2.13.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010. Con esta modificación, se autoriza expresamente que las cámaras actúen como contraparte central tanto en operaciones realizadas en el mercado mostrador como en aquellas efectuadas en sistemas de negociación nacionales o extranjeros.

Además, se reconoce la posibilidad que las cámaras participen en otros mecanismos autorizados por sus reglamentos, incluyendo las operaciones aceptadas en el marco de acuerdos de interoperabilidad. Esta ampliación refleja la evolución del mercado y permite

mayor flexibilidad para operar en entornos transfronterizos, manteniendo la seguridad y eficiencia de las transacciones compensadas.

De igual manera, el decreto fortalece las disposiciones sobre garantías y recursos financieros mediante la modificación del literal i) del artículo 2.13.1.1.7. En este punto, se precisa el contenido mínimo que deben incorporar los reglamentos de las CRCC respecto de las garantías, márgenes y salvaguardas financieras. La nueva redacción incluye la referencia explícita a las garantías constituidas en el marco de acuerdos de interoperabilidad y exige que las cámaras mantengan recursos suficientes para cubrir, como mínimo, el incumplimiento de la contraparte con la mayor exposición bajo condiciones de mercado extremas pero posibles.

En tercer lugar, se sustituye integralmente el artículo 2.13.1.1.8, introduciendo un régimen más completo y moderno sobre las contrapartes que pueden vincularse a las cámaras de riesgo central de contraparte. El nuevo texto amplía el universo de participantes al incluir tanto entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia como intermediarios del exterior y cámaras extranjeras con las cuales existan acuerdos de interoperabilidad.

Por otra parte, el artículo 2.13.1.1.17 se reemplaza para unificar el régimen de garantías aplicable a las entidades que participan en las CRCC. En esta disposición se autoriza el esquema de garantías en el marco de los acuerdos de interoperabilidad, con el fin de respaldar operaciones cuya compensación y liquidación se realicen a través de este mecanismo.

Finalmente, el proyecto adiciona los artículos 2.13.1.1.18 y 2.13.1.1.19, que introducen un marco regulatorio específico para los acuerdos de interoperabilidad entre cámaras de riesgo central de contraparte. Estas disposiciones permiten que las CRCC locales celebren acuerdos con entidades del exterior que ejerzan funciones equivalentes, estableciendo que las cámaras foráneas asuman la calidad de contraparte frente a las nacionales. Los acuerdos deberán contener reglas claras sobre régimen jurídico y gobernanza, gestión de riesgos y garantías bilaterales, prohibición de mutualización de pérdidas, administración de cuentas ómnibus, gestión de incumplimientos y continuidad operativa. Asimismo, se dispone que la Superintendencia Financiera de Colombia deberá revisar y autorizar los textos y soportes técnicos de dichos acuerdos, garantizando su conformidad con los estándares prudenciales aplicables.

El contenido mínimo obligatorio que deben incorporar los acuerdos de interoperabilidad suscritos con cámaras del exterior que actúen como contraparte, con el fin de asegurar que la interoperabilidad se soporte en reglas claras de gobernanza, administración de riesgos, continuidad operativa y supervisión.

En particular, el proyecto de decreto exige que el acuerdo defina expresamente:

- i) el régimen jurídico aplicable y la estructura de gobernanza, incluyendo procedimientos de terminación, mecanismos de resolución de controversias y esquemas de cooperación entre autoridades de supervisión;
- ii) la gestión de riesgos financieros y el régimen de garantías, obligando a cada cámara a constituir y mantener garantías suficientes para cubrir las exposiciones derivadas de la interoperabilidad, bajo metodologías equivalentes a las aplicadas a sus propios participantes, y precisando criterios de admisibilidad, constitución, custodia, sustitución, ejecución, liquidez y disponibilidad;
- iii) la prohibición de mutualización estructural de pérdidas entre participantes de cámaras distintas, salvo autorización expresa de la Superintendencia Financiera de Colombia, permitiendo únicamente arreglos contractuales prudenciales que no impliquen transferencia o reparto de pérdidas por ejemplo respaldos limitados de liquidez o garantías bilaterales y que sean compatibles con el modelo de riesgos;
- iv) las características y criterios de uso de cuentas ómnibus para la compensación y liquidación;
- v) procedimientos coordinados para la gestión de incumplimientos y crisis operativa, incluyendo ejecución de garantías y continuidad del negocio;
- vi) mecanismos de gestión integral de riesgos de crédito, liquidez, operativos y legales aplicables a las operaciones interoperadas;
- vii) un componente robusto de continuidad del negocio, con planes conjuntos de contingencia, respaldo tecnológico, reanudación de servicios, pruebas de resiliencia y recuperación o resolución, disponiendo que ante situaciones extraordinarias se aplicará en primer término lo pactado en el acuerdo y, si es insuficiente, los protocolos de crisis del artículo 2.35.5.1.1 del mismo decreto; y
- viii) mecanismos de solución de controversias y supervisión, incluyendo cooperación entre supervisores.

Adicionalmente, el parágrafo 1 impone el deber de remitir a la Superintendencia Financiera de Colombia y al Banco de la República el texto del acuerdo, sus modificaciones y soportes técnicos y jurídicos con al menos quince (15) días hábiles de antelación al inicio de su ejecución, en concordancia con lo previsto en el parágrafo 1 del artículo 2.13.1.1.18; mientras que el parágrafo 2 precisa que el cumplimiento de obligaciones cambiarias y tributarias asociadas a las operaciones interoperadas deberá realizarse conforme al artículo 2.17.2.2.2.3 del Decreto 1068 de 2015 y las normas que lo modifiquen, adicionen o sustituyan.



3.2.11 Cuentas de margen

La propuesta de modificación normativa sobre las cuentas de margen fusiona la flexibilidad del mercado con medidas prudenciales. Este esquema, fundamentado en una delegación técnica organizada en infraestructuras de mercado, puede facilitar ajustes más rápidos y requisitos más proporcionales, aprovechando la capacidad técnica de la CRCC y la supervisión efectiva de la SFC.

En primer lugar, se modifica el artículo 2.33.1.1.1 para precisar la definición de cuentas de margen como contratos mediante los cuales los intermediarios pueden realizar operaciones de contado por cuenta de clientes inversionistas o inversionistas profesionales sin distinción alguna por montos superiores a los recursos aportados directamente por estos.

Así mismo, se ajusta el párrafo segundo del mismo artículo para establecer que las operaciones con cuentas de margen podrán realizarse tanto en sistemas de negociación en bolsas de valores como en el mercado mostrador, siempre que se registren en sistemas autorizados.

En relación con los activos habilitados o autorizados para estas operaciones, se modifica el artículo 2.33.1.1.3. del Decreto 2555 de 2010 el cual define el universo de valores sobre los cuales pueden realizarse operaciones correspondientes a cuentas de margen, precisando que dichas operaciones solo podrán recaer sobre valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE), listados en bolsas de valores o en sistemas de negociación y registro de operaciones sobre valores.

A partir de esa base, la disposición traslada a las sociedades comisionistas de bolsa autorizadas la responsabilidad de determinar los valores elegibles conforme a sus políticas internas de administración de riesgos, exigiendo que, para ese fin, adopten metodologías y controles que contemplen, como mínimo, límites de exposición por contraparte, suficiencia de márgenes, reglas de concentración por emisor o por especie, y criterios de liquidez y formación de precios. Con ello, el artículo fortalece el marco prudencial de las cuentas de margen al vincular la elegibilidad de los valores a condiciones objetivas de negociación y transparencia y, al mismo tiempo, imponer una gestión activa de riesgos que debe estar diseñada para prevenir o mitigar los riesgos de crédito, de liquidez, operacionales y sistémicos asociados a estas operaciones.

En materia de garantías o margen, el proyecto modifica el artículo 2.33.1.2.1 para reafirmar que el margen debe estar previamente en poder de la sociedad autorizada antes de abrir posiciones, y deja a los sistemas de compensación y liquidación y a las cámaras de riesgo central de contraparte la definición de la cuantía de márgenes mínimos bajo sus reglamentos y modelos o metodologías de riesgo, incluso lo que respecta a su constitución. Se mantiene la facultad de exigir márgenes superiores tanto por parte de los sistemas de negociación como de las sociedades comisionistas de bolsa.



El proyecto también revisa la disposición sobre manejo de recursos en el artículo 2.33.1.2.4, reafirmando la obligación de que los recursos dinerarios correspondientes al margen estén disponibles exclusivamente para el desarrollo de los contratos de cuentas de margen, garantizando su segregación y disponibilidad operativa, dejando a elección del intermediario el vehículo donde se encontraran los recursos disponibles.

4. Bibliografía

- Banco de la República (2024). Reporte de la Infraestructura Financiera e Instrumentos de Pago. Disponible en: <https://www.banrep.gov.co/es/publicaciones-investigaciones/reporte-infraestructura-financiera-instrumentos-pago/2024>
- Decreto 2555 de 2010. Disponible en: <https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=40032>
- European Securities and Markets Authority (2013). *Guidelines and Recommendations for establishing consistent, efficient and effective assessments of interoperability arrangements*. Disponible en: <https://www.esma.europa.eu/document/guidelines-and-recommendations-establishing-consistent-efficient-and-effective-assessments>
- Committee on Payment and Settlement Systems: Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (2012). *Principles for financial market infrastructures*. Disponible en: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD377-PFMI.pdf>
- URF (2024). Documento Técnico: Mecanismos de liquidez de valores. Disponible en: <https://www.urf.gov.co/documents/283253/0/4.1+DT+D1239+Promocio%CC%81n+liquidez.pdf/374fce76-d453-2f0e-9235-db5ab242322c?t=1738798016853>
- 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/documents/283253/0/4.1+20190806+DT+custodia+TTV+final+junio+6+cambios+sec+general.pdf/d04d6bb2-9c2e-a371-5bfe-705fd25e9b26?t=1739226744876>