

Régimen del mercado de valores

Tomo III Intermediación en el mercado de valores

JUAN CARLOS VARÓN PALOMINO
GERMÁN DARÍO ABELLA ABONDANO
(Coordinadores académicos)

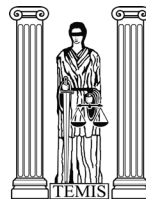
RÉGIMEN
DEL MERCADO DE VALORES

JUAN CARLOS VARÓN PALOMINO
GERMÁN DARÍO ABELLA ABONDANO
(Coordinadores académicos)

RÉGIMEN DEL MERCADO DE VALORES

TOMO III

Intermediación en el mercado de valores



Bogotá - Colombia
2018

Régimen del mercado de valores. – Bogotá : Universidad de los Andes, Facultad de Derecho, Ediciones Uniandes : Temis, 2017-

4 tomos ; 16 x 23 cm.

Contenido : tomo 3. Intermediación en el mercado de valores / Juan Carlos Varón Palomino, Germán Darío Abella Abondano (Coordinadores Académicos)

ISBN 978-958-35-1132-5 (obra completa) ; 978-958-35- (tomo 3)

1. Bolsa de valores - Legislación I. Universidad de los Andes (Colombia). Facultad de Derecho.

CDD 346.092

SBUA

Para citar este libro: <http://dx.doi.org/10.15425/2017.105>

© Juan Carlos Varón Palomino y Germán Darío Abella Abondano

© Juan Pablo Cárdenas Mejía, Guillermo Quiroga Barreto, Sandra Villota Mariño, Felipe Trujillo Vargas, Daniel Rincón Vargas, César Augusto Rodríguez Martínez, Jaime Rincón, Carolina Largacha Buraglia, Arturo Ardila Ramírez, 2018.

© Ediciones Uniandes

Calle 19 núm. 3 – 10, oficina 1401

Bogotá, D. C., Colombia

Teléfono: 3394949, ext. 2133

<http://ediciones.uniandes.edu.co>

infeduni@uniandes.edu.co

© Editorial Temis S. A., 2018.

Calle 17 núm. 68D - 46, Bogotá.

www.editorialtemis.com

ISBN: 978-958-35-1132-5 (La obra)

978-958-35-_____(Tomo III

29 _____

ISBN e-book: 978-958-774-745-4

Diseño de cubierta: Neftali Vanegas

Universidad de los Andes | Vigilada Mineducación.

Reconocimiento como universidad: Decreto 1297 de 30 de mayo de 1964.

Reconocimiento de personería jurídica: Resolución 28 de 23 de febrero de 1949, Minjusticia.

Acreditación institucional de alta calidad, 10 años: Resolución 582 del 9 de enero de 2015, Mineducación.

Hecho el depósito que exige la ley.

Impreso en Editorial Nomos.

Diag. 18bis núm. 41 - 17, Bogotá.

Todos los derechos reservados. Esta publicación no puede ser reproducida ni en su todo ni en sus partes, ni registrada en o transmitida por un sistema de recuperación de información, en ninguna forma ni por ningún medio, sea mecánico, fotoquímico, electrónico, magnético, electro-óptico, por fotocopia o cualquier otro, sin el permiso previo por escrito de los editores.

PRESENTACIÓN

El tercer tomo de la obra colectiva tiene por objeto el estudio de la actividad de intermediación en el mercado de valores. En primer término, en la parte primera se plantean el concepto y las modalidades de intermediación, precisando la definición reguladora de la actividad, las operaciones que la tipifican, las condiciones especiales para su realización y los aspectos conceptuales transversales a los contratos, operaciones, productos y servicios de intermediación en el mercado de valores.

La parte segunda desarrolla *in extenso* el estudio de los contratos, operaciones, productos y servicios de intermediación de valores, en particular la compraventa, la comisión, el corretaje, los contratos de administración de inversiones e intermediación de valores, el *underwriting* de valores, los derivados, las cuentas de margen, las ventas en corto y transferencias temporales de valores, los reportos y operaciones simultáneas, y la asesoría en el mercado. La sección final de este capítulo contiene un examen de los deberes de los intermediarios de valores en materia de información, conflictos de interés, documentación de contratos, órdenes y operaciones, reserva, separación de activos, valoración, procesamiento de órdenes, mejor ejecución y asesoría profesional, así como la reseña del régimen de protección a los consumidores de productos y servicios del mercado de valores.

ÍNDICE GENERAL

	PÁG.
Presentación	VII

PARTE PRIMERA

INTERMEDIACIÓN EN EL MERCADO DE VALORES

CAPÍTULO ÚNICO

CONCEPTO Y MODALIDADES DE INTERMEDIACIÓN EN EL MERCADO DE VALORES

GERMÁN DARÍO ABELLA ABONDANO

1. Antecedentes.....	3
A) La mediación y la intermediación en el mercado de valores	3
B) La intermediación de valores en Colombia antes del año 2005	6
C) La intermediación a partir del año 2005.....	15
2. El régimen de intermediación en el mercado de valores.....	18
A) Definición de “intermediación” contenida en la norma de intervención	18
B) Operaciones que califican como intermediación de valores...	20
C) Condiciones especiales para la realización de operaciones en el mercado mostrador	26
3. Aspectos conceptuales de los contratos, operaciones, productos y servicios de intermediación en el mercado de valores	29
A) Concepto de “contrato del mercado de valores”	29
B) Los conceptos de “operaciones”, “productos” y “servicios” del mercado de valores	31
C) Características de los contratos de intermediación de valores	35
a) Los sujetos calificados.....	37
b) Las actividades del mercado de valores constituyen el marco de los contratos del mercado de valores.....	38

	PÁG.
c) La compraventa es el negocio típico de las operaciones de intermediación de valores	39
d) El objeto es específico	42
e) Concurrencia de normas de naturaleza pública y privada	45
f) Aplicación prevalente y obligatoria de la normativa del mercado de valores y de los objetivos y criterios propios de dicha regulación.....	46
g) La contratación en el mercado de valores se sujeta a las reglas de protección del consumidor	47
D) Clasificación de las modalidades de contratación en la intermediación de valores	47
E) Disposiciones legales y reglamentarias aplicables a la intermediación de valores	50
Bibliografía	51

PARTE SEGUNDA

CONTRATOS, OPERACIONES, PRODUCTOS Y SERVICIOS DE INTERMEDIACIÓN DE VALORES

CAPÍTULO I

CONTRATO DE COMPRAVENTA

JUAN PABLO CÁRDENAS MEJÍA

1. Venta e intermediación de valores.....	55
2. Las características del contrato de compraventa	60
3. Los elementos del contrato	60
A) Capacidad	60
B) Consentimiento.....	66
C) Objeto	71
4. La nulidad de las operaciones.....	72
5. Cumplimiento	74
6. La obligación de saneamiento	75
Bibliografía	77

CAPÍTULO II

CONTRATO DE COMISIÓN

GUILLERMO QUIROGA BARRETO

1. Antecedentes.....	78
----------------------	----

	PÁG.
2. Concepto	78
3. Características	79
4. Elementos o requisitos de eficacia del contrato de comisión	80
A) Requisitos de existencia	80
a) Manifestación de voluntad o consentimiento	80
b) Objeto y causa	81
B) Elementos de la esencia.....	83
C) Requisitos de validez.....	83
a) Capacidad	83
b) Consentimiento libre de vicios	84
c) Objeto lícito	86
d) Causa lícita	87
5. Partes en el contrato de comisión	87
A) El comitente.....	87
B) La sociedad comisionista.....	87
6. Obligaciones	88
A) Obligaciones del comitente	88
a) Pagar la remuneración pactada	88
b) Provisión de fondos para la ejecución del contrato	89
c) Reembolso de gastos razonables que la gestión del encargo ocasione e indemnización de perjuicios que puedan surgir con ocasión del contrato	89
B) Obligaciones de la sociedad comisionista	90
a) Obligaciones de gestión.....	90
b) Obligaciones de información y de reserva	92
c) Obligaciones de registro de operaciones y de órdenes.....	92
d) Obligación de rendir cuentas	93
e) Obligaciones de verificación	93
7. Prohibiciones	93
8. Terminación	94
Bibliografía	95

CAPÍTULO III

CONTRATO DE CORRETAJE

GUILLERMO QUIROGA BARRETO

1. Antecedentes.....	97
2. Concepto	97
3. Características.....	101

	PÁG.
4. Elementos o requisitos de eficacia del contrato de corretaje	102
A) Requisitos de existencia	102
a) Manifestación de voluntad o consentimiento	102
b) Objeto y causa	103
B) Elementos de la esencia	104
a) El servicio o actividad mediadora	104
b) La remuneración	104
C) Requisitos de validez	107
a) Capacidad	107
b) Consentimiento libre de vicios	108
c) Objeto lícito	110
5. Partes	111
A) Persona que encarga la gestión, oferente o mediado	111
B) Corredor	111
6. Obligaciones	112
A) Obligaciones del corredor	112
a) Obligaciones de gestión	112
b) Obligaciones de reserva	113
c) Obligaciones de rendir cuentas	113
d) Obligaciones de no hacer	114
B) Obligaciones del oferente	114
a) Obligaciones de información	114
b) Obligación del cumplimiento de las operaciones	114
c) Pagar la remuneración	114
7. Terminación	115
Bibliografía	115

CAPÍTULO IV

CONTRATOS DE ADMINISTRACIÓN DE INVERSIONES E INTERMEDIACIÓN DE VALORES

JUAN CARLOS VARÓN PALOMINO

1. Noción	117
2. Fideicomiso de inversión	118
A) Antecedentes	118
B) Concepto, definición y características	120
a) Elementos esenciales y de validez	122
C) Partes	127
D) Derechos y obligaciones de los sujetos intervinientes	129
a) Fideicomitente	129

	PÁG.
b) Fiduciario.....	130
c) Beneficiario.....	137
E) Terminación del contrato	137
3. Administración de portafolios de terceros.....	138
A) Antecedentes.....	138
B) Concepto, definición y características	139
C) Elementos esenciales y de validez.....	141
D) Partes	142
E) Derechos y obligaciones de las partes	142
a) Inversionista.....	142
b) Intermediario bursátil	142
F) Terminación del contrato	148
Bibliografía	149

CAPÍTULO V

CONTRATO DE “UNDERWRITING”

GUILLERMO QUIROGA BARRETO

1. Antecedentes.....	150
2. Concepto	152
A) Asesoría para la estructuración de la emisión	153
B) Prefinanciación de la emisión.....	153
C) Colocación de la emisión.....	153
3. Características.....	154
4. Elementos o requisitos de eficacia del contrato de “underwriting”	155
A) Requisitos de existencia	155
a) Manifestación de voluntad o consentimiento	155
b) Objeto	156
c) Causa	156
B) Elementos de la esencia.....	156
a) Gestión o prestación del servicio.....	156
b) Remuneración.....	157
C) Requisitos de validez.....	158
a) Capacidad	158
D) Consentimiento libre de vicios	161
a) Error.....	161
b) Fuerza	162
c) Dolo	162
d) Objeto lícito	163
e) Causa lícita	163

	PÁG.
5. Partes	163
A) “Underwriter”	163
B) Emisor o entidad que encarga la emisión	164
C) Otros intervinientes	165
6. Obligaciones	165
A) Obligaciones del “underwriter”	165
a) En la etapa de asesoría	165
b) En la etapa de prefinanciamiento	166
c) En la etapa de colocación	166
B) Obligaciones del emisor	166
a) Obligaciones de hacer	167
b) Obligaciones de dar	167
c) Obligaciones de no hacer	167
7. Terminación	167
Bibliografía	168

CAPÍTULO VI

CONTRATOS DE DERIVADOS

SANDRA VILLOTA MARIÑO

FELIPE TRUJILLO VARGAS

1. Antecedentes: historia y contexto de desarrollo de los derivados	169
A) Concepto: uso y características de los mercados de derivados	173
a) Estructura de los mercados de derivados	174
b) Uso de los productos derivados	178
c) Productos financieros derivados	182
B) Clasificación	183
a) Productos derivados que incorporan el intercambio de obligaciones	183
b) Productos derivados que incorporan el intercambio de derechos. Opciones	191
c) Combinaciones o estructuras	194
2. La importancia de regular los derivados	197
3. El contrato de derivados	201
A) Introducción	201
a) Naturaleza, objeto y elementos	201
4. Algunos aspectos jurídicos asociados a los tipos de contratos de derivados	203
A) Derechos y obligaciones	204
B) Compensación y liquidación	206

	PÁG.
5. Evolución y regulación comparada	207
A) Reino Unido.....	207
B) Colombia	209
C) Chile	214
D) Brasil.....	217
E) Perú	222
F) México	223
Bibliografía	225

CAPÍTULO VII

CONTRATO DE CUENTAS DE MARGEN

DANIEL RINCÓN VARGAS

1. Antecedentes.....	227
2. Concepto.....	228
3. El contrato de cuentas de margen.....	231
A) Definición normativa	231
a) Colombia	231
b) Perú.....	232
B) Partes	233
a) Sociedades del mercado de valores autorizadas	233
b) Clientes	234
C) Obligaciones de las partes	237
a) Obligaciones de la sociedad del mercado de valores au- torizada	238
c) Obligaciones del cliente.....	241
4. Valores sobre los cuales se puede desarrollar el contrato.....	242
A) Colombia	242
B) Perú.....	244
5. Terminación del contrato	244
A) Colombia	244
B) Perú.....	246
Bibliografía	246

CAPÍTULO VIII

CONTRATO DE VENTAS EN CORTO

DANIEL RINCÓN VARGAS

1. Antecedentes.....	247
----------------------	-----

	PÁG.
2. Alcances y características de las ventas en corto	250
3. Los dos factores presentados por la iosco y su papel en la definición	254
4. El análisis de la regulación colombiana de ventas en corto	257
5. Comentarios sobre la naturaleza jurídica de las operaciones de venta en corto	259
6. Régimen prudencial de la venta en corto	260
Bibliografía	263

CAPÍTULO IX

CONTRATOS DE REPOS, SIMULTÁNEAS Y TRANSFERENCIA TEMPORAL DE VALORES

DANIEL RINCÓN VARGAS

1. Antecedentes.....	264
2. Concepto.....	266
3. Funcionamiento de una operación típica.....	271
4. Otros usos de las operaciones repo, simultáneas y de transferencia temporal de valores.....	274
5. Régimen de riesgos de las operaciones repo, simultáneas y de transferencia temporal de valores.....	275
6. Incumplimiento en las operaciones repo, simultáneas y de transferencia temporal de valores.....	279
Bibliografía	282

CAPÍTULO X

ASESORÍA EN EL MERCADO DE CAPITALES

CÉSAR AUGUSTO RODRÍGUEZ MARTÍNEZ

Introducción	283
1. Definición y alcance de la asesoría en el mercado de capitales...	283
A) Definiciones doctrinales	283
B) Definiciones normativas	286
C) La asesoría en mercado de capitales como una actividad propia de entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia.....	289

	PÁG.
2. Vigilancia y autorregulación en el tema en otras jurisdicciones...	298
A) Estados Unidos	298
B) España.....	299
C) Chile	300
D) México.....	300
3. El contrato de asesoría en banca de inversión	301
A) Naturaleza jurídica	301
a) Intuitu personae	302
b) Oneroso.....	304
B) Algunas cláusulas comunes a los contratos de asesoría en banca de inversión	306
a) La cláusula de exclusividad.....	306
b) La cláusula de confidencialidad.....	307
c) La cláusula de indemnidad	308
d) La cláusula de preferencia	316
C) Constitución de sucursal en Colombia por los banqueros no residentes	316
Conclusiones	321
Bibliografía	322

CAPÍTULO XI

ASESORÍA EN EL MERCADO DE VALORES COMO ACTIVIDAD DE INTERMEDIACIÓN DE VALORES EN COLOMBIA

JAIME RINCÓN

Introducción	323
1. Distintos agentes que pueden prestar asesoría.....	327
A) Comisionistas de bolsa o <i>brokers</i>	328
B) Asesores vinculados a agentes de inversión colectiva	328
C) Asesores independientes.....	329
D) Planeadores financieros	329
2. Legislación comparada	329
A) Europa.....	330
a) Asesoría como servicio de inversión.....	330
b) Definición de “asesoría”	331
c) Nuevas entidades autorizadas para prestar asesoría	332
d) Normas de conducta en la asesoría.....	332
B) Estados Unidos	333
a) Regulación sobre asesores en inversión (<i>investment advisers</i>).....	334

	PÁG.
b) Definición de asesoría y deber de registro.....	334
c) Caracterización de la actividad.....	335
d) Regulación sustantiva.....	340
e) Deberes fiduciarios y revelación de conflictos de interés	340
f) Forma en que se puede promocionar la asesoría en inversión	341
3. El caso colombiano.....	343
A) Análisis del artículo 7.1.1.1.3 del Decreto 2555 del 2010	344
a) ¿Asesoría para qué?.....	344
b) Exclusión de sus efectos a las entidades reguladas	344
c) Excepción para la actividad de banca de inversión y gestores profesionales de fondos de capital privado.....	346
B) Caracterización de la asesoría más allá del artículo 7.1.1.1.3 del Decreto 2555 del 2010.....	348
a) Concepto de “asesoría”.....	348
b) Carácter profesional de la asesoría	349
c) ¿Cómo determinar la existencia de una relación de asesoría?.....	350
C) Relación de la actividad de asesoría con otras actividades ...	353
a) La asesoría frente a los columnistas de opinión	354
b) La asesoría frente a la publicidad y el ofrecimiento de productos de los intermediarios	357
c) Asesoría frente a la educación financiera	357
D) Las normas de conducta en Colombia	358
a) Deber de asesoría profesional.....	358
b) Asesoría frente al deber de certificación.....	360
E) Deberes relacionados con la relación fiduciaria	362
4. Consideraciones finales	365
Bibliografía	368

CAPÍTULO XII

DEBERES DE LOS INTERMEDIARIOS DE VALORES

CAROLINA LARGACHA BURAGLIA

ARTURO ARDILA RAMÍREZ

1. Deber de información.....	369
A) Concepto y finalidad.....	369
B) Principales características de la información que se debe suministrar.....	371

	PÁG.
C) Operaciones de intermediación de valores a las que se aplica	371
D) Revelación sobre la naturaleza jurídica y las características de las operaciones de intermediación	372
E) Revelación de información a clientes sobre productos y riesgos asociados a estos	373
F) Revelación de políticas de comisiones, márgenes y tarifas...	374
G) Manejo de libretos para el correcto entendimiento de los negocios.....	375
H) Suministro de información en el mercado mostrador (OTC)	376
I) Envío de extractos y comprobantes de operaciones	378
J) Campañas y programas publicitarios.....	379
K) Informes económicos.....	381
L) Información a los consumidores financieros en la Ley 1328 del 2009	382
M) Educación a los inversionistas.....	385
2. Deberes frente a los conflictos de interés	385
A) Concepto y finalidad.....	385
B) Operaciones de intermediación a las que aplica.....	389
C) Prevención y administración de los conflictos de interés.....	391
D) Normas especiales sobre conflictos de interés.....	392
3. Deber de documentación	394
A) Concepto y finalidad.....	394
B) Operaciones de intermediación a las que se aplica	395
C) Documentación de órdenes y operaciones	396
D) Documentación a través de medios verificables.....	396
E) Principio de trazabilidad.....	399
F) Documentación de información sobre clientes.....	401
4. Deber de reserva	402
A) Concepto y finalidad.....	402
B) Operaciones de intermediación a las que se aplica	403
5. Deber de separación de activos	403
A) Concepto, finalidad y efectos	403
B) Operaciones de intermediación a las que se aplica	404
C) Mecanismos (separación e identificación de cuentas de recursos y valores).....	404
D) Prohibición sobre utilización de recursos/valores de los clientes.....	405
6. Deber de valoración.....	405
A) Concepto y finalidad.....	405
B) Operaciones de intermediación a las que aplica.....	406
C) Mecanismos de consulta.....	407

	PÁG.
D) Precio justo de intercambio o precio de mercado.....	407
E) Proveedores de precios para valoración	408
F) Metodologías de valoración de inversiones	408
G) Clasificación de inversiones	409
7. Deberes asociados con el procesamiento de órdenes	410
A) Concepto y finalidad.....	410
B) Operaciones de intermediación a las que se aplica	411
C) Principios	412
a) Trazabilidad	412
b) Equidad.....	412
c) Revelación del sistema para el procesamiento de órdenes	412
d) Integridad y seguridad en el manejo de documentación...	412
D) Pasos para el debido procesamiento de órdenes.....	414
E) Tipos de órdenes.....	416
F) Canales para la recepción de órdenes.....	417
a) Redes de oficinas	418
b) Asesor comercial	419
c) Operadores con acceso directo	419
d) Operadores sin acceso directo	420
e) Sistema electrónico de “ruteo” de órdenes (o “ <i>e-trading</i> ”)	420
8. Deber de mejor ejecución.....	421
A) Concepto y finalidad.....	421
B) Operaciones de intermediación a las que se aplica	422
C) Parámetros y variables para evaluar la mejor ejecución se- gún el tipo de inversionista.....	423
D) Deber especial en el OTC: otorgar mejores condiciones de mercado	424
9. Deber de asesoría profesional	425
A) Precisiones iniciales.....	425
a) Asesoría como actividad de intermediación.....	426
b) Asesoría como deber de los intermediarios.....	427
c) Asesoría como actividad para la cual se requiere de certi- ficación e inscripción en el Registro Nacional de Profe- sionales del Mercado de Valores	428
B) Concepto, alcance y finalidad.....	428
C) Operaciones de intermediación a las que se aplica	431
D) Otras expresiones del deber de asesoría	431
E) Deber de asesoría en las operaciones a través de sistemas de enrutadores de órdenes electrónicos (<i>e-trading</i>)	433
F) Extensión del deber de asesoría profesional en el OTC.....	436
G) Diferencia entre el deber de mejor ejecución y el deber de asesoría profesional	436

10. Protección a los consumidores de productos y servicios del mercado de valores	437
A) Aspectos generales	437
B) Concepto de “consumidor financiero”	437
C) Principios	438
a) Debida diligencia	438
b) Libertad de elección.....	438
c) Transparencia e información cierta, suficiente y oportuna	439
d) Responsabilidad de las entidades vigiladas en el trámite de quejas	439
e) Manejo adecuado de los conflictos de interés	439
f) Educación para el consumidor financiero.....	439
D) Derechos de los consumidores financieros.....	439
E) Buenas prácticas y deberes de los consumidores financieros	440
F) Obligaciones de las entidades vigiladas	441
G) Sistema de Atención al Consumidor Financiero (SAC)	444
H) Defensoría del Consumidor Financiero.....	445
Bibliografía	448

PARTE PRIMERA

**INTERMEDIACIÓN
EN EL MERCADO DE VALORES**

CAPÍTULO ÚNICO

CONCEPTO Y MODALIDADES DE INTERMEDIACIÓN EN EL MERCADO DE VALORES*

GERMÁN DARÍO ABELLA ABONDANO**

1. ANTECEDENTES

A) *La mediación y la intermediación en el mercado de valores*

Tan antigua como el comercio mismo ha sido la función de mediación¹ del comerciante. Desde la órbita económica, dicha función ha consistido en aproximar a oferentes y demandantes en un mercado organizado, o aún por fuera de éste. Si bien el comerciante ha adelantado esta actividad mediante variadas figuras jurídicas, la más común ha sido el corretaje². Pero además de la mediación, el comerciante también

* Para citar este capítulo: <http://dx.doi.org/10.15425/2017.106>.

** Germán Darío Abella Abondano es abogado egresado de la Facultad de Jurisprudencia del Colegio Mayor de Nuestra Señora del Rosario (1983). Especializado en Derecho Comercial en la Universidad de los Andes en 1988. Fue abogado en el Banco Nacional en Liquidación, director de Asuntos Legales del Banco Popular, jefe de la División de Bolsas de Valores e Intermediarios de la Superintendencia de Valores, miembro principal de la Cámara Disciplinaria de la Bolsa de Bogotá, secretario general de Bancafé, vicepresidente jurídico y secretario general de la Bolsa de Bogotá y de la Bolsa de Valores de Colombia. Desde junio del 2006 es consultor legal independiente, miembro de juntas directivas y profesor de derecho de las universidades de los Andes, Externado de Colombia, Javeriana y Colegio Mayor del Rosario.

¹ Según Garrigues, “[l]a figura del mediador aparece en las culturas más primitivas. Su función consistía en facilitar la aproximación de compradores y vendedores, estimulando la coincidencia entre oferta y demanda [...]”: Joaquín Garrigues, *Curso de Derecho Mercantil*, tomo III, Bogotá, Temis, 1987, pp. 43 y 44.

² Como se verá más adelante, en el caso colombiano la regulación del mercado de valores califica el corretaje de valores como operación de intermediación de valores, y desde la caracterización legal del mismo en el Código de Comercio (artículo 1340) se califica al corredor como un agente intermediario.

ha recurrido a la intermediación³ como forma de acercar la oferta y la demanda. No obstante, a diferencia de la mediación, la intermediación supone la participación del comerciante en el negocio que busca concretar y, generalmente, lo hace mediante la sustitución de una de las partes, bien sea porque participe en el negocio con su patrimonio y por su propio interés, o bien porque gestione intereses ajenos.

La forma de intermediación de más vieja data que reconoce el derecho comercial es la compraventa mercantil, en la cual el comerciante, sin atender a intereses de terceros, participa en el negocio aproximando la oferta y la demanda. Ciertamente, a través de este contrato los comerciantes⁴ intermedian entre la oferta y la demanda al adquirir los bienes con su propio patrimonio para venderlos luego a terceros⁵. Por su parte, los principales contratos mediante los cuales el comerciante ha gestionado intereses ajenos como intermediario son la representación, el mandato, la agencia y la comisión.

En lo que a los mercados de valores se refiere, la participación del comerciante al acercar la oferta y la demanda, en este caso, entre el dinero y los valores, no ha sido diferente. Quienes actúan en estos mercados

³ En el *Diccionario de la lengua española* de la Real Academia Española, vigésima primera edición, *intermediar* se define como “mediar, existir un cosa en medio de otras”. Por su parte, el *Diccionario de derecho comercial y de la empresa* de Saúl A. Argeri (Buenos Aires, Astrea, 1982, p. 250) indica que “intermediario” es el “Sujeto que, en principio, por la mecánica compleja del movimiento comercial, situándose entre el productor y el consumidor, realiza un actividad profesional, con fines de lucro, mediando en la gestión, administración, estímulo y cambio de bienes y servicios”. A su vez, el mismo diccionario define “mediación comercial” como el “Contrato de naturaleza comercial mediante el cual una parte se obliga a pagar a la otra (mediador) una retribución de orden económico por la obtención, mediante su actividad, de la celebración de un contrato, o por indicarle el tiempo, la oportunidad o la persona con quien puede concertar un determinado negocio” (p. 282).

⁴ La habitualidad resulta esencial para calificar a quien realiza esta actividad como comerciante e intermediario.

⁵ Garrigues se refiere a esta modalidad contractual así: “[C]oncebido el derecho mercantil clásico como el derecho que regula los actos de intromisión especulativa entre productores y consumidores (actos de comercio), la compraventa tenía que ser, por su misma naturaleza, el acto mercantil por excelencia: comercio y compraventa se consideraban términos equivalentes. Y no es posible dudar que la compraventa reúne, en efecto, las características objetivas del acto jurídico de comercio, cuya función mediadora encuentra en ese contrato el instrumento jurídico adecuado, porque el mejor medio para tomar los productos del productor y ponerlos en manos del consumidor consiste en comprarlos al primero y revenderlos al segundo”. Joaquín Garrigues, *Curso de Derecho Mercantil*, tomo IV, Bogotá, Temis, 1987, pp. 68 y 69.

en calidad de intermediarios⁶ han acudido esencialmente a las mismas formas de mediación e intermediación mercantil a que hemos hecho referencia. Por ello, la normativa básica de los contratos de intermediación de valores, sea de aquellos a través de los cuales se gestiona un interés ajeno o de aquellos en los cuales se actúa en cuenta propia, corresponde al derecho privado, es decir, a la contenida en los estatutos comerciales y civiles.

Sin embargo, dado el interés público que caracteriza los mercados de valores y, derivado de esta característica⁷, la creciente intervención del Estado sobre las actividades de dichos mercados y sobre los sujetos que las realizan, es común encontrar un marco normativo especial que en ocasiones suele complementar o modificar las normas sustantivas de derecho privado aplicables a las modalidades tradicionales de intermediación. Este marco legal especial se refiere no solo a las figuras jurídicas con las cuales los comerciantes especializados de este mercado intermedian o celebran operaciones⁸, sino al instrumento mismo sobre el cual se intermedia, los valores y los dineros, y a los requisitos o condiciones que deben cumplir los comerciantes que pretendan actuar como intermediarios.

Ahora bien: es preciso reconocer que la normativa contractual en los mercados de valores puede presentar problemas de fragmentación y dispersión y de falta de claridad. Tales problemas por lo general se originan en que las distintas autoridades que intervienen en dichos mercados para el ejercicio de la función de regulación, sean públicas o privadas⁹, en muchas ocasiones definen características financieras o jurídicas puntuales para las operaciones, en adición a las contempladas en el derecho mercantil o civil, con fundamento en lineamientos provenientes de sistemas jurídicos extranjeros¹⁰, y que no logran incorporarse o ajustarse de una manera adecuada al modelo o sistema jurídico propio.

⁶ En el mercado de valores la intermediación se considera el género y la mediación comercial la especie.

⁷ Actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores.

⁸ La expresión “celebrar operaciones” corresponde a la terminología propia de los mercados financieros y de valores utilizada para identificar los contratos y negocios que se realizan dentro de ellos.

⁹ Es el caso de las entidades autorreguladoras en los mercados de valores.

¹⁰ Para nadie es desconocido que los mercados de valores más avanzados han sido los anglosajones, por lo tanto es común la importación de reglas desde tales mercados a los mercados continentales, muchos de ellos con sistemas jurídicos de origen romano-germánico.

Finalmente, también hay que considerar que las reglas que constituyen el marco normativo especial de la actividad de mediación e intermediación de valores tienen por objeto determinar la arquitectura del mercado de valores o definir el perímetro¹¹ de la intervención del Estado en él. Ciertamente, el Estado al calificar y reglamentar las operaciones que constituyen intermediación de valores, los sujetos que pueden realizarlas y las condiciones que deben cumplir para ello, busca concretar los objetivos de la intervención, es decir, la protección de los inversionistas¹² y la seguridad, integridad y transparencia de los mercados.

B) *La intermediación de valores en Colombia antes del año 2005*

Desde 1979, año en que se expidió la Ley 32¹³, primera ley de valores de Colombia, se adoptó el término “intermediación” como parte del concepto que delimitaba el mercado público¹⁴ de valores y, por lo tanto, la capacidad de intervención del Estado en dicho mercado.

En efecto, el artículo 6.º de la ley dispuso que conformaban el mercado público de valores “[...] la emisión, suscripción, *intermediación* y negociación de los documentos emitidos en serie o en masa, respecto de los cuales se realice oferta pública, que otorguen a sus titulares derechos de crédito, de participación y de tradición o representativos de mercancías” (énfasis agregado).

A su vez, el artículo 8.º de la Ley 32, al definir el alcance de la intervención del Estado, exigió que la intermediación de valores solo fuera realizada por personas inscritas en el Registro Nacional de Intermediarios de Valores. Como resultado de lo anterior, el Decreto Extraordinario 1167 de 1980¹⁵ estableció las pautas conforme a las cuales debía organizarse el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, norma que si bien no especificó qué era intermediación, ni

¹¹ Sobre la arquitectura y perímetro del mercado de valores, véase la parte primera de la presente obra colectiva.

¹² Hay que tener en cuenta que de conformidad con la tendencia actual, el Estado, además de la protección de los inversionistas como tales, también busca la protección de sus derechos como consumidores financieros. Lo anterior implica que el Estado también expida regulación especial que cobije las actividades de los intermediarios y sus operaciones desde esta última perspectiva.

¹³ Esta ley fue derogada por la Ley 964 del 2005.

¹⁴ Concepto propio de la Ley 32 de 1979 basado en la noción de oferta pública.

¹⁵ Expedido con base en las facultades de la Ley 32 de 1979.

quién era intermediario, fijó las condiciones para la inscripción de los intermediarios en tal registro.

En esa época el alcance del concepto de *intermediación* no suscitaba mayor discusión en la medida en que el ámbito del mercado de valores consistía fundamentalmente en el mercado bursátil¹⁶, cuya esencia era la negociación de acciones. Por lo tanto, según la estructura normativa de la legislación colombiana en ese entonces, los intermediarios de valores eran aquellos que participaban básicamente en la compra y venta de acciones mediante el contrato típico de comisión y de manera no exclusiva ni relevante del contrato de corretaje¹⁷. Tal era, además, la práctica generalizada en los mercados de valores de otros países, los cuales también centraban la intermediación en la actividad de los comisionistas, quienes, como miembros de los mercados (las bolsas), eran el único medio para que los inversionistas (clientes) celebraran compraventas en aquellos¹⁸.

¹⁶ Es decir aquel que se desarrollaba dentro de las bolsas de valores.

¹⁷ Sobre la actividad de corretaje no se ejercía una inspección y vigilancia permanente del Estado.

¹⁸ Incluso en esa época era recurrente encontrar en las normas de valores la prohibición a los comisionistas (debe tenerse en cuenta que algunas normas los denominaban impropriadamente corredores) de negociar por cuenta propia, por sí o por interpuesta persona, con valores o títulos que operaban regularmente. De esta manera se les restringía ese tipo de intermediación. En Colombia, por ejemplo, el Código de Comercio Terrestre de 1887, en el artículo 83 prohibía a los corredores toda especie de negociación a nombre propio o ajeno, sobre los objetos materia habitual de sus negociaciones. Después, también para el caso de los “corredores” miembros de las bolsas, tanto el Decreto 1273 de 1936 como el Decreto 2969 de 1960 prohibieron la negociación por cuenta propia, por sí o por interpuesta persona, con valores o títulos que hacían la materia ordinaria de sus operaciones. De igual forma, el artículo 8.º, numeral 2, del Decreto-Ley 1172 de 1980 prohibió a las sociedades comisionistas de bolsa, a sus socios (esta última expresión fue derogada por el artículo 99 de la Ley 45 de 1990) y a sus administradores negociar por cuenta propia, directamente o por interpuesta persona, acciones inscritas en bolsa, exceptuando aquellas que recibieran a título de herencia o legado, o las de su propia sociedad comisionista de bolsa. En todo caso, hay que aclarar que esta misma norma, en el artículo 2.º, numeral 1, facultaba a las sociedades comisionistas para negociar por cuenta propia valores inscritos en bolsa, pero con el objeto de dar liquidez al mercado. Lo cierto es que, antes de los años ochenta, en la mayoría de los mercados se exigía una estricta separación entre los comisionistas (*brokers*) y los operadores de cuenta propia (*jobbers*). Después de 1984, los mercados de origen anglosajón, debido a la alta y desigual competencia de los operadores de cuenta propia (*jobbers*), permitieron la capacidad dual, es decir, que los comisionistas (*brokers*), además de actuar por cuenta de terceros invirtieran por cuenta propia. De allí surgieron los *brokers-dealers*. Ubaldo Nieto Carrol, *El mercado de valores, organización y funcionamiento*, Madrid, Civitas, 1993, p. 129.