

Negociación de renta variable en el mercado local y en el Mercado GlobalA Colombiano: de la norma a la práctica*

Equity Trading in the Local Market and in the Colombian Global Market: From Law to Practice

Daniel Molano Camacho ^a

Universidad Externado de Colombia, Colombia

daniel.molano@uexternado.edu.co

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-3259-8030>

DOI: <https://doi.org/10.11144/Javeriana.vj70.nrvvm>

Recibido: 01 Septiembre 2020

Aceptado: 16 Junio 2021

Publicado: 30 Diciembre 2021

Resumen:

El presente artículo estudia la forma en la que se lleva a cabo la negociación de renta variable en Colombia desde una perspectiva jurídica y práctica. Para ello, la investigación analiza el marco teórico-jurídico de este segmento del mercado de valores, y lo acompaña con la experiencia práctica de la operación bursátil en el país. En particular, el estudio elabora y combina los aspectos jurídicos y prácticos del funcionamiento de las ruedas de negociación en Colombia, ilustrando sobre un aspecto poco abordado desde el punto de vista del Derecho, esto es, la celebración de operaciones de mercado por medio de ruedas en los sistemas de negociación.

Palabras clave: mercado de valores, renta variable, negociación, mercado secundario, ruedas de negociación.

Abstract:

This article extrapolates how equity trading is carried out in Colombia. The research analyzes the theoretical-legal framework of this section of the stock market and offers a practical perspective of how it works. It elaborates on the way securities negotiation takes place in Colombia, focusing on the concept of “negotiation rounds” and the electronic communication networks (ECNs), illustrating on an aspect not so approached from the point of view of the Law, that is, the celebration of market operations through rounds in the negotiation systems.

Keywords: stock market, equity, trading, secondary market, ECNs.

Introducción

La presente investigación surge de la corroboración de un problema en el estudio jurídico de la negociación de valores de renta variable en Colombia, que es la ausencia de un diálogo claro entre las disposiciones que regulan la materia y la forma en la que se concreta la aplicación práctica de las mismas.

Por ello, y con el objetivo de establecer un puente entre el régimen del mercado de valores y la realización tangible de las operaciones de renta variable, el presente artículo busca exponer la expresión práctica de las disposiciones que lo regulan. Este artículo combinó, de un lado, la revisión integral del marco teórico del mercado de valores colombiano, y del otro, la adecuada comprensión de los aspectos técnicos y prácticos que se corroboran en la praxis del mercado de renta variable¹.

Metodología

La metodología empleada para el desarrollo del presente estudio es deductiva. Con ella, se busca identificar los aspectos generales y conceptuales que integran la negociación de valores de renta variable en Colombia desde un punto jurídico (normativo y doctrinal), que permita concomitantemente realizar un acercamiento práctico a la forma concreta en la que se lleva a cabo dicha negociación en el país. Para lo anterior, el estudio

Notas de autor

^a Autor de correspondencia. Correo electrónico: daniel.molano@uexternado.edu.co

toma en cuenta los conceptos jurídicos propios del régimen del mercado de valores y los contextualiza con las nociones técnicas que componen el mercado de renta variable en Colombia, introduciendo así, una descripción clara de la aplicación de las nociones jurídicas en el desarrollo práctico de la Bolsa. El análisis se vale de una metodología deductiva de investigación, por cuanto parte de los conceptos abstractos contenidos en las normas jurídicas que regulan la materia, y los aterriza a su expresión concreta al explicar cómo se materializan en la práctica los conceptos abstractos contenidos en la norma.

Alcance del estudio

El análisis propuesto en el presente artículo se enmarca en el régimen del mercado público de valores. Concretamente, se encasilla en una arista particular de dicho universo, que es la de negociación de instrumentos de renta variable en dicho escenario. Este mercado, que junto con el de renta fija y el de derivados integra el mercado público de valores colombiano², corresponde a uno de los segmentos más importantes de la negociación de valores en Colombia³. Por ello, el documento analizará la forma en la que se realiza la negociación de títulos de renta variable en el mercado local y en el Mercado Global Colombiano (o MGC), dejando para otra ocasión el análisis de los otros instrumentos que integran el mercado público de valores en Colombia⁴, así como el tramo de negociación en el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), el cual, si bien permite la negociación de renta variable, cuenta con una serie de lineamientos concretos que ameritan un estudio aparte.

Mercado de renta variable en Colombia

Para analizar el mercado de renta variable en Colombia se debe partir de la definición del género al que pertenece, que es el mercado de valores. Se denomina mercado de valores aquel escenario en el cual se unen oferentes y demandantes de valores⁵ para la realización de operaciones de intercambio. En términos normativos, el mercado de valores se encuentra intrínsecamente definido por (i) los actores que intervienen en él⁶; (ii) las operaciones que en este se celebran⁷; y (iii) los títulos que en él circulan⁸. Así, si bien, desde el punto de vista conceptual, la definición general del mercado de valores como tramo del mercado de capitales en el que no existe intermediación propiamente dicha —y donde confluyen oferentes y demandantes de valores para la realización de operaciones sobre dichos instrumentos⁹— se mantiene inalterada, lo cierto es que el régimen del mercado de valores en Colombia enfoca su atención en dichos puntos.

De ahí que clasificaciones del mercado de acuerdo con el tipo de título y su rentabilidad suelen ser recurrentes en todas las latitudes, pues la negociación de determinados instrumentos, por particulares agentes y para determinadas operaciones, es uno de los criterios que permiten realizar clasificaciones de los mercados de valores. Dentro de estas, quizá la más frecuente es aquella que los divide en mercados de (i) renta variable; (ii) renta fija; y (iii) derivados. Colombia no es la excepción y, así como ocurre en muchos otros países¹⁰, divide las operaciones del mercado de valores en estos tres tramos. De esta suerte, y teniendo presente que el primero de ellos es aquel objeto del presente estudio, resulta pertinente definir este segmento del mercado de capitales no intermediado.

El mercado de renta variable¹¹, como lo sugiere su nombre, consiste en aquel escenario en el que se negocian valores que no tienen atado un rendimiento fijo, es decir, aquellos que no representan una rentabilidad determinada a su titular. Su valor, en todos los casos, dependerá de aquel con el que cuenta la compañía en la que se realiza la inversión. En Colombia, el mercado público de valores de renta variable es primordialmente bursátil, lo cual quiere decir que, salvo en las operaciones de Transferencias Temporales de Valores (TTVs) en el mercado mostrador¹², la negociación de dichos títulos deberá hacerse en los sistemas transaccionales

administrados por la Bolsa de Valores de Colombia (BVC)¹³, de acuerdo con las reglas y particularidades aplicables en cada caso.

Composición del mercado de renta variable

En la actualidad, el mercado primario y secundario de renta variable en Colombia es netamente bursátil, por lo cual, siempre se va a desarrollar en el marco de la BVC. Este proveedor de infraestructura¹⁴ ofrece diferentes “productos” y “subproductos”¹⁵, cada uno de los cuales corresponde a operaciones propias del mercado primario o secundario. Actualmente, la BVC ofrece cuatro productos de renta variable, los cuales se encuentran divididos en subproductos que representan operaciones singulares del mercado de la siguiente forma: (1) Negociación X-Stream: (a) MGC, (b) fondos bursátiles (Exchange Traded Funds o ETF), (c) TTVs, y (d) reportos o repo; (2) Operaciones especiales: (a) Emisión Primaria de Acciones (o EPA), (b) readquisición de acciones, (c) Oferta Pública de Adquisición de Acciones (u OPA)¹⁶, (d) book building¹⁷, y (e) martillos¹⁸; (3) Mercado Electrónico Colombiano (o MEC Plus): (a) rueda de Bocas al contado con liquidación T+0 (o Rueda BOCE), y (b) rueda de simultáneas sobre Bocas (o Rueda SIBO); y (4) MILA: (a) MILA trader, y (b) MILA gestión.

Estos productos, que como se indicó integran el mercado de renta variable en Colombia, no suelen coincidir completamente con la noción jurídica y conceptual de mercados primarios y secundarios. Por lo anterior, en términos generales, puede decirse que dichos productos equivalen a tales nociones de la siguiente manera (ver tabla 1).

TABLA 1
Operaciones del mercado primario y secundario en Colombia

Mercado Primario (de emisión)	Mercado Secundario (de negociación)
EPA	MGC
Book building	ETF
Martillos	TTV
	Repos sobre acciones
	BOCE
	SIBO
	MILA
	Readquisición de acciones
	Martillos

Fuente: elaboración propia

Estos productos ofrecidos por la BVC no son otra cosa que la expresión real de la regulación del mercado de valores en Colombia, particularmente, en el marco de la emisión y negociación de títulos de renta variable. Todas estas operaciones, independientemente de su nombre, son verdaderas actividades de intermediación¹⁹ que, además de suponer la aplicación de una serie de reglas particulares para su desarrollo, requieren de la concurrencia de un agente del mercado de valores particular, que es el de las comisionistas de bolsa (o SCB)²⁰.

Estos productos ofrecidos por la BVC en renta variable, como se anunció, no son otra cosa que la expresión concreta de negocios jurídicos en el mercado de valores. De su lectura, se pueden verificar dos categorías concretas de negocios (actividades) de intermediación, esto es: (i) los principales en la transacción, y (ii) los que la anteceden o acompañan. Dentro de los primeros, se encuentran (i) la compraventa; (ii) los repos; (iii) las simultáneas, y (iv) las TTV. Estos contratos, que constituyen la manifestación más dinámica y perceptible en el mercado de renta variable, a su vez requieren de la existencia de uno o varios negocios paralelos para su realización. Estos últimos son los que hemos denominado negocios antecedentes o que acompañan la operación y son (i) el contrato de comisión; (ii) el contrato de corretaje; (iii) el contrato de administración de inversiones e intermediación de valores²¹; (iv) el contrato de “underwriting” o colocación; y (v) el contrato de cuentas al margen.

En el mercado de renta variable se celebran primordialmente contratos de compraventa, de comisión, de administración de inversiones, de repos, de TTV y de simultáneas. Así, los subproductos MGC, ETF, MILA y readquisición de acciones implican un contrato de comisión con el miembro de la BVC²², así como un contrato de compraventa que será celebrado por virtud de dicho mandato. Por su parte, en los negocios de TTV, repos [sobre acciones], BOCE, y SIBO conllevan, además de un contrato de comisión, una operación normativamente catalogada como (i) repo, (ii) simultánea, o (iii) TTV cuando no se actúa en posición propia.

Aunque la forma natural en la que opera la BVC implica que en el funcionamiento de la rueda se celebren operaciones que combinan todo este tipo de negocios en una misma transacción, lo cierto es que estos productos, como se verá más adelante, cuentan con su propia rueda transaccional y llevan el nombre de la operación principal que se celebra en ellos.

Por otro lado, las operaciones EPA y de book building son la expresión tangible de los negocios del mercado primario, es decir, del mercado de emisión²³. Ambos, aunque no serán objeto del presente estudio por la extensión propia del mismo, son la manifestación de las normas contenidas en el Código de Comercio, la Ley 964 de 2005, y el Decreto 2555 de 2010 relativas a los diferentes tipos de oferta pública de valores²⁴.

Así, relacionada la expresión concreta el mercado secundario de valores de renta variable en Colombia, y comprendida la manifestación singular de las nociones jurídicas marco contenidas en las diferentes normas, puede analizarse, concretamente, qué y cómo se negocia en el mercado de renta variable en el país.

¿Qué se negocia en el mercado de renta variable?

Desde un punto de vista netamente normativo, la clasificación de los valores viene dada primordialmente por el tipo de instrumento emitido, mas no por la rentabilidad atada a cada uno de ellos. En efecto, la clasificación primigenia de valores contenida en el artículo 2 de la Ley 964 de 2005 toma como criterio para la identificación determinados instrumentos concretos, sin reparar en principio en la rentabilidad que puede percibirse en cada uno de ellos. Sin embargo, esta norma general de clasificación de valores, como resultado perceptible de la adopción de criterios de clasificación de los mercados en otras latitudes²⁵, ha adquirido un matiz en la práctica, el cual es agrupar los títulos allí contenidos de acuerdo con el tipo de rentabilidad que generan. Como se indicó, desde el punto de vista normativo no predomina una tendencia clara por la clasificación de los títulos de acuerdo con la rentabilidad que reportan. Dicha categorización, en Colombia, obedece fundamentalmente a la práctica del mercado y a la regulación que hace la BVC desde su reglamento y su circular única, a partir de los cuales establece las principales reglas para la negociación de valores en la Bolsa.

En la actualidad, la BVC ofrece el servicio de negociación o transaccional propiamente dicho para los títulos de renta variable a través de las plataformas mencionadas. Estas últimas, a partir del 2021, buscan irse integrando en una plataforma de negociación desarrollada por BME Inntech, la cual permitirá que la negociación de renta variable y de derivados migre a la plataforma multi-mercado Master Trader, de manera que desde esta se puedan hacer operaciones sobre renta fija, variable y derivados²⁶.

Sin perjuicio de ello, en la práctica, existen solamente seis escenarios macro de negociación en renta variable en Colombia, esto es: (i) compraventa de acciones por continuo y por subastas; (ii) operaciones de reporto sobre acciones; (iii) operaciones sobre “otros instrumentos”; (iv) TTV sobre acciones; (v) MGC de acciones; y (vi) MGC de ETFs²⁷. Estos tipos de negociación, aunque implican la celebración de verdaderos contratos²⁸, como se indicó con anterioridad, siguen unas reglas particulares que, por darse en el escenario de un mercado público, requieren del cumplimiento de unos parámetros concretos y adicionales que cualquier contrato tradicional podría tener para su celebración.

¿Cómo se negocia en renta variable?

Para entender la negociación en el mercado de renta variable se debe tener en cuenta una división temporal que aplica a todo el mercado de valores. Esta división temporal, que se lleva a cabo en función de la actividad principal que se lleva a cabo en dicho lapso, divide los estadios del mercado de valores en: (i) negociación; (ii) compensación; (iii) liquidación y (iv) custodia de los valores. Cada una de estas secciones temporales conlleva la realización de una actividad concreta sobre los valores que se negocian, en este caso, en el seno de la BVC²⁹. La primera de ellas, esto es, la negociación, es de la que nos ocuparemos a continuación, en donde se analizará la forma en la que se desenvuelven las transacciones en el mercado secundario de renta variable del mercado de valores en Colombia.

Sistemas transaccionales de negociación

Para comprender la noción de negociación en Colombia, el concepto jurídico de sistemas transaccionales de negociación resulta fundamental. Estos sistemas son definidos como “mecanismos de carácter multilateral y transaccional, a los cuales acuden los participantes o entidades afiliadas para el cierre de ofertas sobre valores (u otros activos financieros definidos en normas especiales, como las divisas) (...)”³⁰. Esta definición, que parecería ser compleja, en la medida en que parece que refiere a un concepto abstracto e intangible, puede entenderse mejor cuando se analiza el funcionamiento del mercado de valores en la práctica. En esta, dichos sistemas son *software* que permiten la negociación de valores a través de introducción de órdenes en el mismo.

En el caso de los valores de renta variable en Colombia, la negociación se lleva a cabo por medio de los sistemas transaccionales administrados por la BVC³¹. En la actualidad, el principal sistema negociación administrado por dicha institución es X-Stream, el cual es ofrecido por Nasdaq-OMX, y permite la realización de varias operaciones de renta variable³². En efecto, en el marco de negociación por medio de esta plataforma se corroboran los “productos” indicados con anterioridad, los cuales, para su negociación, requieren del empleo de aquello que en la práctica es denominado como “ruedas de negociación”.

De esta forma, si bien la plataforma transaccional es solo una, la cual es administrada por la BVC, los negocios que se pueden celebrar en esta son de diferente tipo. Esta plataforma electrónica actúa y cumple los mismos objetivos de aquellas plazas en la que se celebra la negociación a viva voz³³, esto es, acercar la oferta y la demanda de valores en un escenario concreto.

Para el caso de la renta variable en el mercado secundario de valores, los negocios a los que se tiene acceso por medio de esta plataforma son: compraventas, repo, TTV, así como los demás indicados en líneas anteriores. Para negociar dichos instrumentos³⁴, la BVC, y en general los mercados, se han valido de la creación de un concepto concreto, que es el de las ruedas de negociación.

Ruedas de negociación

En términos generales, puede decirse que las ruedas son el “(...) ámbito de negociación en el cual los agentes ingresan sus [o]fertas a efectos de cerrar operaciones”³⁵. Esta definición que, por supuesto, constituye una norma, pero no de carácter reglamentario legal o constitucional, es el punto de partida para entender en la práctica qué es una rueda.

En los términos de la definición, no parecería haber mucha diferencia entre la noción del mercado de valores y la noción de rueda, pues ambos conceptos evocan a espacios en los que se lleva a cabo la negociación. Sin embargo, puede decirse que las ruedas son subespacios que, delimitados por el tiempo, por el tipo de título

y/o por el tipo de operación, se destinan a celebrar esos negocios jurídicos que se denominan operaciones en el lenguaje del mercado de valores.

En Colombia, existen las siguientes ruedas de renta variable: (1) rueda de operaciones de contado³⁶ (a) de instrumentos por continuo, (b) de instrumentos por subastas y (c) de otros instrumentos; (2) Rueda de operaciones repo; (3) Rueda de TTV; (4) Rueda BOCE³⁷; (5) Rueda de SIBO³⁸; y (5) MGC. En cada una de ellas se negocian diferentes instrumentos en función de espacios temporales denominados sesiones de negociación. Esto, que se precisará aún más en párrafos posteriores, da cuenta aquello de lo que está realmente compuesto el mercado de renta variable en Colombia. Sin embargo, la definición de estas nociones generales, las cuales se van concretando más y más a lo largo del presente artículo, nos permite ver cómo, para qué, y bajo qué reglas se negocia en una determinada rueda.

Sesión de negociación

Las sesiones de negociación son espacios temporales dentro de una rueda determinada en los cuales se pueden llevar a cabo determinadas conductas de mercado. En Colombia, las sesiones de negociación dependen de cada rueda, precisamente, porque en función de la rueda de que se trate va a haber un horario determinado para realizar una u otra conducta.

Como se trata de espacios temporales, su expresión se presenta en horas, minutos y segundos. En la actualidad, y debido a que el mercado de valores de Nueva York³⁹ es la plaza de referencia principal en este ámbito financiero⁴⁰, las sesiones que integran las diferentes ruedas de negociación en Colombia se encuentran alineadas con el horario de esa ciudad⁴¹, y en concreto, con el de la New York Securities Exchange (NYSE).

Ruedas de negociación: la expresión concreta de la negociación en el mercado de renta variable

Como lo anunciamos con anterioridad, el mercado de renta variable en Colombia se lleva a cabo en el seno de la BVC. En esta, se adelantan las negociaciones de valores a través de unas ruedas de negociación que, de acuerdo con unos espacios temporales denominados sesiones de negociación, permiten la celebración de negocios sobre títulos de renta variable. Por ello, resulta de toda la relevancia analizar el funcionamiento de las ruedas como se hará a continuación.

Rueda de operaciones de contado por continuo; por subastas; y de otros instrumentos

La rueda de operaciones de contado es un género, que denota el espacio en donde se celebran operaciones de compra y venta de valores de renta variable. Dicho género, a su vez, se divide en tres tramos, esto es, por continuo; por subastas y de otros instrumentos, los cuales constituyen ruedas particulares en las que se negocian acciones u otros valores de renta variable bajo unos parámetros puntuales.

El nombre que lleva la rueda general, esto es, de contado, refiere a la forma en la que tiene lugar el negocio jurídico concreto. Cuando se dice que las operaciones son de contado (o spot), quiere decir que tienen lugar de manera “inmediata”, esto es, que son operaciones que se celebran y se cumplen en el periodo comprendido entre T+0 y T+3⁴².

Por su parte, el rótulo que le sigue a dicho concepto (por continuo, por subastas o de otros instrumentos) depende de las características de los títulos que son negociadas, y en el caso de las ruedas por continuo y por subastas, de la presencia bursátil de la acción que, en últimas, revela qué tanto se está negociando una acción.

La presencia bursátil de estos valores es la medida que permite determinar si una acción va a ser negociada en la rueda por continuo o en la rueda por subastas. Esta medida se calcula de la siguiente manera: (1) se toma el número de días hábiles en el trimestre en el que la acción concreta alcanzó un volumen mayor o igual a 20 millones de pesos; (2) esa cifra en días se divide entre el número de días hábiles del trimestre; y (3) el cociente que resulte de ello se multiplica por cien, lo cual se expresará porcentualmente la presencia bursátil.

El resultado de este cálculo, que por demás reviste algunas particularidades adicionales, es el criterio que permite hacer la clasificación de las dos ruedas de acciones, así: (i) instrumentos por continuo: acciones que tengan una presencia bursátil igual o superior a 20%; y (ii) instrumentos por subastas: acciones que tengan una presencia bursátil inferior a 20%.

Como se indicó, estas ruedas del mercado secundario de renta variable se dividen en tramos denominados sesiones de negociación, en las que se pueden llevar a cabo diferentes conductas por parte de las SCB.

Rueda de contado por continuo

En Colombia, la rueda de negociación de contado por continuo sigue las siguientes reglas (ver tabla 2).

TABLA 2
Rueda de negociación de contado por continuo

Sesión	Horario	Conductas
Preparación para la apertura	Del 1er domingo de noviembre al 2do domingo de marzo: 9:15 a.m. a 9:30 a.m. Del 2do domingo de marzo al 1er domingo de noviembre: de 8:15 a.m. a 8:30 a.m. EST ⁹	<ul style="list-style-type: none"> No hay calce de operaciones: Se pueden eliminar órdenes vigentes de ruedas anteriores: Se puede ingresar, modificar o eliminar cualquier orden en el libro privado⁹¹; No hay órdenes en el libro público⁹²; Permite el ingreso de todas las tipologías de órdenes⁹³.
Mercado abierto con control de precios ⁹⁷	9:30 a.m. a 3:55 p.m. o de 8:30 a.m. a 2:55 p.m.	<ul style="list-style-type: none"> Calces automáticos; Introducción de órdenes en las puntas bien: (i) directamente en el libro público; o (ii) enviándolas desde el libro privado; Finaliza aleatoriamente, entre el minuto 54 y el 56, de manera aleatoria por el sistema; El calce automático implica que: (i) las puntas de compra se calcen al mejor precio (venta - mayor precio, y compra - menor precio); (ii) el precio de calce se hace con la orden más antigua que sea compatible; y (iii) se tienen en cuenta las características de la orden.
Subasta de cierre - Market On Close (o "MOC")	3:55 p.m. a 4:00 p.m.	<ul style="list-style-type: none"> En muchas ocasiones es la sesión con mayor volumen de negociación; Una vez cierra el mercado abierto, inicia esta sesión, que finaliza entre -60 y +60 segundos, aleatoriamente; Calce al precio de equilibrio; Similar a subasta de volatilidad; No hay valor de ajuste como en subasta de volatilidad, sino que son los mismos rangos del mercado abierto; El calce que marca precio en esta sesión es el que sirve de precio de referencia para la apertura de la rueda el día siguiente; Solo órdenes límite; Condiciones de las órdenes: (i) ninguna o (ii) <i>fill and kill</i>; Permite todas (i) las modalidades de duración y (ii) de ventas en corto; y No se aceptan órdenes especiales.

Fuente: elaboración propia

Rueda de contado de otros instrumentos de renta variable

En esta rueda se negocian valores de contado diferentes a acciones. Por ello, cuenta con unas reglas propias, las cuales combinan aquellas explicadas a propósito de las demás sesiones de negociación presentes en otras ruedas.

Teniendo ello presente, y creyendo que la explicación que se hace a partir de las demás secciones de negociación del mercado de renta variable, a propósito de las otras ruedas, creemos a este punto relevante solo recordar (i) las sesiones de negociación que la integran, y (ii) los instrumentos que se negocian en ella. Así, esta rueda se compone de las siguientes sesiones de negociación (i) preparación para la apertura; (ii) mercado abierto sin control de precios; y (iii) subasta de cierre⁴⁸. En ella se negocian otros valores diferentes a acciones, dentro de los cuales se destacan los ETFs sobre índices del mercado de renta variable⁴⁹, como lo son los índices del COLEQTY, COLCAP, COLSC, COL20, el IGBC o, más recientemente, el índice MSCI Colcap.

De esta forma, la rueda de otros instrumentos de renta variable se presenta como el escenario en el que se puede llevar a cabo una mayor diversificación de un portafolio, a través de operaciones de contado en el mercado local, lo cual, sin duda, constituye uno de sus mayores atractivos.

Rueda de contado por subastas

Por su parte, la rueda de negociación de contado por subastas, en la actualidad, se gobierna por algunos parámetros (ver tabla 3)

TABLA 3
Rueda de negociación de contado por subastas

Sesión	Horario	Conductas
Subasta de apertura	8:30 a.m. a 9:00 a.m. y 9:30 a.m. a 10:00 p.m.	• Se llevan a cabo 13 subastas diarias, incluida la de apertura y la de cierre;
Periodo de subastas	9:00 a.m. a 2:30 p.m. y 10:00 a.m. a 3:30 p.m.	• Se adjudican por medio del precio de equilibrio ⁵⁰ ;
		• Cada sesión tiene periodos de (i) recepción y difusión de la orden; y (ii) de adjudicación;
		• El periodo de recepción y difusión es de 29 minutos (-60 o + 60 segundos);
Subasta de cierre	2:30 p.m. a 3:00 p.m.; y 3:30 p.m. a 4:00 p.m.	• No hay límite de precio en las órdenes;
		• Finaliza de manera aleatoria, entre -60 y + 60 segundos de la hora de cierre.

Fuente: elaboración propia

¿Con qué objetivo se celebran estas operaciones?

Estas operaciones de compraventa de acciones, en una y otra rueda, cumplen diferentes objetivos. Dentro de ellos, los más recurrentes suelen ser: (i) la inversión por medio de posiciones en largo; (ii) la ganancia de renta a través de posiciones en corto; (iii) la adquisición de las acciones para la obtención de un dividendo; y (iv) la diversificación del portafolio de inversión.

Así, si bien es indudable que pueden existir cuantas intenciones como ideas en el mercado para utilizar estas operaciones, la obtención de una ganancia por esta vía suele ser más recurrente a través de (i) la valorización o desvalorización de la empresa, para lo cual se utilizan las ventas en corto o en largo, y (ii) la obtención de réditos económicos derivados de la actividad de la empresa, los cuales son llamados dividendos⁵¹.

En términos generales, puede decirse que las operaciones en largo en esta rueda son compraventas que se celebran sobre una acción, con la esperanza de que su precio incremente en momento futuro, en el cual se venderá la acción⁵², obteniendo como ganancia la diferencia entre el precio pagado en la compra y el precio por el que se vendió el título. Por su parte, las ventas en corto, que como se verá pueden ser cubiertas por medio de TTV en el mercado accionario, buscan la obtención de una ganancia por la presencia de una acción a la baja⁵³. Los beneficios de estos negocios, los cuales se explicarán posteriormente, pueden percibirse fácilmente por medio del mercado de contado. Así mismo, la tercera finalidad que se percibe en este escenario es la compra de acciones para la recepción de un dividendo. Este instrumento de distribución de utilidades de la empresa suele ser uno de los motivos que motivan a buena parte de los inversionistas, de ahí que gran número de las acciones listadas en la BVC sean preferenciales⁵⁴. Finalmente, y propio de la rueda de otros instrumentos, las operaciones de compra y venta se pueden dar para la adquisición de un paquete de renta variable con riesgo diversificado, en el cual se combinen valores de diferentes tipos y emisores, como ocurre con los ETF. En la actualidad, el mercado de contado cuenta aproximadamente con 66 acciones listadas en la BVC⁵⁵, y 133 con otros valores⁵⁶.

Rueda de repos sobre acciones

En la rueda de repos sobre acciones se celebran operaciones de reporto sobre estos títulos. Estos negocios, en términos jurídico-contractuales, se asemejan a una compraventa con pacto de retroventa⁵⁷, pues son acuerdos en los que, a cambio de un precio, se da una cosa con la promesa de recomprarla en un tiempo posterior. En términos económicos, por el contrario, los repos son préstamos garantizados en los que el titular de unas

acciones da sus títulos para recibir a cambio un dinero, cuyo pago será garantizado por los valores que, desde el perfeccionamiento del negocio, se encuentran en el patrimonio del acreedor.

La rueda de repo sobre acciones en el mercado local es única, y se rige bajo las siguientes reglas (ver tabla 4).

TABLA 4
Rueda de repo sobre acciones

Sección	Horario	Conductas
Preparación para la apertura	8:15 a.m. a 8:30 a.m., y 9:15 a.m. a 9:30 a.m.	<ul style="list-style-type: none"> • Las SCB pueden administrar sus órdenes sin exposición al mercado; • No hay calces automáticos; • Se permiten órdenes (i) de compra y de venta; (ii) al límite; (iii) con vigencia hasta fin de sesión.
Mercado abierto	8:30 a.m. a 3:00 p.m., 9:30 a.m. a 4:00 p.m.	<ul style="list-style-type: none"> • Ingreso, retiro y modificación de órdenes en el libro público; • Se negocia por medio del sistema de calce automático, aplicable a las operaciones por continuo; • No hay control de precios; • Permite órdenes al límite con vencimiento a fin de sesión; • Las órdenes permanecen en el sistema solo durante el día, al final se eliminan⁵⁸; • El mínimo del contrato es 20 SMMLV;

Fuente: elaboración propia

Esta rueda, como se anunció antes, sirve a los propósitos de dotar liquidez al mercado por medio del perfeccionamiento de una operación cuyos fines responden al modelo jurídico de un préstamo con garantía en propiedad sobre acciones. Al igual que un contrato de compraventa con pacto de retroventa, sin que lo sea, el de reporto cuenta con dos extremos: (i) el pasivo, que vende las acciones de manera transitoria para recibir el dinero correspondiente a éstas más un castigo⁵⁹; y (ii) el activo, que paga un precio por esas acciones con el pacto de devolverlas en un tiempo futuro.

Como se indicó, las únicas que pueden actuar de manera directa en el mercado bursátil son las SCB⁶⁰, por lo cual, serán estas quienes tengan que: (i) constituir garantías sobre la operación; y (ii) suscribir documentos con quien hace el encargo (el inversionista) y con la BVC y la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (o CRCC)⁶¹.

Adicional a ello, dichas operaciones de reporto solo podrán realizarse sobre los valores clasificados en el artículo 3.3.6.3. de la Circular Única de la BVC como integrantes de los grupos A, B, C, D y E, los cuales, responden a una clasificación hecha por la Bolsa de acuerdo con 3 criterios: (i) volumen promedio diario de negociación en el trimestre; (ii) frecuencia de marcación de precio en el trimestre; y (iii) dispersión del volumen en el trimestre.

Sobre las acciones de dichos grupos, y para determinar cuánto se va a desembolsar, se aplica un castigo o “haircut” del valor de las acciones. Ese valor, calculado con base en una fórmula que toma en cuenta la fluctuación total⁶² de las acciones entregadas, es el criterio determinante para saber cuánto se va a prestar⁶³ a quien enajena temporalmente las acciones.

Rueda de TTV sobre acciones

La rueda de TTV es la rueda de las operaciones de préstamo de valores, y en el mercado local colombiano, de acciones. Estas operaciones, se encuentran definidas en el artículo 2.36.3.1.3 del Decreto 2555 de 2010 como negocios en los que se lleva a cabo una transferencia de propiedad de unos valores por parte de un originador a un receptor, con un pacto de acuerdo con el cual el receptor deberá retransferir los valores el mismo día, o en una fecha posterior. Estos préstamos onerosos de acciones locales, en el mercado colombiano, se negocian en una rueda que sigue las siguientes reglas (ver tabla 5).

TABLA 5
Rueda de TTV en Colombia

Sección	Horario	Conductas
Preparación para la apertura	8:15 a.m. a 8:30 a.m. y 9:15 a.m. a 9:30 a.m.	<ul style="list-style-type: none"> • En esta sesión no hay (i) negociación; (ii) calce de operaciones de ninguna naturaleza; (iii) órdenes en el libro público. • Solo se pueden ingresar, modificar o eliminar órdenes en el libro privado.
Mercado abierto	8:30 a.m. a 4:00 p.m. y de 9:30 a.m. a 4:00 p.m.	<ul style="list-style-type: none"> • Solo hay órdenes al límite, las cuales solo podrán durar hasta el final de la sesión; • Se adjudican por medio de calce automático en negociación continua; • Similar a lo que ocurre con las acciones, la mejor orden de compra es la que mayor tasa ofrece, y la mejor de venta, la que menor tasa tiene, teniendo entre ellas una prevalencia cronológica.

Fuente: elaboración propia

Este tipo de operaciones conllevan una doble segmentación de acuerdo con el cumplimiento de cada una de ellas: (i) una operación inicial, en la cual se hace un traspaso en propiedad de las acciones, la cual se cumple de T+0 hasta T+3; y (ii) una operación de regreso, que se puede cumplir hasta T+365, y en la cual se libera la acción dada en propiedad, es decir, se hace la operación de retransferencia. Estas dos operaciones se registran el mismo día, a pesar de que su cumplimiento puede que no siempre coincida.

Durante estas dos secciones temporales de la operación, y como particularidad de este negocio, el originador (enajenante) mantiene los derechos económicos de la acción, mas no los derechos políticos de la misma (como sí ocurre en los repos).

Al tratarse de un préstamo oneroso, las TTV establecen una remuneración en favor de quien las presta, la cual se calcula con base en una noción denominada Valor Base⁶⁴, que permite calcular cuánto se debe pagar por el valor que se va a prestar desde la operación de inicial y la de regreso.

Así mismo, y como se trata de un negocio en el que varios de sus usos corrientes entrañan alto riesgo (por ejemplo, ventas en corto), se debe establecer una cobertura para su celebración. Estos porcentajes de garantía, de acuerdo con las características de la acción, deberán hacerse sobre el 120%, el 150%, o el 200% del valor de la acción en garantía⁶⁵. De forma que, aunque las TTV revisten una serie de particulares técnicas adicionales, los puntos anotados hasta este momento constituyen los centros de encuentro más destacables entre los aspectos jurídicos de la operación, y aquellos que son estrictamente técnicos.

¿Con qué objeto se celebran los repos y las TTV?

Al igual de lo que ocurre con las demás operaciones de mercado, estos negocios se pueden celebrar con muchos objetivos. Sin embargo, de los más destacados, podríamos decir que se encuentran: (i) buscar una rentabilidad adicional a las acciones que se tienen en propiedad; (ii) cubrir una venta en corto; (iii) apalancar un largo (en los repos); y (iv) profundizar el mercado de derivados financieros.

El primero de los fines de estas operaciones es la de obtener una rentabilidad de las acciones que se tienen en propiedad. En el caso de las TTV, esta ganancia se obtiene de la tasa que es pagada por el préstamo, y en el de los repos, por medio del uso que sea dado al préstamo garantizado. Un segundo objetivo que se busca con estos negocios jurídicos es cubrir operaciones en corto. Estas ventas, de acuerdo con el artículo 2.9.13.1.1. del Decreto 2555 de 2010, deben estar siempre cubiertas⁶⁶, motivo por el cual, quienes las realicen deben contar con un negocio que les permita cumplir con esta finalidad. Las TTV permiten llevar a cabo dicha cobertura en el mercado accionario, en la medida en la que dan luz verde para que se configure esa venta de cosa ajena⁶⁷ o de cosa que no se tiene, por lo cual, es usual que en esta rueda se celebren transacciones para la consecución de dicha cobertura. En tercer lugar, las operaciones repo permiten apalancar posiciones en largo, precisamente, porque dan lugar a que el enajenante de las acciones realice una operación en largo a través de la inyección de liquidez que obtiene con el préstamo garantizado⁶⁸. Finalmente, se ha dicho que las

operaciones mencionadas sirven para la profundización del mercado de derivados financieros y de productos estructurados, en este caso, porque entre otras, permiten que con ellas se adquieran los recursos necesarios para cumplir con las obligaciones que son producto de ellas⁶⁹.

Rueda MGC

El MGC es el mercado en el que se negocian valores extranjeros⁷⁰ en pesos colombianos y por medio de la intervención de una SCB que sirve como patrocinador. En términos normativos, el MGC es un sistema local de cotizaciones de valores extranjeros, lo cual, en armonía con el artículo 2.15.2.1.1. del Decreto 2555 de 2010, hace de este un mecanismo “multilateral y transaccional, a los cuales acuden los participantes o entidades afiliadas para el cierre de ofertas de valores (...)”⁷¹.

En sentido jurídico-normativo este mercado dista de los ya explicados, pues no es un sistema de negociación de valores local, sino que se trata de un sistema de cotización en Colombia sobre valores extranjeros. Esta circunstancia, en la práctica, no presenta una diferencia tan evidente, pues los valores listados en el MGC se negocian por medio de la plataforma administradas por la BVC, la cual es la misma que se emplea para la celebración de las operaciones del mercado local.

Para la negociación de estos instrumentos, la BVC constituyó el MGC como una rueda, motivo por el cual al negociar los instrumentos allí contenidos, el sistema presentará el mercado como una rueda más de las contenidas para la negociación por medio del sistema de la BVC. En la actualidad, debido a que los únicos valores que se negocian en dicho mercado son acciones y ETFs, el MGC cuenta con dos ruedas, una para cada instrumento, las cuales, funcionan de la siguiente manera (ver tabla 6).

TABLA 6
Rueda de negociación del MGC

Sección	Horario	Conductas
Preparación para la apertura	8:15 a.m. a 8:30 a.m., y 9:15 a.m. a 9:30 a.m.	<ul style="list-style-type: none"> No se ingresan órdenes al libro público y no hay calce; Se pueden retirar órdenes permanentes de días anteriores; Las nuevas órdenes de compra y venta no tienen control de precios y van al libro privado; Las órdenes se ingresan de manera manual; Se permiten órdenes (1) de naturaleza: (i) límites; (ii) mercado; o (iii) mercado por lo mejor; (2) con condiciones de ejecución: (i) ninguna; (ii) fill and kill; (iii) fill or kill; o (iv) cantidad mínima; (3) de duración: (i) inmediata; (ii) diaria; (iii) fecha indicada; (iv) cancelación; o (v) hasta hora indicada; y (4) con características especiales como (i) cantidad oculta; o (ii) stop⁷².
Mercado abierto con control de precios	8:30 a.m. a 2:55 p.m., y 9:30 p.m. a 3:55 p.m.	<ul style="list-style-type: none"> Se celebran operaciones con metodología de calce automático; Se calzan las mejores órdenes de compra con las mejores órdenes de venta; Se calzan las órdenes más antiguas, con el mayor precio para el vendedor y el menor precio para el comprador; Se permiten todos los tipos de órdenes de la preparación para la apertura; Puede desatarse subasta de volatilidad.
Subasta de cierre	2:55 p.m. a 3:00 p.m., y 3:55 p.m. a 4:00 p.m.	<ul style="list-style-type: none"> Se negocia por medio de subastas, en las que el calce se hace a precio de equilibrio; El precio de equilibrio es el que maximiza la cantidad adjudicada en la subasta; Si hay muchos precios de equilibrio, se adjudica la maximización de adjudicación en subasta que deja menor cantidad de remanente en el precio indicado (es decir, menos valores sin adjudicar a un precio determinado); De acuerdo con los géneros indicados de órdenes, se permiten que estas sean: (1) límites; (2) condiciones de ejecución: (i) ninguna; o (ii) fill and kill; (3) con duración (i) diaria; (ii) en fecha indicada; (iii) cancelación; (iv) hasta hora indicada; (v) sesión; No hay órdenes con características especiales.

Fuente: elaboración propia

Como se indicó, en este mercado existen dos conceptos relevantes, esto es, el mercado de origen y el mercado de cotización principal. El primero, refiere al escenario donde se encuentra el domicilio del emisor; y el segundo, el mercado en donde se cotizan principalmente esos valores⁷³. El MGC, entonces, es el mercado local por medio del cual se pueden comprar y vender valores extranjeros, que cuentan con un mercado de origen y uno de cotización principal diferentes a Colombia y en moneda colombiana.

Ahora, si bien este mercado cuenta con una serie de reglas adicionales relativas a (i) el rol del patrocinador; (ii) el ejercicio de los derechos inherentes a los títulos; (iii) servicios de SAE; y (iv) BackOffice, lo cierto es que lo anotado a este punto, desde la perspectiva jurídica, basta en el análisis propuesto.

¿Para qué se negocia en el MGC?

El MGC comparte las finalidades indicadas a propósito del mercado de negociación de contado sobre acciones. Sin embargo, goza de un beneficio adicional que, sin duda, constituye su mayor atractivo. Este beneficio consiste en poder diversificar el portafolio de inversión a través de la adquisición de valores que hacen parte de un mercado más profundo. En la actualidad, el mercado al que se tiene acceso por medio del MGC es el de Estados Unidos, concretamente, en (i) NYSE; (ii) NYSE ARCA; y (iii) NASDAQ. Esto, sin duda, representa una ventaja incuestionable al inversionista colombiano, pues le permite tener acceso a productos del que, sin lugar a duda, es el mercado de valores más representativo en la actualidad.

Mercado mostrador de renta variable

El mercado de renta variable OTC⁷⁴, salvo en el caso de las operaciones de TTVs, suele ser excepcional y casi que inexistente en Colombia. Ello es así porque los únicos sistemas de negociación y registro de acciones en Colombia son estandarizados y administrados por la BVC.

Sin embargo, en circunstancias excepcionales, como ocurrió en marzo de 2020 debido a una falla en el sistema administrado por la BVC, la Superintendencia Financiera de Colombia (o SFC) puede autorizar a que se lleve a cabo la negociación por medio del mercado mostrador. Esto ocurrió, por ejemplo, el 13 de marzo de 2020, cuando la SFC, por medio de la Circular Externa 006 de la misma fecha, autorizó que las operaciones de contado sobre acciones fueran realizadas por las SCB en el mercado mostrador, en este caso, siempre y cuando se contara con la autorización de sus clientes, y las operaciones se liquidaran por medio del mecanismo entrega contra pago (*deliveryversus payment* o DVP). A pesar de ello, esta situación sigue siendo excepcional y, en alguna medida, muy poco frecuente en el mercado nacional.

Compensación, liquidación y custodia en el mercado de renta variable

La compensación⁷⁵ de las operaciones realizadas en el mercado de renta variable, esto es, las que se realizan en la BVC, en el sistema X-Stream, y sobre los valores indicados, se lleva a cabo por la BVC. La liquidación de estas, dependiendo de lo que se trate, se lleva a cabo por BVC/Deceval, el Banco de la República, o la Cámara de Riesgo Central de Contraparte S.A.

En el MGC, por ejemplo, el proceso de compensación y liquidación se hace de la siguiente manera: (1) una vez se ha cerrado la operación, esta se compensa y liquida en un periodo de T+3; (2) para ello, se utilizan un sistema de custodios locales y globales; (3) en T+0, la confirmación de la operación se envía al custodio local y al fondo internacional o al *broker* internacional; (4) de T+0 a T+2 se prepara la equivalencia dinero/acciones, y el custodio global debe confirmar que su información coincida con la del custodio local; y (5) en T+3, la liquidación de dinero/acciones se lleva a cabo entre el *broker* local y la BVC/Deceval;⁷⁶ Este procedimiento de liquidación de acciones tiene lugar en BVC/Deceval, en donde, por regla general, se lleva a cabo la liquidación de los títulos de renta variable negociados en la BVC.

Por su parte, el dinero producto de tales valores se liquida en el Banco de la República, concretamente, a través del Sistema CUD-Cuentas de Depósito. A través de estas cuentas, las entidades autorizadas para hacer su apertura⁷⁷, bien sea por medio de cuentas a su nombre o al de sus clientes, llevan a cabo la liquidación del dinero producto de las operaciones sobre estos valores.

Conclusiones

De lo dicho y elaborado hasta este punto se pueden extraer varias conclusiones con respecto al tramo de renta variable que es estudiado en el presente escrito.

Primero, el régimen del mercado de valores, desde el punto de vista jurídico, es altamente reglado y especializado. Al configurar un régimen especial, su aplicación se privilegia frente a las demás normas jurídicas que regulan los negocios jurídicos en Colombia. Sin perjuicio de lo anterior, la aplicación de la ley civil y comercial, así como de las demás regulaciones no especializadas que puedan llegar a ser pertinentes en cada caso, tienen la vocación de reglar los negocios jurídicos del mercado de valores en renta variable.

Segundo, si bien la regulación del mercado de valores es estrictamente reglada, lo cierto es que la existencia de definiciones amplias, y en ocasiones poco concretas, permiten que los agentes del mercado bosquejen la arquitectura de funcionamiento particular de estos sistemas.

Tercero, se debe mencionar que el mercado de renta variable en Colombia es poco profundo, es fundamentalmente dependiente de la industria petrolera⁷⁸, y es primordialmente accionario (acciones ordinarias y preferenciales), lo cual dificulta su crecimiento de manera importante⁷⁹.

Cuarto, que el mercado colombiano de renta variable es relativamente pequeño, en buena parte, debido a la falta de educación sobre del mercado de valores que existe en el país, así como por la complejidad del funcionamiento de las ruedas y las normas que regulan el acceso de los inversionistas a este mercado.

Quinto, que el mercado de renta variable es fundamentalmente bursátil y, por ello, el papel de la BVC resulta crucial para el buen funcionamiento de este mercado. En efecto, el liderazgo de la BVC, su organización y su buen funcionamiento es el que ha permitido, desde sus inicios, que el mercado de valores de Colombia crezca a lo largo de los años.

Sexto, que las operaciones en el mercado de valores gozan de la ventaja de contar con una compensación y liquidación altamente efectiva que, regida por el principio de finalidad que gobierna las operaciones en ese mercado⁸⁰, garantiza los derechos de los inversionistas en la celebración y ejecución de sus operaciones.

Séptimo, que aun cuando las normas jurídicas y los negocios que se celebran en este mercado gozan de una naturaleza técnica y jurídica específica, lo cierto es que en la actualidad existe un verdadero esfuerzo para la divulgación clara y sencilla de los elementos que integran la arquitectura de este mercado.

Bibliografía

- Juan Carlos Varón Palomino & German Dario Abella Abondano, Régimen del mercado de valores: Introducción al derecho del mercado de valores (Ediciones Uniandes & Temis, 2017).
- Fernando Hinestrosa, Tratado de las Obligaciones (1ra Ed., Universidad Externado de Colombia, 2015).
- Juan Carlos Varón Palomino & Germán Darío Abella Abondano, Régimen del mercado de valores: Emisión y oferta de valores (Ediciones Uniandes & Temis, 2017).
- Juan Carlos Varón Palomino & Germán Darío Abella Abondano, Régimen del mercado de valores: Intermediación en el mercado de valores (Ediciones Uniandes & Editorial Temis, 2018).
- Juan Carlos Varón Palomino & Germán Darío Abella Abondano, Régimen del mercado de valores: Otras instituciones de los mercados de valores (Ediciones Uniandes, 2019).
- Alan R. Palmiter, Securities Regulation (7° ed., Wolters Kluwer, 2017).
- Autoregulador del Mercado de Valores (AMV), Guía de Estudio de Renta Variable (Artmedia Estudio Diseño, 2018).
- Bolsa de Valores de Colombia (BVC), Guía de Producto MGC (Bolsa de Valores de Colombia S. A., 2019).
- Bolsa de Valores de Colombia (BVC). *Listado de Emisores* (2020). <https://www.bvc.com.co/ppps/tibco/portallbvc/Home/Empresas/Listado+de+Emisores>

- Bolsa de Valores de Colombia (BVC). Manual de Usuario. Manual de Administración del Sistema de Negociación. Versión 1.0. febrero de 2016.
- Bolsa de Valores de Colombia (BVC). *Market Guide* (Junio, 2021). https://www.bvc.com.co/recursos/Files/Market_Guide/Market_Guide_bvc.pdf
- Bolsa de Valores de Colombia (BVC). Mercado Local. Descripción General. Acciones. <https://bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/descripciongeneral/acciones?action=dummy>
- Código de Comercio Colombiano [CCo]. Decreto 410 de 1971. Artículo 455. 27 de marzo de 1971. (Colombia).
- Decreto 2555 de 2010. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. 15 de julio de 2010. D. O. n.º 47771.
- Gary Strumeyer & Sarah Swamy, *The Capital Markets: Evolution of the Financial Ecosystem* (John Wiley & Sons Inc., 2017).
- José Alejandro Bonivento, *Los principales contratos civiles y su paralelo con los comerciales* (19 ed., Ediciones del Profesional, 2015).
- Kathryn F. Staley, *The Art of Short Selling* (John Wiley & Sons, Inc., 1997).
- Laura Vita Mesa, *Bolsa de Valores de Colombia anunció entrada de nueva plataforma de negociación*, La República, 14 de abril de 2021. <https://www.larepublica.co/finanzas/bolsa-de-valores-de-colombia-anuncio-entrada-de-nueva-plataforma-de-negociacion-3153227>
- Ley 45 de 1990. Por la cual se expiden normas en materia de intermediación financiera, se regula la actividad aseguradora, se conceden unas facultades y se dictan otras disposiciones. 18 de diciembre de 1990. D. O. n.º 39607.
- Ley 964 de 2005. Por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores y se dictan otras disposiciones. 8 de julio de 2005. D. O. n.º 45963.
- Luis Fernando López Roca, Mauricio Humberto Baquero Herrera & Jorge Armando Corredor Higuera, *Estudios Jurídicos Sobre el Mercado de Valores* (Universidad Externado de Colombia, 2018).
- Michael Gorham & Nidhi Singh, *Electronic Exchanges: The Global Transformation from Pits to Bits* (Elsevier, 2009).
- Michael Lewis, *Flash Boys* (W.W. Norton & Company, 2015).
- Resolución Interna No. 3 [Junta Directiva del Banco de la República]. Por la cual se compendia y expiden normas relacionadas con la celebración de contratos de depósito con el Banco de la República. 22 de mayo de 2015.

Notas

- * Este artículo de investigación fue patrocinado y financiado por el Departamento de Derecho Procesal de la Universidad Externado de Colombia.
- 1 El autor agradece a Andrés Peña Gómez, *Investment Advisor* en Corredores Davivienda S.A.; a Santiago Acevedo, *Corporate Banking Account Manager* en Citi; y a Emmanuel Jacquín, *Service Executive* en la BVC, quienes contribuyeron al autor para el entendimiento del funcionamiento del mercado de renta variable en Colombia y Estados Unidos desde el punto de vista práctico. Cualquier imprecisión es atribuible únicamente al autor.
 - 2 En términos generales, el mercado de valores es definido como una sección del mercado de capitales no intermediado cuyo “propósito es financiar necesidades de inversión mayores a un año”. En la actualidad, el mercado de valores en Colombia se integra primordialmente de los siguientes ramos: (i) renta fija; (ii) renta variable; y (iii) derivados financieros. Luis Fernando López Roca, Mauricio Humberto Baquero Herrera & Jorge Armando Corredor Higuera, *Estudios Jurídicos Sobre el Mercado de Valores*, 33 (Universidad Externado de Colombia, 2018).
 - 3 El mercado de renta variable es el principal mercado estandarizado en Colombia.
 - 4 Si bien el mercado de Bonos Obligatoriaamente Convertibles en Acciones (BOCEAS) son considerados como mercado de renta variable, por la extensión del presente documento, el estudio de estos no se profundizará, pues su regulación y negociación hace más conveniente un estudio desde el punto de vista del mercado de renta fija, y el sistema en el que se negocian dichos títulos, esto es, el Mercado Electrónico Colombiano (o “MEC”) Plus.

- 5 Son valores (i) los derechos de naturaleza negociable; (ii) que hagan parte de una emisión; y (iii) que tengan por objeto o como efecto la captación de recursos del público. Luis Fernando López Roca, Mauricio Humberto Baquero Herrera & Jorge Armando Corredor Higuera, *Supra* nota 2, 167.
- 6 La perspectiva subjetiva que justifica el régimen de mercado de valores, establece la necesidad de esta regulación a partir de los agentes que participan en él, esto es: (i) emisores; (ii) intermediarios; (iii) inversionistas; (iv) proveedores de infraestructura; y demás intervinientes de este mercado. 1 Juan Carlos Varón Palomino & German Dario Abella Abondano, Régimen del mercado de valores: Introducción al derecho del mercado de valores, 45 (Ediciones Uniandes & Temis, 2017).
- 7 Íd. La perspectiva objetiva tiene en cuenta el tipo de operaciones que se celebran en dicho mercado como criterio para dar aplicación al régimen del mercado de valores. Dentro de esas operaciones se encuentran: (i) la emisión y oferta de valores; (ii) intermediación de valores; (ii) administración de fondos de inversión; (iv) depósito, administración y custodia de valores; (v) administración de sistemas de negociación o de registro de valores; (vi) compensación y liquidación de valores; (vii) calificación de riesgos; (viii) autorregulación y (ix) suministro de información en el mercado.
- 8 Cfr. Luis Fernando López Roca, Mauricio Humberto Baquero Herrera & Jorge Armando Corredor Higuera, *Supra* nota 2, 167.
- 9 En términos económicos, los mercados de valores son mercados financieros no intermediados a los que sus participantes acuden para la financiación de necesidades de inversión por periodos superiores a un año. La definición económica propuesta, si bien no se descarta, en la realidad se debe modular con la lectura legal de dicho mercado, la cual permite, de acuerdo con el artículo 2 de la Ley 964 de 2005, la negociación de títulos con periodos de maduración inferiores a un año. Luis Fernando López Roca, Mauricio Humberto Baquero Herrera & Jorge Armando Corredor Higuera, *Supra* nota 2, 33.
- 10 Cfr. Gary Strumeyer & Sarah Swamy, *The Capital Markets: Evolution of the Financial Ecosystem*, 155 (John Wiley & Sons Inc., 2017).
- 11 El mercado de renta variable es también llamado *equity market*, pues en él se negocian títulos de participación que, en todos los casos, representan o representarán un porcentaje propiedad sobre la empresa que los emite.
- 12 En marzo de 2020 se creó el primer producto de renta variable extrabursátil en Colombia. Se trata de las TTVs en el OTC, las cuales se negocian bajo las siguientes reglas: (i) se deben realizar sobre acciones o ETFs; (ii) el cliente tiene que acceder a ellas a través de una sociedad comisionista de bolsa o un agente custodio; (iii) los términos del acuerdo deben ser fijados bilateralmente; (iv) se tienen que constituir garantías y se tiene que pagar el precio de la operación; y (v) una vez celebrado el negocio, este se debe registrar en el sistema SIIDJ de Deceval.
- 13 La BVC es la única bolsa de valores en la que se puede negociar renta variable en Colombia. La existencia de una única bolsa es lo que, entre otras, ha impedido la existencia de prácticas como la negociación de alta frecuencia (*high-frequency trading*) que se llevaba a cabo, por ejemplo, en las bolsas BATS (desde 2016 hace parte de CBOE Global Markets junto con Chicago Board Options Exchange) y CBSX (CBOE Stock Exchange) en Nueva York y Chicago, respectivamente. Cfr. Michael Lewis, *Flash Boys* (W.W. Norton & Company, 2015).
- 14 Cfr. Artículo 11.2.1.6.4. Decreto 2555 del 2010 [Presidencia de la República]. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. 15 de julio de 2010. D. O. n.º 47771.
- 15 Bolsa de Valores de Colombia (BVC). Mercado Local. Descripción General. Acciones. <https://bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/descripciongeneral/acciones?action=dummy>
- 16 2 Juan Carlos Varón Palomino & Germán Darío Abella Abondano, Régimen del mercado de valores: Emisión y oferta de valores, 70 (Ediciones Uniandes & Temis, 2017).
- 17 Íd., 45.
- 18 Íd., 90.
- 19 Cfr. Artículo 7.1.1.1.1 Decreto 2555 del 2010 [Presidencia de la República]. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. 15 de julio de 2010. D. O. n.º 47771.
- 20 Cfr. Artículo 7 Ley 45 de 1990. Por la cual se expiden normas en materia de intermediación financiera, se regula la actividad aseguradora, se conceden unas facultades y se dictan otras disposiciones. 18 de diciembre de 1990. D. O. n.º 39607.
- 21 3 Juan Carlos Varón Palomino & Germán Darío Abella Abondano, Régimen del mercado de valores: Intermediación en el mercado de valores, 117 (Ediciones Uniandes & Editorial Temis, 2018).
- 22 4 Juan Carlos Varón Palomino & Germán Darío Abella Abondano, Régimen del mercado de valores: Otras instituciones de los mercados de valores, 170 (Ediciones Uniandes, 2019).
- 23 El mercado de emisión de valores, hasta la promulgación del Decreto 817 de 2020, el cual autorizó la emisión de renta fija por parte de las S.A.S. en el segundo mercado, se encontraba gobernado por las S.A., único tipo societario que podía realizar emisiones bursátiles. Este último sigue siendo el caso en renta variable, en donde los únicos tipos societarios

- autorizados para emitir en Bolsa son las S.A. Es prohibición se busca eliminar en el artículo 33 del Proyecto de Ley 413 de 2021.
- 24 Con acierto, recuerda el profesor Fagua que la oferta pública de valores se puede realizar de tres formas: (i) por procedimiento ordinario de precio fijo, regulado por el Código de Comercio y por el artículo 41 de la Ley 964 de 2005; (ii) por medio de subastas; y (iii) a través de la construcción de libro de ofertas o *book building*. 2 Juan Carlos Varón Palomino & Germán Darío Abella Abondano, Emisión y oferta de valores, *Supra* nota 16, 43.
- 25 En el régimen norteamericano los valores se clasifican en *debt* y *equity*, de acuerdo con el tipo de rentabilidad que estos reportan en el mercado público de valores. Alan R. Palmiter, *Securities Regulation*, 6 (7° ed., Wolters Kluwer, 2017).
- 26 Laura Vita Mesa, Bolsa de Valores de Colombia anunció entrada de nueva plataforma de negociación, La República, 14 de abril de 2021.
- 27 En las pantallas utilizadas por los profesionales del mercado de valores para operar en estas ruedas, estos nombres aparecen así: “Continua y Subasta; Repos acciones; Otros instrumentos; TTV acciones; Global acciones y Global ETFs”.
- 28 Cfr. 2 Fernando Hinestrosa, *Tratado de las Obligaciones*, 45 (1ra Ed., Universidad Externado de Colombia, 2015).
- 29 Los agentes y la forma que intervienen en la negociación (*trading*), compensación (*clearing*), liquidación (*settlement*) y custodia de valores varían de acuerdo con el mercado.
- 30 Si bien esta definición en principio parecería restringirse a los valores de renta fija, buena parte de la doctrina asume, con buenas razones, que es igualmente aplicable a renta variable. 4 Juan Carlos Varón Palomino & Germán Darío Abella Abondano, *Otras instituciones de los mercados de valores*, *Supra* nota 22, 158-159.
- 31 Las SCB celebran un “contrato de ruteo electrónico de órdenes” con sus clientes para poner a disposición de estos, el envío o transmisión electrónica de sus órdenes a dichos sistemas bajo el respaldo y responsabilidad de la SCB.
- 32 La utilización de este software podría llegar a tener alguna modificación una vez se consolide la introducción de la plataforma desarrollada por BME Inntech, la cual permitirá la migración de renta variable al multi-mercado Master Trader.
- 33 Cfr. Forma de negociación conocida como *open outcry trading*. Michael Gorham & Nidhi Singh, *Electronic Exchanges: The Global Transformation from Pits to Bits*, 5-7 (Elsevier, 2009).
- 34 Los instrumentos, pueden definirse como grupo de valores que se negocian por medio de unas mismas reglas.
- 35 Cfr. Bolsa de Valores de Colombia (BVC). *Manual de Usuario. Manual de Administración del Sistema de Negociación. Versión 1.0. febrero de 2016, Sección 2.1*
- 36 Son operaciones de contado las que son definitivas, es decir, las compraventas definitivas de valores que tienen lugar de T+0 a T+3. Las operaciones de T+4 en adelante son futuros, por regla general.
- 37 Es la rueda en la que se negocian compras y ventas sobre BOCEAS. Sección 2.3.14. [Bolsa de Valores de Colombia]. *Manual de Usuario. Manual de Negociación. Versión 1.0. febrero de 2016.*
- 38 La rueda de SIBO lleva ese nombre porque es la rueda en donde se negocian simultáneas sobre BOCEAS. *Íd.*, Sección 2.3.15.
- 39 En el mercado de valores de Estados Unidos, los principales escenarios de negociación son la NYSE y NASDAQ.
- 40 En promedio, en el mercado de valores de Estados Unidos se encuentran listados 4.300 valores. Alan R. Palmiter, *Supra* nota 25, 116.
- 41 El horario se adecúa de acuerdo con los cambios de horario incluidos en la Ley de Política Energética de Estados Unidos de 2005.
- 42 *T* hace referencia a una fecha concreta, y el número que se suma, (*n*), a los días adicionales a dicha fecha inicial. Las operaciones excepcionalmente se pueden cumplir en T+2, si ambas partes lo acuerdan, y en otras ocasiones, pueden extenderse a T+4, T+5 y T+6 siempre y cuando: (i) los valores de la operación se encuentren en custodia en el exterior o tengan un programa ADR (*American Depositary Receipt*); o (ii) se trate de operaciones realizadas por un inversionista que no es residente. La BVC ha anunciado en varias ocasiones que las operaciones de renta variable se van a liquidar en T+2 con la participación de la CRCC. Así lo hizo el 26 de junio de 2020, y el 31 de agosto del mismo año. Sin embargo, estos anuncios han sido publicados esporádicamente en sus redes sociales, y retirados en cuestión de horas, de manera que no es claro si el producto ha sido ya fue lanzado o no. *Autoregulator del Mercado de Valores (AMV), Guía de Estudio de Renta Variable*, 39 (Artmedia Estudio Diseño, 2018).
- 43 Este modelo horario es el que se utilizará en todo el artículo.
- 44 Cfr. *Íd.*, 40.
- 45 *Íd.*
- 46 Cfr. *Íd.*, 41.
- 47 Se llama mercado abierto con control de precios porque, a pesar de ser un mercado al que todas las SCB pueden acceder, existen unos rangos de precios máximos y mínimos dentro de los cuales tendrán que ser insertadas las órdenes de compra y venta, so pena de ser rechazadas por el sistema. Este rango, además, es el que hace que se desaten subastas de volatilidad cuando se lleva a cabo un calce en cualquiera de los extremos del rango o canal.
- 48 Los horarios de esta rueda son los mismos que la rueda MGC.

- 49 El primer ETF sobre índice fue el ICOLCAP, el cual se creó en 2011, también llamado iShares COLCAP.
- 50 Cfr. Autoregulador del Mercado de Valores (AMV). *Supra* nota 43, 60.
- 51 Cfr. Código de Comercio Colombiano [CCo]. Decreto 410 de 1971. Artículo 455. 27 de marzo de 1971. (Colombia).
- 52 Tanto los *bull markets* (incrementos de 20% aprox.), como los *bear markets* (caídas del 20% aprox.) permiten la realización de estas operaciones sobre acciones. Como resultado de la pandemia del Covid-19 en el 2020, se acuñó esporádicamente el término *kangaroo markets*, para referir a mercados en los cuales hay drásticos crecimientos y caídas en periodos cortos de tiempo.
- 53 Cfr. Artículo 2.9.13.1.1. Decreto 2555 del 2010 [Presidencia de la República]. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. 15 de julio de 2010. D. O. n.º 47771.
- 54 7 de las acciones que integran el COLCAP son preferenciales.
- 55 Bolsa de Valores de Colombia (BVC). Listado de Emisores (2020).
- 56 Íd.
- 57 Cfr. José Alejandro Bonivento, Los principales contratos civiles y su paralelo con los comerciales, 189 (19 ed., Ediciones del Profesional, 2015).
- 58 Autoregulador del Mercado de Valores (AMV), *Supra* nota 43, 74.
- 59 El castigo es un descuento porcentual que se hace al valor total de las acciones con base en diferentes criterios, como, por ejemplo, la capitalización y la versatilidad de esta.
- 60 Los contratos celebrados por estas se hacen en nombre propio, pero por cuenta ajena. Cuando se hace con un comitente, además del contrato de comisión general, se tiene que suscribir el Anexo 12 de la Circular de la BVC, así como abrir cuentas en la CRCC por cada comitente que realice la operación.
- 61 Autoregulador del Mercado de Valores (AMV), *Supra* nota 43, 66.
- 62 Cfr. Circular Única [Bolsa de Valores de Colombia]. Artículo 4.5.3.1. 14 de abril de 2020. (Colombia).
- 63 Cuando una acción está a la baja, el enajenante de las acciones debe hacer un ajuste diario de las garantías ante la CRCC, entregando a esta: (i) dinero en efectivo; (ii) Títulos de Endeudamiento Soberano (o “TES”); o (iii) acciones admitidas por la CRCC para compensar y liquidar. Autoregulador del Mercado de Valores (AMV). *Supra* nota 43, 70.
- 64 Valor base = precio de referencia de la acción en préstamo*cantidad a ser transferida.
- 65 Autoregulador del Mercado de Valores (AMV). *Supra* nota 43, 86.
- 66 En la actualidad existen dos tipos de ventas en corto: (i) cubiertas y (ii) descubiertas (*naked short selling*). Las primeras, son aquellas en las que se emplea algún mecanismo para la obtención de los valores que se venden en corto, como ocurre por medio de las TTV o *securities lending*; las segundas, por el contrario, son aquellas en las que no se realiza ningún préstamo o mecanismo para la obtención de los valores vendidos. Kathryn F. Staley, *The Art of Short Selling*, 230 (John Wiley & Sons, Inc., 1997).
- 67 Para cierto sector de la doctrina, las ventas en corto no son venta de lo ajeno en la regulación colombiana. Cfr. 3 Juan Carlos Varón Palomino & Germán Darío Abella Abondano, Intermediación en el mercado de valores, *Supra* nota 21, 258.
- 68 Luis Fernando López Roca, Mauricio Humberto Baquero Herrera & Jorge Armando Corredor Higuera, *Supra* nota 2, 751-752.
- 69 Íd., 752.
- 70 A la fecha de este estudio, en dicho mercado solo se negocian 9 acciones (Apple Inc., Amazon.com Inc., Bank of America Corporation, Citigroup Inc., Facebook Inc., General Electric Company, Johnson & Johnson, JP Morgan Chase & Co, y Pfizer Inc.) y 15 ETFs (ofrecidos por Market Vectors ETFs y Global X). Se trata de un mercado controlado por Bancolombia en acciones, pues es la SCB patrocinadora, y Ultraserfinco en ETF. En abril 24 de 2020 se autorizó la fusión por absorción de Ultraserfinco por parte del Conglomerado Credicorp Capital en Colombia. La autorización otorgada por la Superintendencia Financiera de Colombia, por medio de Resolución No. 0421 de la misma fecha, fue el paso final para el perfeccionamiento del *Stock Purchase Agreement* (SPA) sobre el 99,9% de la composición accionaria de Ultraserfinco. Bolsa de Valores de Colombia (BVC). Listado de Emisores (2020).
- 71 4 Juan Carlos Varón Palomino & Germán Darío Abella Abondano, Otras instituciones de los mercados de valores, *Supra* nota 22, 158.
- 72 Bolsa de Valores de Colombia, Guía de Producto MGC, 22-23 (Bolsa de Valores de Colombia S. A., 2019).
- 73 Íd., 6.
- 74 *Over the counter*, al mostrador o no estandarizado.
- 75 Compensación o “clearance/netting” es “el proceso mediante el cual se determinan y calculan las obligaciones recíprocas de los participantes en determinada operación sobre valores”. 4 Juan Carlos Varón Palomino & Germán Darío Abella Abondano, Otras instituciones de los mercados de valores, *Supra* nota 22, 220.
- 76 Excepcionalmente se puede alargar la liquidación por una sola vez de T+4 a T+6 siempre y cuando la contraparte acepte. Bolsa de Valores de Colombia (BVC). Market Guide (June, 2021).

- 77 Las entidades autorizadas para ello son todas las “personas jurídicas, públicas o privadas, cuando ello sea necesario, para la realización de las operaciones d mercado abierto, compra y venta de divisas, operaciones internacionales de pago y crédito, administración del depósito de valores, servicio de compensación interbancaria, operaciones como agente fiscal del Gobierno y banquero y prestamista de última instancia de los establecimientos de crédito, así como las demás operaciones y servicios que preste el Banco de la República, de conformidad con las regulaciones pertinentes”. Artículo 1. Resolución Interna No. 3 [Junta Directiva del Banco de la República]. Por la cual se compendia y expiden normas relacionadas con la celebración de contratos de depósito con el Banco de la República. 22 de mayo de 2015.
- 78 El peso de Ecopetrol en el mercado, para febrero de 2020, era del 14,43%. Bolsa de Valores de Colombia (BVC). *Market Guide* (June, 2021).
- 79 A pesar de ello, la creación de iniciativas como la aplicación móvil Trii o la plataforma de *crowdfunding* A2censo han contribuido a la profundización del mercado.
- 80 Artículo 10. Ley 964 de 2005. Por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores y se dictan otras disposiciones. 8 de julio de 2005. D. O. n.º 45963.

Licencia Creative Commons CC BY 4.0

Cómo citar este artículo: Daniel Molano Camacho, *Negociación de renta variable en el mercado local y en el Mercado Global Colombiano: de la norma a la práctica*, 70 Vniversitas (2021), <https://doi.org/10.11144/Javeriana.vj70.nrvvm>