

LA LEY DE BOLSAS UN INTENTODE SOLUCION A LA CRISIS

Carlos Mario Giraldo Moreno
Abogado de la Universidad de Medellín.
Especialista en Derecho Comercial de la UPB.
Master en Derecho de la Universidad de Tulane.
Profesor de la Facultad de Derecho Universidad de Medellín,
Facultad de Derecho de la UPB, y
Postgrado en Derecho Comercial de la UPB.
Actualmente labora en la Vicepresidencia de
Asuntos Jurídicos de la ANDI.

La Ley 27 de 1990, conocida como la ley para las bolsas de valores, fue expedida como un intento de respuesta a la crisis que vivió el mercado de valores en nuestro país en los años 88 y 89. Si bien ésta tuvo como origen algunas situaciones de índole macroeconómico como la desaceleración en el crecimiento global de la economía y las altas tasas de interés, lo cierto es que su principal ingrediente fue una desconfianza generalizada en el mercado a raíz de las irregularidades cometidas por algunos pocos comisionistas.

Esta ley introduce modificaciones que serían igualmente válidas y convenientes sin la crisis, pero que tal vez aceleraron su proposición y aprobación ante este momento de dificultades. Se introducen novedosas instituciones como el Depósito Centralizado de Valores, las Acciones Preferenciales sin Derecho al Voto y una más completa, aunque aún parcial e insuficiente, regulación para las bolsas de valores, las sociedades

comisionistas y en general, para todos los intermediarios en el mercado de valores.

Con este artículo no pretendo otra cosa que informar, de manera sintética, sobre las principales modificaciones introducidas en la regulación de los mercados de valores por la Ley 27 de 1990.

ESTRUCTURA DE LAS BOLSAS DE VALORES

Las bolsas de valores deben constituirse, como hasta el presente, bajo la forma societaria de una sociedad anónima. Sus principales características estructurales son :

A. Organos Directivos y de Vigilancia de la Bolsa

Sus estatutos deberán establecer la existencia de un órgano de dirección denominado Consejo Directivo y uno de vigilancia conocido con el nombre de Cámara Disciplinaria de la Bolsa.

Respondiendo a una necesidad de garantizar cierto grado de independencia a estos organismos de los comisionistas accionistas de la bolsa, se estableció la obligatoria participación de miembros externos a la bolsa. Tanto en el Consejo Directivo como en la Cámara Disciplinaria es necesaria, de acuerdo con los estatutos, la participación de miembros externos que representen a las entidades emisoras de valores inscritos en bolsa, a los inversionistas institucionales y a otros gremios y entidades vinculadas a la actividad bursátil.

Sobre esta participación externa es necesario adicionar dos aspectos importantes:

1. La Sala General de la Comisión Nacional de Valores será competente para determinar el número de miembros externos obligatorio en cada organismo de dirección y vigilancia de las bolsas. Así lo hizo a través de la Resolución 001 de 1990.
2. Se establece que de ninguna manera el conjunto de los comisionistas de bolsa perderán la participación mayoritaria en el Consejo Direc-

tivo. Esta misma garantía no se otorga con relación a la Cámara Disciplinaria de la bolsa.

B. Las Sociedades Comisionistas - Accionistas de la Bolsa

Las bolsas de valores mantienen su calidad de sociedad comercial constituídas bajo la forma de anónimas. Se introduce la posibilidad de que se conviertan en accionistas de las mismas, en adición a los tradicionales comisionistas de bolsa, las asociaciones, corporaciones y demás entidades sin ánimo de lucro, en la forma, términos y condiciones que prevea en el futuro la Comisión Nacional de Valores.

Merece tratamiento independiente la nueva regulación que complementa el tratamiento legal que hasta el momento existe para las sociedades comisionistas de bolsa. Observemos sus principales aspectos :

Admisión de nuevas sociedades comisionistas de bolsa

Tradicionalmente a las bolsas de valores se les ha reconocido gran discrecionalidad en la admisión de sus miembros (comisionistas). La ley mantiene esta discrecionalidad, estableciendo sin embargo, algunas limitaciones expresas importantes :

- a. Toda nueva sociedad comisionista deberá, en todo caso, ceñirse a los requisitos que para ellas establezca la ley y a la Comisión Nacional de Valores, en ejercicio de las facultades que en este campo le confiere la Ley 32 de 1979.
- b. El reglamento interno de las bolsas deberá establecer de manera clara e inequívoca los requisitos y condiciones que debe reunir una sociedad comisionista para efectos de su admisión. En estos requisitos es necesario conjugar las siguientes exigencias: idoneidad profesional; solvencia moral; condiciones económicas del mercado; disponibilidad de recursos técnicos y físicos por parte de la bolsa.
- c. Serán los consejos directivos de las bolsas finalmente los que decidan sobre la admisibilidad de los comisionistas con base en el reglamento y las condiciones antes relacionadas.

- d. El precio de adquisición de las acciones necesarias para el ingreso de una sociedad comisionista a una bolsa, se determina de común acuerdo entre comisionista y bolsa. En caso de desacuerdo, se determinará por perito designado por la Cámara de Comercio.
- e. En caso de existir un accionista de bolsa que no tenga la calidad de comisionista miembro de la misma (1), sus acciones podrán ser adquiridas por la propia bolsa o, en igualdad de condiciones, por las sociedades comisionistas miembros de la bolsa.

CAPITAL Y RESERVAS

Todas las sociedades comisionistas deberán tener una misma participación en el capital social de la bolsa, sin importar su tamaño o importancia en el mercado de capitales.

Será la Comisión Nacional de Valores la que establezca, de acuerdo con los requerimientos del mercado y buscando otorgar confianza al inversionista acerca de la solidez del mismo, la suma del capital pagado y de las reservas de las bolsas. Una vez determinado, las bolsas deberán adecuar la composición de su capital social en el término de un año.

Los consejos directivos podrán aumentar para este efecto el capital autorizado de la bolsa, colocar nuevas acciones sin derecho de preferencia, readquirir acciones propias o reducir el capital si ello es necesario y las normas del Código de Comercio lo permiten.

De la misma manera podrá esta entidad ordenar el aumento del capital autorizado de las bolsas con el fin de permitir el ingreso a nuevas sociedades comisionistas, obviamente con observancia de las normas establecidas para esta vinculación de nuevos accionistas.

(1) Puede presentarse por exclusión del registro nacional de intermediarios que lleva la Comisión Nacional de Valores o por expulsión de la bolsa como decisión de sus órganos directivos

UTILIDADES

Se prohíbe expresamente a las bolsas de valores repartir utilidades en dinero a sus accionistas. El espíritu de la norma es el de fortalecer el patrimonio de las bolsas de valores, optando por la posibilidad de que las utilidades de cada ejercicio sean repartidas en la forma de dividendos en acciones.

Solamente en casos excepcionales como la disolución, liquidación o autorización especial de la Comisión, podrá optarse por una fórmula diferente.

LA INTERMEDIACION DE VALORES EN EL MERCADO PUBLICO

A. Agentes de intermediación en el Mercado de Valores

La intermediación de valores, a través del Contrato Comercial de Comisión, la podrán realizar en Colombia, por regla general, las siguientes personas :

1. Comisionistas de Bolsa de Valores.
2. Comisionistas o Corredores Independientes.
3. Sociedades Administradoras de Inversión.
4. Sociedades sujetas a Inspección y Vigilancia de la Superintendencia Bancaria.

COMISIONISTAS DE BOLSA DE VALORES

Estos a su vez pueden estar constituidos en forma de sociedad anónima o colectiva. La ley introduce una modificación sustancial al permitir a las colectivas la realización de una serie de actividades de intermediación que estaban exclusivamente autorizadas a los comisionistas constituidos como anónimas (2).

(2) Decreto 1172 de 1980, artículo 2o.

Así pues, los comisionistas podrán realizar las siguientes actividades, con la advertencia de que muchas de ellas han recibido abundante regulación para evitar abuso en su ejercicio:

- Negociar por cuenta propia valores inscritos en Bolsa con el objeto de dar liquidez al mercado.
- Otorgar préstamos con sus propios recursos para financiar la adquisición de valores inscritos en Bolsa.
- Administrar valores de sus comitentes con la finalidad exclusiva de efectuar los correspondientes cobros de rendimientos.
- Constituir y administrar Fondos de Valores.

El artículo 4o. de la ley establece la posibilidad adicional a estas sociedades comisionistas de desarrollar el contrato de comisión para la compra y venta de valores no inscritos en Bolsa, siempre y cuando se trate de documentos inscritos en el Registro Nacional de Valores que administra la Comisión de Valores.

COMISIONISTAS INDEPENDIENTES DE VALORES

Estos son las sociedades que habitualmente y sin ser miembros de una bolsa de valores, se ocupan de la compraventa de valores en nombre propio y por cuenta ajena. De acuerdo con la ley, estos se someterán al régimen jurídico de las sociedades comisionistas de bolsa, incluyendo obviamente, la vigilancia e inspección de la Comisión Nacional de Valores.

Se asimila para todos los efectos legales la denominación de comisionista independiente con la de corredor independiente, aunque es bueno anotar al respecto que conceptualmente ambos términos han tenido siempre una clara diferenciación jurídica. Mientras que el primero implica una actividad de compromiso directo del comisionista en la contratación y una etapa posterior de cumplimiento de su comisión, el segundo término lleva implícito una intermediación sin participación directa del corredor en el contrato de compraventa de valores.

B. Otros intermediarios en el Mercado de Valores

Se permite a las sociedades administradoras de inversión y las entidades sujetas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Bancaria la realización de actividades de intermediación en la medida en que se los autorice su régimen legal y con arreglo a las disposiciones que expida la Comisión de Valores.

Existe una prohibición especial para los representantes legales de las bolsas para negociar valores inscritos en bolsa sin previa autorización expresa del consejo directivo.

FACULTADES DE INTERVENCION DE LA COMISION NACIONAL DE VALORES EN LA INTERMEDIACION DE VALORES

A. Intervención Directa

A raíz de los algunos abusos cometidos por inescrupulosos que intermediaban en el mercado de valores sin tener para ello autorización alguna, e inclusive combinaban su actividad con la igualmente ilegal captación masiva de recursos, la ley hizo claridad sobre las facultades de intervención del ejecutivo para evitar y sancionar drásticamente estas conductas.

La Comisión Nacional de Valores podrá ordenar la toma de posesión de los bienes y haberes de las personas naturales o jurídicas, que sin estar inscritas en el Registro Nacional de Intermediarios de Valores, realicen actividades de intermediación. Esta intervención tiene por objeto, ante todo, la rápida y progresiva liquidación de las operaciones realizadas irregularmente y, en el caso de las personas jurídicas, su disolución y liquidación. (3)

(3) En estos casos la Comisión Nacional de Valores debe ceñirse a los procedimientos establecidos para la toma de posesión por la Ley 45 de 1923 y las disposiciones que a ésta le son complementarias.

B. Sanciones Pecuniarias

La Comisión Nacional de Valores podrá imponer sanciones pecuniarias a quienes desobedezcan sus decisiones o en general, violen la regulación propia del Mercado de Valores. Estas sanciones pueden afectar tanto a las entidades sujetas a su inspección y vigilancia, como a quienes directamente, o a través de interpuestas personas, realicen operaciones no autorizadas. Las sanciones pecuniarias pueden ser las siguientes :

- a. Multa hasta por cinco millones de pesos, ajustables anualmente de acuerdo con la variación en el índice de precios al consumidor.
- b. Multa hasta por un monto igual al valor de la operación realizada, en caso de que este valor supere el monto de los cinco millones de pesos.

Como criterios utilizados para determinar el monto de la multa se encuentran la gravedad de la infracción y/o el beneficio pecuniario obtenido con ella.

INSTITUCIONES NOVEDOSAS INTRODUCIDAS EN EL MERCADO DE VALORES

A. Acciones Preferenciales sin Derecho al Voto

B. Depósito Centralizado de Valores

La mayor novedad que trae la llamada "Ley de Bolsas" es la concreción de dos ideas ampliamente discutidas por la doctrina, comisionistas y Comisión Nacional de Valores en años pasados. Me refiero específicamente a la creación del Depósito Central de Valores y a la posibilidad que se otorga a las sociedades emisoras de colocar en el mercado Acciones Preferenciales sin Derecho al Voto.

Ambas instituciones pretenden modernizar el mercado, dinamizar sus transacciones y crear nuevas alternativas de inversión al público en general. Por su novedad e importancia requieren una explicación individual.

A. Acciones Preferenciales sin Derecho al Voto

Introducción y antecedentes

La idea de crear acciones especiales con un atractivo propio para el inversionista y una seguridad para el emisor, había sido ampliamente discutida en los diferentes círculos relacionados con los temas bursátiles.

Se convertían en fórmula de solución parcial a una amplia problemática caracterizada por las siguientes variables :

1. Es necesario estimular la oferta en un mercado de valores cuyo principal vacío se encuentra en la falta de oferta de papeles atractivos que otorguen participación en sociedades comerciales. Prueba de ello es la gran acogida de las transacciones de papeles de renta fija, responsables de más del 90% del mercado actual y la paulatina paralización de las transacciones accionarias, otrora dinámicas, populares e importantes en el mercado bursátil nacional.
2. A raíz de la nueva estructura tributaria que comenzó la Ley 75 de 1986, existe un claro mensaje fiscal al contribuyente que prefiere la obtención de recursos a través de capitalización y colocación de acciones y castiga el endeudamiento como fórmula de financiación empresarial.
3. Es indudable la necesidad de generar estímulos que impulsen la financiación de nuevos proyectos de inversión en nuestro país, con recursos provenientes del mercado de valores.
4. En nuestra legislación estaban previstas las acciones privilegiadas pero sin que fuera posible eliminarles el derecho al voto.

Las Acciones Preferenciales sin Derecho al Voto tienen la ventaja de ampliar la base de inversionistas sin que ello signifique para quien las aprueba, la pérdida de las mayorías en la propiedad o el poder de decisión dentro de la sociedad comercial. Para el inversionista significan la certeza de una rentabilidad anual segura y la eventualidad de una valorización futura en el capital.

¿ En qué consisten ?

Son acciones que confieren derecho a su titular a recibir una suma mínima determinada en los estatutos de la sociedad, con preferencia a los demás accionistas ordinarios. Los accionistas preferentes carecen del derecho a participar y votar en las asambleas de accionistas.

¿ Quiénes pueden emitir las ?

Sociedades anónimas sometidas a inspección y vigilancia, con acciones inscritas en bolsa de valores y que durante los dos ejercicios anteriores hayan obtenido utilidades distribuibles por un valor al menos equivalente al mínimo fijado para las acciones que pretende emitir. Se requiere que el capital social no se encuentre representado en acciones de goce o industria o en acciones privilegiadas.

¿ Qué significa el derecho preferencial ?

Al finalizar cada ejercicio, constituída la reserva legal, se debe pagar el dividendo preferencial fijado estatutariamente, aún antes de crear o incrementar otras reservas. Se prohíbe el pago de dividendos mayores a los accionistas ordinarios. Cuando las utilidades líquidas no sean suficientes para cubrir el dividendo preferencial, el saldo insoluto se acumulará hasta por los tres ejercicios anuales siguientes, en espera de utilidades suficientes.

Las acciones preferenciales otorgan igualmente un derecho preferencial de reembolso final de su inversión. En efecto, disuelta una sociedad, una vez pagado su pasivo externo, sus titulares tienen derecho al reembolso de sus aportes con preferencia a los accionistas ordinarios. La ley trae una serie de disposiciones dirigidas a garantizar al titular de este tipo de acciones preferenciales que al momento de obtener el reembolso a su inversión, recibirá el valor patrimonial que su participación social le otorga.

Principales características de las acciones preferenciales

- Se emiten por valor nominal igual al de las acciones ordinarias y se deben colocar por oferta pública.
- No pueden representar más del 25% del capital social.
- Con relación a su colocación, sólo podrán tener derecho de preferencia los titulares de este tipo de acciones.
- Solamente, de manera excepcional, otorgan derecho al voto.

Estas circunstancias son las siguientes :

- Para modificar el régimen estatutario de las acciones preferentes.
- En decisiones como disolución anticipada, fusión, transformación o cambio de objeto social.
- Cuando no haya sido pagado el dividendo preferencial durante dos ejercicios consecutivos. Perdura el derecho hasta cuando se paguen los dividendos acumulados correspondientes.
- Cuando la Asamblea pretenda el pago de dividendo en acciones.
- Ante la existencia de irregularidades que originen la cancelación de la inscripción de acciones en el Registro Nacional de Valores o en bolsas de valores.
- Cuando lo dispongan los estatutos sociales.

B. Depósito Centralizado de Valores

Origen y utilidad

La Comisión Nacional de Valores nunca ejerció la función que le concedía la Ley 32 de 1979 para autorizar el funcionamiento de un depósito central de valores. Entre otras razones se adujo en su momento, que se requería una ley de la república para crear este depósito, pues con él se reformaban normas del código de comercio, especialmente en lo relacionado con los títulos de carácter normativo.

El Depósito Central de Valores funciona actualmente en muchos países con excelentes resultados. Su utilidad se observa en varias ventajas:

- Evita la gran circulación que actualmente requiere todo título para completar su proceso de negociación. Existe en este tránsito el riesgo de pérdida o deterioro del título y una demora injustificada en su tradición efectiva al comprador.
- Permite afianzar la credibilidad y confianza del público inversionista en la transparencia de las negociaciones bursátiles.
- Disminuye los costos de operación en el proceso de transferencia, fraccionamiento, gravamen de los valores.

Concepto

Un Depósito Centralizado de Valores es un establecimiento de comercio administrado por una sociedad cuyo objeto es el de administrar títulos valores de una manera centralizada.

Sus principales responsabilidades giran alrededor de la custodia, administración, transferencia de títulos valores y la compensación y liquidación de operaciones bursátiles.

SOCIEDAD ADMINISTRADORA DEL DEPOSITO DE VALORES

La ley establece la posibilidad de que la Comisión Nacional de Valores autorice la creación de las llamadas Sociedades Administradoras de Depósitos Centralizados de Valores y faculta al Gobierno Nacional para crear la primera en el término de un año. (4) Se faculta igualmente al Banco de la República para administrar estos depósitos.

- (4) Se establece la posibilidad de participación mixta en la creación de esta Sociedad. Podrán participar las entidades públicas emisoras de valores, las bolsas de valores y las demás personas jurídicas que autorice la Comisión Nacional de Valores.

Las Sociedades Administradoras de los depósitos estarán sometidas a las inspección y vigilancia de la Comisión Nacional de Valores y tendrán que restringir su objeto exclusivamente a la administración de un depósito centralizado de valores. Sus principales funciones son:

1. Depositaria de Valores

Ser depositaria de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y que le sean entregados con esa finalidad (5).

Podrán convertirse en depositarias de la totalidad o parte de una emisión, por solicitud que en este sentido le eleve la entidad emisora de los mismos y la entrega que le haga de uno o varios títulos representativos de la emisión.

Los depositantes, al momento de entregar los títulos, tendrán como principal responsabilidad la de identificar el último endosante y garantizar la integridad y autenticidad de los valores depositados y la validez de las operaciones realizadas.

2. Administración de Valores

Administrar de los valores recibidos cuando así lo solicite el depositante. En este caso solamente podrá ejercer los derechos patrimoniales que se deriven de los valores. Se excluye expresamente la posibilidad de ejercitar el derecho al voto que algunos títulos conceden en asambleas de accionistas o tenedores.

Las sociedades comisionistas, colectivas o anónimas, autorizadas por excepción, por la Comisión Nacional de Valores para administrar valores de sus clientes, deberán entregarlos a un depósito centralizado de valores.

- (5) El depósito se perfecciona con el endoso en administración y la entrega de los títulos. Este endoso no otorga a la sociedad la propiedad del valor. Le genera sí, las obligaciones de custodia, administración, cuando así lo solicite el depositante y registro de las enajenaciones y gravámenes que este le comunique.

3. Transferencia de los Valores Depositados

Transferir los valores depositados cuando se presente orden escrita en este sentido del titular de estos valores. Esta se hará con el simple registro en los libros del depósito. En caso de tratarse de títulos de carácter nominativo se requerirá adicionalmente, la inscripción en el libro de registro de la entidad emisora ante una comunicación que en este sentido le envíe el depósito.

4. Constitución de gravámenes

Le corresponde la responsabilidad de constituir gravámenes de los valores depositados. La prenda sobre los valores depositados se constituye con la inscripción del contrato de prenda a solicitud del depositante, permaneciendo los valores depositados hasta que se cancele el gravamen o se ordene judicialmente su venta. En caso de vencimiento del título, este será redimido por el depósito y el producto puesto a órdenes del acreedor o del juez si ha sido embargado.

5. El embargo y remate de los valores depositados

El depósito de proceder al embargo y remate de los valores depositados cuando reciba orden de autoridad competente para ello. En caso de remate, debe proceder a consignar su producto en una entidad facultada para recibir depósitos judiciales.

6. Compensación y liquidación de operaciones

Es responsabilidad suya la de adelantar la compensación y liquidación de operaciones sobre valores depositados.

7. Expedición de certificados

Le corresponde la expedición de certificados no negociables en los que identifique el título depositado. La utilidad de estos certificados es la de legitimar al titular del valor para ejercer los derechos incorporados en el título.

Aparte de estas certificaciones, los depósitos centralizados solamente podrán suministrar información sobre las operaciones al depositante y a las autoridades que lo soliciten, en los casos provistos por la ley.

8. Reposición de valores

Procederá el depósito a la reposición de los valores depositados en caso de pérdida, destrucción, extravío o hurto de los valores depositados y ante solicitud que en este sentido presente la entidad emisora del título.

9. Teneduría de libros

Será finalmente responsabilidad del depósito la teneduría de los libros de registro de títulos nominativos, a solicitud de las entidades emisoras.