
EL DERECHO BURSÁTIL Y LA CRISIS EN EL MERCADO DE VALORES

Carlos Mario Giraldo Moreno

Abogado de la Universidad de Medellín,
Especialista en Derecho Comercial de la U.P.B.
Master en Derecho de la Universidad de Tulante
Profesor de la Facultad de Derecho Universidad de Medellín,
Facultad de Derecho y Postgrado de la U.P.B.

1. INTRODUCCION

Nada genera mayor efecto de caos económico con profundas repercusiones sociales que la pérdida de confianza en nuestro sistema financiero. Su solidez y respetabilidad son indispensables para el desarrollo de la actividad productiva de un país y de ella depende que el ahorro privado se deposite y circule normalmente, alimentando todos los vasos comunicantes de la economía.

Quizás es esta una de las áreas en las que el Estado debe intervenir con mayor atención y cuidado, evitando un desbordamiento de las fuerzas económicas actuantes y creando unos marcos de referencia, comportamiento y control. Finalmente a él le corresponde evitar abusos, corrupción y elusiones a la ley que terminen por socavar la confianza pública en el sistema.

Desafortunadamente, nuestra experiencia en esta área indica que los reguladores económicos solamente actúan ante la evidencia irremediable de la crisis en estado de avanzada maduración.

La tardía creación de la Comisión Nacional de Valores (Ley 32 de 1979) es el típico y reciente ejemplo de una dilatada decisión que se introdujo ante la ya inocultable y flagrante violación de principios de

seguridad y respeto hacia el inversionista por parte de algunos emisores, comisionistas y corredores independientes.

Las medidas de emergencia económica de 1982, tendientes a solucionar la crisis del sector financiero nacional, sobrevinieron solamente después de que el país fuera testigo de una orgía de abusos y autopréstamos, cohonestados por el mutismo estatal.

Ahora, las nuevas disposiciones del Derecho Bursátil que analizaremos, no son más que la tardía atención del Estado a síntomas evidentes y previstos en foros y escritos, desde hace varios años. La crisis en el Mercado Bursátil de los años 88 y 89 sobreviene, en parte, por la connivencia oficial ante evidentes irregularidades que posiblemente habrían sido controlables en su momento, con atención, diligencia y ante todo, con decisiones políticas valerosas y oportunas.

De todos es conocida la pequeñez de nuestro mercado de valores y los diferentes factores que le impiden un dinamismo adecuado que lo convierta en el canal natural del ahorro nacional. Muchas son las que los gobiernos podrían enfrentar con valor. Recordemos solamente algunas de ellas:

1. La inexistencia de un mercado accionario dinámico como mecanismo para capitalizar el sector productivo. Actualmente el mercado accionario participa solamente con cerca del 6% del total de las transacciones bursátiles. Ha sido reemplazado por los papeles de renta fija, actuales motores del mercado de valores.
2. La ineficacia de los controles estatales a la obligación general de realizar transacciones a través de Bolsas de Valores para darles publicidad y permitir que el precio refleje la realidad de mercado.
3. La imposibilidad de transar en el mercado bursátil valores de compañías extranjeras. Simultáneamente la prohibición de negociar valores de compañías colombianas en los mercados bursátiles internacionales. Ambas son alternativas que es necesario considerar seriamente en medio de un panorama internacional dominado por la globalización de la economía y el rápido, frío y calculado tránsito de los capitales de inversión.

El objeto de este escrito es el de intentar un rápido esquema del derecho bursátil vigente en nuestro país y observar cómo fue impotente frente a la crisis de los años 88 y 89. Miraremos la reacción estatal ante las irregularidades y trataremos de fijar algunas opiniones sobre alternativas que aún permanecen como solución en un área cardinal para nuestro futuro como nación en un panorama internacional, intensamente competitivo y dinámico.

2. MARCO CONCEPTUAL BASICO DE NUESTRA LEGISLACION BURSATIL

2.1. El derecho bursatil

El Derecho Bursátil es un área de conocimiento del moderno derecho económico. Se ocupa de la transacción de los títulos valores, bien sea en oferta pública o en privada, que se realiza en mercados de valores institucionalizados, conocidos universalmente con el nombre de Bolsas de Valores. El Derecho Bursátil se ocupa de la actividad, derechos y obligaciones de las Bolsas, de los Emisores, los Intermediarios y, especialmente, de los Inversionistas. Pretende lograr mercados dinámicos, abiertos, transparentes e informados.

Un área fundamental de este derecho es el tratamiento de la vigilancia estatal de los mercados de valores, que en Colombia es, desde 1979, responsabilidad directa de la Comisión Nacional de Valores.

2.2. Qué es una bolsa de valores

En Colombia las Bolsas de Valores son, por definición legal, sociedades mercantiles anónimas, cuyo objeto comercial es el de prestar las condiciones y el establecimiento mercantil para que sus miembros celebren negocios de toda clase de valores susceptibles de transacción bursátil. Sus accionistas son principalmente los Comisionistas de Bolsa (1), únicos facultados legalmente para la negociación bursátil.

(1) El Decreto 2969 de 1960 permitía que pudiera ser accionista cualquier persona, sin que necesariamente fuera comisionista de bolsa. Actualmente las bolsas tienen accionistas que no ostentan esa calidad.

Es amplio el control que ejerce el ejecutivo sobre las bolsas de valores a través de la Comisión Nacional de Valores. La Corte Suprema de Justicia, en sentencia de Marzo 3 de 1972, hace énfasis acerca de la inspección que ejerce el Estado sobre las bolsas y los comisionistas de bolsa. En uno de sus apartes afirma:

“Las bolsas de valores son una expresión del régimen de propiedad privada y de libertad de empresa e iniciativa privada que garantiza la Constitución, especialmente en sus artículos 30 y 32. Mas ello, en su ejercicio, está atemperado por mandatos contenidos en los mismos preceptos: la supremacía del interés público, la función social de la propiedad, que implica obligaciones; y el límite del bien común o social, sin menoscabo de la dirección de la economía a cargo del Estado”.

“Las bolsas, como establecimientos comerciales y sociedades anónimas, y principalmente por la actividad que desarrollan y el fin de interés público que cumplen dentro del conglomerado social, están sometidas a la vigilancia y control del Estado; y quienes dentro de ellas, en calidad de miembros, participan en las actividades que le son propias, desempeñan una actividad la cual es objeto de reglamentación y de inspección comentadas” (2).

Las bolsas pueden ser de valores o de productos. Estas últimas tienen gran importancia en los mercados internacionales de materias primas y de alimentos, pero desafortunadamente son incipientes en Colombia (3).

Las bolsas de valores pueden ser constituidas a partir de la libre iniciativa de los particulares, siempre y cuando se reúnan un mínimo de

(2) Corte Suprema de Justicia - Marzo 3 de 1972.

(3) Los mercados de futuros - "commodities", dominan las bolsas de productos internacionales. A Colombia le corresponde participar en ellos en la venta de sus principales productos de exportación: café, petróleo, carbón y en la adquisición de alimentos que requiere importar, especialmente granos.

diez miembros, sociedades comisionistas de bolsa y obtengan la autorización para funcionar como tal de la Comisión Nacional de Valores (4).

2.3. Regulación de las bolsas en Colombia

El estatuto básico de las bolsas de valores es el Decreto 2969 de 1960 y el de los comisionistas de bolsa el Decreto 1172 de 1980. El Código de Comercio trata el tema en su regulación del mandato comercial y más específicamente, del contrato de comisión. Recientemente fue aprobada por el Congreso de la República la Ley 27 de 1990 que introduce importantes modificaciones en el Derecho Bursátil. Son finalmente las circulares y resoluciones expedidas frecuentemente por la Comisión Nacional de Valores las que han venido complementando la regulación existente en la materia, especialmente dinámica en los últimos diez años.

2.3.1. Funciones de las bolsas de valores .

En general, las bolsas de valores tienen como función principal la de promover el mercado de valores. Dentro de ella les corresponde la vigilancia de sus miembros (comisionistas). En el desarrollo de esta responsabilidad, cuentan con gran autonomía autorregulatoria, permitiéndoseles la imposición de obligaciones y controles en los comisionistas, adicionales a los mínimos establecidos por la ley y por la Comisión Nacional de Valores.

Las principales funciones de las Bolsas pueden clasificarse de la siguiente manera:

-
- (4) Están funcionando a la fecha solamente tres bolsas de valores en Colombia: La Bolsa de Bogotá, constituida en 1928; Medellín, creada en 1961 y conformada por 26 sociedades y, finalmente, la de Cali, creada en marzo de 1983 con 11 comisionistas.

a. Inscribir valores para ser negociados en bolsa

Todo valor que aspire a ser negociado en el mercado bursátil debe obtener dos registros previamente. El primero es el **Registro Nacional de Valores** que se obtiene ante la Comisión Nacional de Valores. Una vez concedido, es necesario para la sociedad emisora del título, inscribirlo en una o varias bolsas de valores.

Con estos registros se pretende, ante todo, proveer información completa sobre la realidad económica y financiera del emisor, las condiciones de los títulos emitidos, las garantías de los mismos, de manera que el inversionista pueda tener un completo conocimiento sobre las alternativas existentes en el mercado. La inscripción de títulos por parte de las bolsas es facultad discrecional a ellas reconocida por la ley, otorgándoles la posibilidad de proceder a su inscripción o rechazo, sin necesidad de fundamentar su decisión.

Los títulos oficiales requieren igualmente la inscripción en bolsa, pero en ese caso la bolsa se limita a verificar las disposiciones legales que autorizan su emisión. La bolsa puede cancelar la inscripción de títulos cuando se incumplan los reglamentos establecidos, especialmente en cuanto tiene que ver con los pagos de derechos en su o cuando se presente una cancelación del registro nacional del respectivo valor.

VALORES NEGOCIADOS EN BOLSA

Los principales valores negociados en las bolsas, previa inscripción en el registro nacional de valores y en la misma institución bursátil, son:

- Bonos y otros títulos emitidos por entidades oficiales y semioficiales. Se incluyen certificados de cambio, títulos de ahorro cafetero, papeles de la FEN, TAN, cédulas del BCH, CERT, títulos de participación, etc.
- Acciones o bonos emitidos por sociedades comerciales. Estas para poder inscribir sus acciones en bolsa deben cumplir con cualquiera

de los requisitos exigidos por la Resolución 004/85 de la Comisión Nacional de Valores (5).

- Acciones, títulos de deuda, bonos en general emitidos por establecimientos de crédito. Se destacan entre éstos, por su gran dinamismo actual, los siguientes: Aceptaciones bancarias, pagarés y certificados de depósito a término (CDT).
- Los demás que autorice la Comisión Nacional de Valores.

b. Mantener un mercado bursátil organizado que ofrezca condiciones de seguridad, honorabilidad y corrección

Es esta función trascendental de las bolsas para cimentar la confianza pública en la honorabilidad y corrección de las transacciones bursátiles. La cumplen especialmente a través del órgano de vigilancia de las bolsas, llamado **Cámara Disciplinaria de la Bolsa**, conocida antes de la Ley 27 de 1990 como la Cámara de Vigilancia de la Bolsa. Esta determina garantías y vigila el cumplimiento estricto de los estatutos y reglamentos de bolsa. Interviene en todo aquello que le otorgue seguridad y transparencia al negocio de valores.

Cuentan las bolsas con instrumentos coercitivos muy importantes para ejercer su vigilancia y control, especialmente la posibilidad de cancelar la inscripción de valores que no ofrezcan condiciones de seguridad y solidez al inversionista y la de sancionar con multas, suspensiones o con la expulsión a los miembros que incumplan con sus obligaciones o incurran en conductas irregulares.

-
- (5) Una Sociedad Comercial podrá inscribir sus acciones en bolsa de valores, si reúne uno cualquiera de los siguientes requisitos:
1. Poseer un patrimonio por lo menos igual a setenta millones de pesos y tener cien o más accionistas o que el 50% de las acciones pertenezcan a accionistas que individualmente no tengan más del 3% de las acciones.
 2. Haber realizado un compromiso de apertura con la Comisión Nacional de Valores o calificar bajo el concepto de Sociedad Anónima Abierta.
 3. Tener más de quinientos accionistas.

c. Obligación de suministrar información al público sobre cotizaciones, valores inscritos y operaciones realizadas

Las bolsas cumplen una importante función de publicidad e información. En ellas descansa la responsabilidad de mantener un mercado de inversiones enterado acerca de los emisores, los valores y las operaciones. Se destaca la obligación de publicar diariamente las operaciones efectuadas y los precios de oferta y demanda vigentes al finalizar cada rueda bursátil. Esto lo cumplen las bolsas a través del boletín de la bolsa. La certificación que el gerente de la bolsa emita sobre el precio de los diferentes valores, produce pleno efecto probatorio en causas judiciales y administrativas.

Algunas complementan esta información con revistas o informativos mensuales y con la elaboración de índices económicos que ilustren acerca del comportamiento general de los diferentes valores (6).

Les corresponde a las bolsas ofrecer al público información general sobre entidades cuyos títulos se encuentren inscritos. Con ello se consolida un mercado informado en el cual el inversionista pueda tener algún grado de certidumbre sobre las condiciones financieras y la solidez del emisor de los títulos que aspira a negociar.

d. Velar por el cumplimiento de las leyes y reglamentos por parte de sus miembros.

Para cumplir con esta función cada bolsa tiene una **Cámara Disciplinaria** que se convierte en una especie de tribunal disciplinario y debe velar por el estricto cumplimiento en las transacciones bursátiles del régimen legal vigente.

(6) La Bolsa de Valores de Medellín tiene, por ejemplo, un boletín mensual llamado el "Pregón de la Bolsa", con páginas editoriales, publicación de legislación bursátil, cuadros y estadísticas sobre cotización de valores, etc. Adicionalmente ha creado un índice bursátil (el IBOMED), que con base en la cotización de los valores emitidos por las sociedades de mayor tamaño y con mayor negociabilidad, indica el estado del mercado.

El principal interés radica en el oportuno cumplimiento de las sociedades comisionistas con el público en la entrega de sus valores o del dinero proveniente de su venta a otro inversionista. Para asegurar el cumplimiento de estas obligaciones, los comisionistas deben otorgar garantías especiales en favor de la bolsa. Estas son: 1. Certificado de propiedad del puesto de bolsa. 2. Entregar endosados o con documentos de traspaso, los títulos que representan las acciones que el comisionista tiene en bolsa y los demás que determine la Cámara Disciplinaria.

Si bien estas garantías son importantes, la experiencia demostró su insuficiencia ante la magnitud de las defraudaciones e incumplimientos que pueden producirse. Como alternativa de solución se creó recientemente el Fondo de Garantías de las bolsas al que haremos referencia posteriormente en detalle.

e. Regular el ingreso de los comisionistas, su actuación y establecerles requisitos especiales para su inscripción en bolsa

En este campo predominaba hasta la reciente expedición de la Ley 27 de 1990, la gran discrecionalidad que la bolsa tiene para admitir o rechazar el ingreso de nuevos miembros. En todo caso, es requisito previo para todo comisionista que aspire a ingresar como miembro de una bolsa, obtener su inscripción en el Registro Nacional de Intermediarios que administra la Comisión Nacional de Valores.

f. Fomentar las transacciones de los títulos inscritos

Esta finalidad la cumple a través de la publicidad y promoción de los valores inscritos en la bolsa.

g. Establecer martillos para el remate público de valores negociables en bolsa

Esta importante posibilidad, lamentablemente no ha tenido mucha aplicación en nuestro medio. El decreto 1273 de 1936 la reglamenta, estableciendo que es el gerente de la bolsa a quien corresponde presidir los martillos de bolsa.

2.3.2. Organismos de las bolsas de valores

Las bolsas de valores tienen tres organismos de dirección. Son estos: La Asamblea General de Accionistas, el Consejo Directivo de la Bolsa y la Cámara Disciplinaria de la Bolsa.

Asamblea de Accionistas

Le corresponde a esta el nombramiento del Consejo Directivo y de la Cámara de Vigilancia de la Bolsa. Adicionalmente, cumple con la función propia de las asambleas de las sociedades anónimas, especialmente las previstas en los estatutos de cada bolsa.

Consejo Directivo

Son los estatutos de la bolsa los que deben determinar el número de miembros y los requisitos para formar parte del mismo (7). Sus funciones incluyen la de nombrar el representante legal de la bolsa; establecer sucursales; decidir sobre la emisión de nuevas acciones; decidir sobre la inscripción de valores y comisionistas en la bolsa; reformar los reglamentos y decidir las apelaciones que interpongan los comisionistas frente a las determinaciones adoptadas por el Presidente de rueda.

Cámara Disciplinaria de la Bolsa

Esta debe velar porque las actuaciones de los miembros estén conforme con la ética e imponer las sanciones reglamentarias contra quienes incurran en violaciones e irregularidades. Le corresponde reglamentar las garantías que los comisionistas otorgan a la bolsa. Finalmente son funciones de la Cámara de la Bolsa las de sancionar con multas, suspensiones o la expulsión definitiva a sus miembros y la de interpretar el reglamento cuando sea necesario.

(7) En Bogotá y Cali los Consejos Directivos tienen siete miembros, mientras que en Medellín estaba conformado por cinco principales y suplentes. Para adecuarse a las disposiciones de la Ley 27, la Bolsa de Medellín recientemente amplió el número de miembros a siete (4 internos y 3 externos).

2.3.3. La operación bursátil y la rueda de la bolsa

LA RUEDA DE LA BOLSA

Las operaciones bursátiles solamente se pueden celebrar en una reunión especial de los representantes legales de las diferentes sociedades comisionistas que recibe el nombre de **Rueda de Bolsa**. Cada día de funcionamiento de la bolsa, en horas determinadas por la Cámara de la Bolsa, se reúnen los comisionistas para realizar la negociación de los valores y de esta manera, cumplir con las múltiples comisiones que durante el transcurso del día han recibido por parte de sus clientes.

En Colombia la rueda aún funciona partiendo de la activa participación de un pregón que anuncia en voz alta las ofertas realizadas, con expresión de condiciones (precio, número de valores, plazo). Predominan elementos como el tablero, la tiza, las grabaciones y el intercambio verbal de ofertas a través del pregón.

Este obsoleto sistema contrasta con el funcionamiento de las bolsas en otros países, en las que predominan los computadores, las transacciones a través de impulsos electrónicos y la sustitución de los documentos por simples anotaciones contables en un depósito central de valores. Recientemente este ha sido previsto como una posibilidad legal para Colombia. Falta entonces, su implementación como condición de modernización de nuestro mercado bursátil.

El Presidente de la Bolsa o su delegado dirige la rueda y a él le corresponde dirimir los conflictos que durante su transcurso se presenten. Las ofertas son anunciadas públicamente por el Pregón y deben ser aceptadas en los términos ofrecidos, mediante la palabra "conforme", pronunciada por alguno de los comisionistas. Esta indica aceptación en los términos propuestos y solamente resta la liquidación de la operación por conducto de la bolsa.

El proceso de liquidación de la operación, incluye la entrega de los títulos y del precio pactados. La operación, se registra a través de una boleta o comprobante firmado por los comisionistas intervinientes y por el gerente de la bolsa, en la que aparecen las condiciones negociadas.

En caso de presentarse incumplimiento por parte de un comisionista en el pago del dinero o de los valores pactados en rueda, la bolsa está facultada legalmente para completar la operación de compraventa y cumplir con la comisión. Podrá inclusive hacer efectivas las garantías del comisionista incumplido, hasta el monto adeudado.

Existen algunas modalidades de negociación y normas de control dirigidas a evitar alteraciones abruptas de los precios. Explicaré brevemente algunas de ellas:

1. Operaciones Cruzadas

Se presentan cuando el representante (comisionista) obra simultáneamente como comisionista del comprador y del vendedor, cruzando por lo tanto la operación. Es necesario en todo caso anunciar la operación, requisito esencial para su celebración. En ella es necesario cantar abiertamente tanto la oferta como la demanda. Existe la posibilidad para cualquier otro comisionista para conformar la operación. Solamente cuando no interviene un tercero, se produce el cruce de la operación.

2. Oferta Permanente

Se ofrece permanentemente un valor, cuando el comisionista expresa que la oferta tendrá vigencia durante toda la rueda o durante un lapso determinado de la misma. Se utiliza esta modalidad para diferentes valores, especialmente títulos de renta fija.

3. Suspensión de Operaciones

El presidente de la rueda debe suspender durante media hora la negociación de un valor determinado cuando la variación en la demanda y oferta del mismo es superior al 5% del precio inicial. Reanudada la negociación, si se llega a presentar otra variación de otro 5%, se suspende hasta la rueda siguiente la negociación del valor.

Esta norma que permite una variación máxima de un título del 10% durante una rueda, es un efectivo control que evita abruptas modificaciones en las condiciones de venta de los valores y sirve como prevención efectiva a ciertas prácticas especulativas.

Permite que exista un lapso temporal que contribuya a crear una imagen más informada sobre las reales causas de los cambios en la cotización del valor (8).

RELACION CONTRACTUAL EN UNA OPERACION BURSATIL

En la Operación Bursátil se combinan dos negocios fundamentales: Una compraventa de valores entre comisionistas y varios contratos de comisión entre el inversionista y la sociedad comisionista de bolsa. A través de éstos, se encomienda a un profesional de la intermediación en la venta de valores ofrecidos en bolsa, la adquisición o venta de los mismos en rueda. Esta es una especie de monopolio profesional que la misma legislación le reconoce a quienes ostentan esta exclusiva calidad (art. 1304 C. de Co.).

El profesor Garrigues se refiere a esta dualidad en la relación contractual del Agente de Bolsa de la siguiente manera:

“Obran en nombre propio y por cuenta de sus clientes, celebrando personalmente el contrato para cuya mediación fueron buscados. No hay, pues, ni vinculación a las dos partes contratantes, puesto que los contratantes son ellos, ni derecho ni deber de imparcialidad, puesto que sirven el interés de quien les da el encargo. Nuestro Código de Comercio, siguiendo el modelo del derecho francés, considera al agente mediador como un comisionista, que es el comprador o el vendedor, callando el nombre del comitente. El agente encargado del comprar o vender en Bolsa compra o vende los títulos a uno de sus colegas, que ha recibido de otro cliente la orden contraria. Pero los clientes no intervienen en el contrato de compraventa; ni siquiera son pronunciados sus nombres”.

(8) Si en la legislación norteamericana hubiera existido una norma parecida, tal vez no se habría producido el famoso "lunes negro" de octubre 19 de 1987. En esta oportunidad el índice bursátil tuvo un vertiginoso descenso de 500 puntos, acompañado por la masiva venta de valores como producto de las órdenes de los sistemas de computadores y la imposibilidad legal de suspender operaciones de inmediato.

“La compraventa en cuestión no produce directamente obligaciones más que entre los mismos agentes, siendo ellos personalmente responsables frente al comprador de la entrega de los efectos o valores y frente al vendedor del pago del precio. Los comitentes no adquieren ningún derecho ni obligación en el contrato de compraventa. Entre ellos hay una absoluta incomunicación jurídica, con arreglo a los principios clásicos de la representación indirecta. Los derechos y obligaciones de los clientes se desenvuelven sobre la base exclusiva del contrato de comisión que les liga con los respectivos agentes” (9).

Se caracteriza ese contrato de comisión celebrado entre el comisionista de bolsa y su cliente por las siguientes circunstancias especiales:

- a. Es una especie de mandato no representativo en el cual el comisionista obra a nombre propio y por cuenta de su comitente. Es este último finalmente el que pone a disposición del comisionista los medios económicos o los valores para dar cumplimiento al contrato de compraventa. Sin embargo, la obligación se encuentra en cabeza directa del comisionista a quien no es posible escudarse para incumplirla en las deficiencias de su mandante.

La Corte Suprema de Justicia se ha pronunciado con relación al carácter de mandato no representativo de este contrato de comisión. Al respecto afirma en una de sus providencias:

“Cuando el mandato no es representativo, el mandatario es ante los terceros con quienes contrata, el titular de los derechos y obligaciones que se deriven de los contratos que con ellos celebre. Conozcan o ignoren la existencia del mandato, los terceros no pueden ser obligados a tener al mandante como parte en el pacto, puesto que no habiendo representación, es el mandatario quien en éste es realmente parte. Los efectos del contrato a transferir al mandante todo beneficio que de los negocios con terceros derive y el mandante, por su parte, debe proveer al mandatario de todo lo

(9) Curso de Derecho Comercial -Tomo IV- Joaquín Garrigues (páginas 368-387).

necesario para la ejecución del encargo y reembolsarle los gastos razonables que la comisión imponga”(10).

- b. No es solemne. Normalmente se celebra de manera verbal, aun telefónica, presentándose grandes dificultades probatorias frente a las condiciones pactadas y las restricciones en el mandato otorgado al comisionista. El encargo debe cumplirse personalmente y sólo puede delegarse en otro comisionista, previa autorización expresa para ello otorgada por el comitente.
- c. El comisionista tiene la obligación de mantener en reserva el nombre de su comitente y de poner a su disposición, dentro de los tres días hábiles siguientes a la compraventa, el comprobante de la operación otorgado por la bolsa de valores.

OBLIGACION DE NEGOCIAR ACCIONES A TRAVES DE LAS BOLSAS DE VALORES.

Uno de los temas que mayor controversia crea entre autoridades, emisores y comisionistas es el relacionado con la obligatoriedad de negociar acciones a través de las bolsas y la posibilidad de optar por vías diferentes, especialmente la negociación directa por fuera del mercado bursátil. Son claras las ventajas para el público inversionista y los accionistas que significa la transacción pública de las acciones: mayor información; protección a los derechos del accionista minoritario; posibilidad de todo accionista de beneficiarse de una pugna por el poder accionario; tener un mercado natural para ese título valor de participación. En este campo nuestra legislación no es clara y las reglas generales han recibido todo tipo de excepciones. En la práctica, un alto porcentaje de las transacciones importantes en el mercado accionario se realizan por fuera de las ruedas bursátiles.

En principio la Resolución 005 de 1982 estableció que toda compraventa de acciones de sociedades inscritas en bolsa cuyo valor fuera igual o superior a doscientos mil pesos debería realizarse a través de la

(10) Corte Suprema de Justicia. Sala Civil, mayo 17/1976.

bolsa. Se trataba de un sano principio de ampliación del mercado accionario, dirigido a evitar la simulación y la concentración oculta y a lograr que el beneficio de los incrementos de precio se generalizaran a todos los accionistas.

Esta norma general ha encontrado una serie de tratamientos excepcionales que le restan toda aplicación práctica. Veamos los principales:

1. La Resolución 017/1986 exceptúa de esta obligación a aquellas negociaciones accionarias que resulten de donaciones, procesos judiciales, permutas, ejercicio del derecho de preferencia, daciones en pago. Con ello se ha abierto la posibilidad para la realización de negociaciones simuladas, cuya finalidad es eludir la transacción bursátil.
2. La Resolución 002/1987 responde a una práctica generalizada en el mercado de realizar múltiples operaciones, todas inferiores al monto de los 200 mil pesos, con el fin de mantenerse por fuera de la rueda. Esta resolución considera como una sola operación, todas las negociaciones inferiores a los 200 mil pesos, realizadas en un plazo de 120 días comunes entre las mismas partes, con relación a los mismos títulos y en condiciones similares. Si bien la norma está bien concebida, choca con la incapacidad actual de la Comisión Nacional de Valores para fiscalizar su cumplimiento.
3. Existía hasta hace poco un concepto reiterado por la Comisión Nacional de Valores (11), según la cual se exceptúan igualmente las compraventas de acciones con plazos superiores a 120 días y aquellas en las que se hubiera pactado el pago del precio en títulos de contenido crediticio diferente al cheque. El argumento que presentaba la Comisión era que la Superintendencia Bancaria reconoce un plazo máximo para liquidación de operaciones bursátiles de 120 días que se exige el pago de contado o con un cheque, título cobrable a su presentación para el pago. Permitir lo contrario afectaría la liquidez inmediata que deben proveer las bolsas.

(11) Comunicación 025/86 dirigida a la Bolsa de Occidente.

La aspiración de las bolsas y los comisionistas y su propuesta para fortalecer el mercado accionario ha sido la de eliminar todas las excepciones. Con ello cualquier transacción de acciones tendría que realizarse a través de las bolsas.

A raíz de los escándalos en la Bolsa de Bogotá, una de las reacciones estatales fue la de fortalecer estas operaciones bursátiles, con el fin, en parte, de compensar a los comisionistas las múltiples cargas económicas impuestas.

Se expidió la Resolución 008 de 1988 que regula en adelante la obligatoriedad de recurrir a la bolsa en venta o compra de acciones. En resumen esta resolución introduce los siguientes cambios:

- Mantiene el monto de la operación máxima por fuera de bolsa en los 200 mil pesos.
- Respeto las excepciones de la Resolución 017/86.
- Permite que se cancelen las operaciones con títulos de contenido crediticio diferentes al cheque.
- Mantiene como plazo máximo de liquidación de las operaciones bursátiles el de 120 días.

2.4 Los comisionistas de bolsa

Comisionista de Bolsa es aquel que se dedica de manera profesional a ejecutar negocios en nombre propio y por cuenta de su comitente, consistentes en la compra y la venta de valores inscritos en bolsa de valores.

La Comisión Nacional de Valores al referirse al carácter del comisionista dice:

“Que el Comisionista actúe en nombre propio significa que él mismo celebra el acto jurídico que le fue encomendado y que, por ello, en su cabeza se radican los efectos del negocio celebrado por cuenta de su cliente. De esta manera, es el Comisionista quien es parte del respectivo

negocio y no el comitente. Por consiguiente, si el comisionista, por la naturaleza misma de las cosas, debe ser parte en el negocio jurídico que celebra por cuenta de su cliente, es obvio que frente a la persona con la cual contrata asume las obligaciones propias de la compraventa y, entre ellas, la de entregar la cosa vendida y la de salir al saneamiento”.

Es preciso diferenciar al Comisionista de Bolsa del Corredor Independiente. El segundo por su especial conocimiento del mercado dedica su esfuerzo a establecer el contacto entre las personas interesadas en la realización del negocio, sin intervenir en el negocio directamente. Es una actividad independiente en la cual el corredor no celebra negocio de compraventa de valores alguno. Por realizarse por fuera de la rueda, normalmente incluye valores no inscritos en bolsa o aquellos inscritos cuando se presentan las excepciones que permiten su transacción por fuera de bolsa.

El decreto 1172 de 1980 regula la actividad de los Comisionistas de Bolsa. Los define como profesionales inscritos en el registro nacional de intermediarios y aceptados por una o varias bolsas de valores dentro de la discrecionalidad, hoy con algunas limitaciones, que éstas tienen para su admisión y retiro.

Les establece obligaciones muy específicas, entre las que se destaca la de poner a disposición del comitente el comprobante de la operación dentro de los tres días hábiles siguientes y la de ser fiel al deber de reserva con relación a la identidad de su cliente. El comisionista deberá entregar los valores y cancelar el precio pactado en rueda, sin que le sea admisible aducir falta de provisión para ello. Tiene la obligación de llevar libros especiales, en los que aparezcan, de manera cronológica, las órdenes y operaciones efectuadas.

El Comisionista debe constituirse en forma de Sociedad Anónima o Colectiva, con un capital mínimo de 100 millones de pesos en el caso de la primera y de 35 millones en la segunda (12). Los socios del comisionis-

(12) La Resolución 121/89 dispuso el aumento de capital en los Comisionistas organizados como sociedad anónima de 10 millones a 100 millones y en los que tienen la forma de sociedad colectiva de 2 millones a 35 millones.

ta deben cumplir condiciones de honorabilidad, idoneidad y tener una trayectoria en el área sin fracasos económicos, condiciones que se vigilan a través del registro nacional de intermediarios.

FACULTAD DEL COMISIONISTA - SOCIEDAD ANONIMA

En general, el comisionista tiene como objeto único el de intermediar en la compraventa de títulos valores a través de la bolsa de valores. Sin embargo, se presentan una serie de posibilidades adicionales exclusivamente previstas para los comisionistas sociedades anónimas hasta la Ley 27 de 1990 que las hace extensivas a las organizadas bajo la forma de colectivas. Son estas facultades:

1. Negociar por cuenta propia valores con el objeto exclusivo de dar liquidez al mercado (Resolución 193 de 1981).
2. Otorgar préstamos con recursos propios al comitente para financiar la adquisición de valores. Este préstamo no puede superar el 50% del monto de la operación y los títulos adquiridos deben permanecer con garantía prendaria del pago de este dinero (Resolución 200 de 1981).
3. Administrar valores de los comitentes con el fin exclusivo de cobrar los rendimientos por estos producidos (Resolución 215 de 1981).
4. Constituir y administrar Fondos de Valores (Resolución 243 de 1982).

Estas facultades exclusivas de los Comisionistas sociedad anónima se han enmarcado dentro del concepto de **Operaciones de Posición Propia**. Ellas no son más que aquellas en las cuales el comisionista toma algún interés personal en la negociación, abandonando por razones muy específicas, su condición natural como intermediario en una compraventa de valores.

PROHIBICIONES Y SANCIONES A LOS COMISIONISTAS

En general, la principal prohibición del comisionista es la de negociar valores por fuera de bolsa (negociaciones extrabursátiles),

cuando existía la obligación contraria. Le está prohibido también iniciar actividades paralelas a la actividad bursátil, especialmente aquellas en materia financiera que impliquen captación masiva de recursos del ahorro privado. Esto obviamente con la excepción prevista para los comisionistas en el préstamo a algunos comitentes para adquirir valores.

Otras prohibiciones que es preciso destacar son las siguientes:

1. Representar en asambleas las acciones negociadas, aun cuando reciba poder para ello.
2. Cobrar comisiones que excedan las autorizadas por la bolsa de valores (13).
3. Ser representante, miembro de junta o revisor fiscal de sociedades con valores inscritos en bolsa. Con ello se busca evitar el conflicto de intereses que puede generarse.

El comisionista que incumpla con sus obligaciones o vulnere el régimen de prohibiciones, puede ser suspendido hasta por un año, multado hasta con 5 millones de pesos o inclusive puede ser cancelada su inscripción en bolsa. Es la Comisión Nacional de Valores a quien corresponde definir estas sanciones.

2.5 Causas de la crisis bursátil

La crisis bursátil del segundo semestre de 1988 indudablemente volvió a despertar la atención, normalmente retardada, de los reguladores económicos. No se hizo esperar la reacción del Estado, expidiendo una serie de normas que en su mayoría deberían haber sido adoptadas con anterioridad.

(13) Las comisiones las fija cada bolsa de valores, respetando en todo caso, un tope máximo establecido por la Comisión Nacional de Valores, según el título de que se trate.

Es preciso comenzar por afirmar que fueron sólo unos cuantos los comisionistas implicados en las irregularidades. La inmensa mayoría de las sociedades intermediarias de valores de las tres bolsas del país se adecuaban a las disposiciones legales y hacían honor a la tradición de honestidad y cumplimiento que siempre las ha precedido.

Antes de analizar las nuevas disposiciones adoptadas en materia bursátil es preciso mirar rápidamente las causas de la crisis. Esta, como otras situaciones de emergencia en algún sector de la economía, respondió a una combinación de una serie de circunstancias, que de no haberse presentado simultáneamente, posiblemente hubieran aplazado su ocurrencia. Veamos las principales, observando cómo algunas son de índole estrictamente macroeconómico y otras sí dependen de vacíos de regulación y deficiencias en la inspección y vigilancia estatal.

a. Altas tasas de interés

Las altas tasas de interés que rigieron en el mercado financiero en 1988 tuvieron una directa incidencia en las negociaciones de bolsa. Ante las diferentes alternativas de inversión, el ahorrador medio opta por aquellas que ofrecen mayor rentabilidad. En este caso se impulsaron otras alternativas de inversión de renta fija que no tenían necesariamente que realizarse a través de bolsa y se estimuló de esta manera el mercado extrabursátil.

La misma valorización de las acciones sucedida durante 1987 actuó en contra del mismo mercado, pues era difícil lograr nuevamente rentabilidades comparables con las de otros títulos. Algunos comisionistas trataron de solucionar este vacío recurriendo a la captación directa, masiva e ilegal de recursos a intereses desproporcionados.

b. Realización de operaciones no autorizadas

Unos pocos comisionistas abusaron en su momento de la confianza en ellos depositada por sus clientes. Utilizaban valores en su poder para negociar con ellos, incurriendo en violaciones directas a sus deberes. En realidad los comisionistas tenían estos valores o por tratarse del resultado de una transacción bursátil, caso en el cual deberían cumplir inmediatamente con el mandato, o por tratarse de un fondo de valores, caso en el

cual la administración de los mismos solamente los facultaba para cobrar los rendimientos de los valores.

Comenzaron a realizar negociaciones de REPO dirigidas a obtener liquidez inmediata garantizada con los valores en su poder. De esta manera, se utilizaba el apalancamiento financiero que ofrecían estos activos, readquiriéndolos con posterioridad para ser entregados a su comitente. La operación funcionó expeditamente hasta el momento en el cual la misma descorrida general de los negocios de estos pocos inescrupulosos, impidió la readquisición de los valores y quedó en evidencia el incumplimiento frente a sus clientes.

c. Captación masiva de dinero

Se abusó con las operaciones de posición propia por parte de algunos, excediendo las estrictas autorizaciones legales. Con base en los títulos administrados se comenzaron actividades paralelas de captación de dinero, utilizando inclusive las mismas instalaciones en las cuales se adelantaba la actividad bursátil.

d. Conflicto de intereses

En muchas ocasiones la proliferación de las negociaciones de posición propia generó un inconveniente conflicto de intereses para el intermediario. Se observaron situaciones en las cuales el intermediario aprovechaba en su favor las negociaciones favorables con resultados favorables y ponía en cabeza de su cliente las desafortunadas.

Ello se agravaba con la utilización simultánea de las tres bolsas para realizar negociaciones. La falta de un sistema interconectado en nuestro país genera en oportunidades cotizaciones diferentes en estos tres mercados. En ocasiones pues, se cumplía con el mandato aprovechando el diferencial de precios, pero desconociendo ese mayor beneficio al comitente.

Es bueno recordar cómo en otros países es radical la separación entre las actividades financieras (bancaria, de seguros y bursátil), con el fin precisamente de evitar estos conflictos de intereses (14).

e. Operaciones de posición propia

En ocasiones se abusó con las excepcionalmente permitidas operaciones en las cuales el comisionista abandonaba su posición como simple intermediario a nombre propio pero por cuenta ajena. La negociación de valores por cuenta propia, los préstamos de sus recursos, la administración inadecuada de los valores de sus comitentes, fueron algunas de las conductas que desbordaron el espíritu con el cual fueron permitidas.

2.6 Acción reguladora del estado para enfrentar la crisis

Ante la gravedad de la situación, especialmente por los efectos que pudiera tener en la confianza general del público en las bolsas y su solidez, el gobierno nacional reaccionó con una serie de medidas. Con ellas se pretendió reestablecer la confianza pública, fortalecer y revitalizar el mercado de valores y finalmente, crear mecanismos que garantizaran al ahorrador su inversión.

Las medidas más importantes fueron las siguientes:

2.6.1. Acciones tendientes a incrementar las transacciones bursátiles - otorgándole publicidad y transparencia al mercado

Se expidió la Resolución 008 de 1988, a través de la cual se permite que las operaciones bursátiles se cancelen con títulos valores de contenido crediticio diferentes al cheque. Con ello se pretendió poner fin a

(14) En los Estados Unidos el Glass Stegall Act ha creado una separación tajante de estas actividades. Hoy en día está en proceso de revisión pues ha generado una proliferación de bancos de mediano tamaño, sin capacidad de competir en el mercado financiero internacional, especialmente frente a la banca japonesa.

gran cantidad de operaciones excluidas de las bolsas de valores por utilizar estos títulos valores como forma de garantizar el pago del precio pactado. A pesar de esta resolución, permanecen vigentes y con aplicación práctica diferentes excepciones que permiten realizar las negociaciones por fuera de bolsa, tal como hubo oportunidad de exponerlo en este mismo escrito.

Permanece como una aspiración prioritaria para las bolsas de valores y los comisionistas, la de recuperar un alto grado de exclusividad en la negociación pública de los valores. Aducen en favor de esta posición, que es además la única forma de darle al inversionista una información pública y completa sobre el comportamiento del mercado y la oportunidad para beneficiarse con sus fluctuaciones. De otro lado, el Estado debería estar interesado en este tipo de escenario, pues se facilitaría de manera importante la hoy incipiente labor de fiscalización sobre el cumplimiento de las disposiciones legales en esta materia.

2.6.2 Medidas dirigidas a rescatar la confianza pública en el mercado de valores y a garantizar al inversionista el cumplimiento de los negocios encomendados

a. Establecimiento del fondo de garantías - res. 009/88

La Resolución 009 de 1988 dispuso que cada Bolsa de Valores debería constituir un Fondo de Garantías destinado a responder a los comitentes por la entrega de los dineros producto de la venta de valores y de los valores adquiridos a través de bolsa. Ante todo se trata de una garantía al cumplimiento por parte de los comisionistas del contrato de comisión.

El Fondo debía estar constituido con un monto predeterminado de acuerdo con la cuantía de las operaciones de cada bolsa de valores (15).

(15) Los porcentajes estaban diseñados de tal manera que para 1990 la Bolsa de Bogotá reuniera en su Fondo 1000 millones de pesos, la de Medellín (228 millones) y la de Cali (100 millones).

En el futuro este monto no podrá ser inferior al .24% del total de las operaciones realizadas durante el año inmediatamente anterior por la respectiva bolsa. Los rendimientos y utilidades producidos por el Fondo acrecen a este patrimonio que puede ser constituido adoptando a forma de una persona jurídica o la de un patrimonio autónomo.

A esta disposición se le reconoce el transfondo de justicia y de protección para el inversionista. Se ha criticado sin embargo, el hecho de que se exijan para los fondos reglamentarios y estatutos uniformes en todas las bolsas, pues vulnera un principio de autorregulación y autonomía que ha prevalecido, con algunas restricciones, en la tradición bursátil.

En segundo lugar, no existe claridad sobre el monto de la obligación de aporte de cada comisionista, resultando inequitativo que aporten en iguales proporciones. La razón es que en nuestro medio existe una gran variedad de comisionistas, de tamaños y patrimonios y niveles de operación y utilidad muy diferentes. Resultarían especialmente perjudicados pequeños comisionistas para quienes sería supremamente oneroso el aporte forzoso al Fondo de Garantías.

b. Aumento del capital mínimo de las sociedades comisionistas

La Resolución 121 de 1989 obliga a los comisionistas constituidos en forma de sociedad colectiva a incrementar su capital social pagado de 2 a 35 millones de pesos y a las sociedades anónimas un incremento de 10 a 100 millones de pesos. En aquellas ocasiones en las que la sociedad comisionista sea miembro de dos o más bolsas, el tope mínimo de capital será de 52.500.000 y 150 millones para colectiva y anónima, respectivamente.

Si bien esta medida era conveniente al fortalecer la prenda general de los acreedores de los comisionistas y corregir niveles de capitalización incipientes, se ha criticado también el tratamiento uniforme que hace de todos los comisionistas, sin importar su tamaño ni capacidad financiera. Es de anotar que el proceso de capitalización debe ser gradual en el término de cuatro años para Bogotá; cinco años para Medellín y seis años para Cali.

c. Instrucciones dirigidas a precisar el alcance que pueden tener las operaciones de los comisionistas con su propio patrimonio.

Los conflictos del 88 tuvieron génesis, en parte, gracias a conflictos de intereses surgidos en la ejecución de las llamadas operaciones de posición propia. Pues bien, la Comisión Nacional de Valores, entró a analizar las diferentes causas de conflicto de interés y de excesos en las operaciones diferentes a la simple ejecución del contrato de comisión y profirió una serie de circulares sobre el tema (16).

Las principales instrucciones proferidas por la Comisión en estas son las siguientes:

I. Inversiones de comisionistas en la bolsa con recursos propios

Las sociedades comisionistas pueden invertir sus propios recursos en valores inscritos en bolsa solamente de manera excepcional. Debe tratarse en primer lugar, de valores inscritos diferentes a acciones y la inversión realizarse con la única finalidad de proteger el patrimonio de la sociedad comisionista, mas nunca de realizar actividades especulativas con vocación de permanencia.

Con relación a la adquisición de valores en el mercado primario, se establecen las siguientes reglas:

- Cuando se adquieran valores en el mercado primario con recursos propios, el comisionista solamente podrá hacerlo una vez cumplidas las órdenes de sus clientes con relación a los mismos títulos.
- La venta de los valores en manos del comisionista solamente podrá realizarse en el mercado secundario y siempre y cuando ya se haya dado cumplimiento a las órdenes de venta de los mismos títulos que

(16) Las más importantes de estas instrucciones de la Comisión Nacional de Valores están contenidas en las Circulares Externas 008 y 009 de 1988 y la Resolución 135 de 1990.

se posean por cuenta de sus clientes. De esta manera se pretende evitar el conflicto de intereses evidente que se presenta y que llevó en ocasiones a algunos comisionistas a liquidar las mejores transacciones en su favor y las menos favorables en cabeza de su comitente.

- El comisionista no podrá adquirir o vender títulos a través de las llamadas “operaciones cruzadas”. Con ello se pretende permitir un conocimiento público de las transacciones y evitar cruces inadecuados en los que el comisionista tiene un especial interés personal.
- Las restricciones anteriores se ven complementadas con una adicional relacionada con las condiciones de compra o venta de los títulos propiedad del comisionista. Estas no podrán ser superiores a las condiciones de negociación de los valores de sus clientes en esa misma fecha.
- Los comisionistas no podrán recurrir a fuentes de financiación externas a sus propios recursos para este tipo de negociaciones.

2. Nombre de las sociedades comisionistas

Con el fin de evitar las famosas “Sociedades Paralelas” que funcionan como parasitarias al lado de los comisionistas aprovechando su nombre y realizando operaciones prohibidas, se establece la necesidad de identificar adecuadamente a los comisionistas. La Comisión Nacional de Valores dispuso que las sociedades comisionistas contaban con un término hasta el 1o. de Abril de 1989 para incluir en su nombre comercial la expresión “Comisionista de Bolsa”.

3. Término para rendir cuentas de la comisión

Los comisionistas deberán poner a disposición de sus mandantes lo recibido como resultado de la ejecución del negocio encomendado dentro

de los tres días siguientes a aquel en que la bolsa o el emisor del título entreguen el dinero o los títulos respectivos (17). La sociedad comisionista debe conservar en su correspondencia prueba del cumplimiento de esta obligación dentro de las fechas indicadas.

4. Custodia de los dineros recibidos por la gestión

Se prohíbe expresamente a los comisionistas la utilización en negocios propios de los fondos que suministra su mandante o de los que resultan de la venta de los títulos confiados al comisionista por su mandante. Si aún no ha vencido el término de la entrega y los títulos se encuentran en poder aún del comisionista, este debe mantenerlos adecuadamente custodiados en caja o en los bancos.

5. Prohibición de ciertas operaciones y conductas

Se hace énfasis en el hecho de que el Decreto 1172 de 1980 obliga a las sociedades comisionistas a desarrollar exclusivamente las actividades taxativamente señaladas en esta disposición, constituyéndose en un límite para su capacidad legal (18).

(17) Debe recordarse como en la crisis de 1988 una de las transacciones que mayor escándalo generó fue la relacionada con unos títulos cuantiosos del Banco Central Hipotecario que jamás le fueron entregados por su comisionista. Al parecer no existió diligencia en el Banco en exigir los títulos en el término adecuado y obviamente, en el comisionista se presentó un aprovechamiento ilícito de la situación.

(18) Es importante recordar en este punto que el objeto exclusivo del contrato de comisión en principio es la compraventa de valores inscritos en bolsa por cuenta de un comitente y a nombre directo del comisionista. Sin embargo, por excepción, se permite a los comisionistas administrar valores de sus comitentes, previa autorización otorgada por la Comisión Nacional de Valores. Esta administración puede presentarse solamente en dos casos:

El comisionista recibió los títulos para la venta, y no ha podido realizarla ni ha vencido el término de la comisión. Si nada se dice sobre la duración de esta gestión encomendada se entiende que es de cinco días.

Recibe el comisionista autorización de la Comisión Nacional de Valores para administrar valores del comitente con la exclusiva finalidad de cobrar los rendimientos producidos por los mismos.

Expresamente se prohíbe la venta de títulos de sus comitentes con pacto de recompra, extralimitando su objeto social. Se advierte igualmente contra las demás operaciones que se realicen con ánimo especulativo.

Si por cualquier motivo el comisionista adquiere excedentes superiores a los previstos en la negociación de valores de su cliente o para su cliente, estos mayores beneficios pertenecen al comitente y no al intermediario. Se prohíbe pues, que el comisionista se apropie estos excedentes (19).

Finalmente, al comisionista le es obligatorio desarrollar su actividad en forma directa, sin recurrir a terceras personas para ello. Su comisión es indelegable en otros agentes o mandatarios.

2.6.3. Aprobación y contenido de la ley de bolsas -27/90

La Ley 27 de 1990 fue expedida como una respuesta a la época de crisis por la que trasegó el mercado de valores en nuestro país en los años 88 y 89. Si bien esta 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.

(19) El ejemplo típico se presenta cuando el comisionista aprovecha las cotizaciones variables que para un mismo valor pueden presentarse en las diferentes bolsas del país. De esta manera se evita que el diferencial en la negociación sea aprovechado directamente por el comisionista.

Algunas de estas sustanciales reformas se pueden sintetizar de la siguiente manera:

2.6.3.1. 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 Directivo. 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:

ADMISION 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 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 sus 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 (20), 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.

(20) 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.

2.6.3.2 La intermediación de valores en el mercado público

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 (21).

(12) 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 Nacional 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.

2.6.3.3 Facultades de intervención de la comisión nacional de valores en la intermediación de valores

INTERVENCION DIRECTA

A raíz de 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 (23)..

(23) 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 esta le son complementarias.

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.

2.6.3.4. Instituciones novedosas 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

INTRODUCCION 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 invertido.

¿EN QUE CONSISTEN?

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

¿QUIENES PUEDEN EMITIRLAS?

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.

¿QUE SIGNIFICA EL DERECHO PREFERENCIAL?

Al finalizar cada ejercicio, constituída la reserva legal, se debe pagar el dividendo preferencial fijado estatutariamente, aun 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 las normas del código de comercio, especialmente en lo relacionado con los títulos de carácter nominativo.

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 (24). Se faculta igualmente al Banco de la República para administrar estos depósitos.

Las sociedades administradoras de los depósitos estarán sometidas a la 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 (25).

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

(24) 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.

(25) 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 del depositante y registro de las enajenaciones y gravámenes que este le comunique.

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.

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 previstos 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.

2.7. Comentarios generales a las medidas en el derecho bursátil

1. Es necesario que se continúe en el proceso de fortalecimiento de las bolsas de valores en nuestro país, como mercados naturales para los títulos valores.

En una nueva etapa del desarrollo nacional que incluye el fortalecimiento de los inversionistas institucionales; la creación de fondos especiales con posibilidades de inversión extranjera; el auge en la colocación de bonos ordinarios como alternativa de financiación empresarial; la inversión extranjera en el sector financiero y muy posiblemente, la realización a través de oferta pública de muchas inversiones del Estado en empresas en vía de privatización, es fundamental el papel que les corresponderá desempeñar a las bolsas de valores.

El comportamiento de las bolsas a nivel universal, refleja el grado de dinamismo del comercio y la industria y la capacidad de ahorro de las poblaciones. Tienen las bolsas adicionalmente la gran ventaja de servir, no solamente como fuente de intermediación, sino también como órgano de difusión de las alternativas de inversión. Finalmente, esa publicidad que a transacciones, agentes y alternativas de inversión se otorga, debe redundar en el logro de confianza pública en el sistema.

2. Existen algunos temas que generan gran conflicto y posiciones encontradas que es necesario reconciliar en materia del derecho bursátil. Encontramos constantemente preguntas que vale la pena reiterar en este momento en Colombia. Algunas de ellas serían:
 - Debe ser obligatoria la inscripción en bolsa de las Sociedades Comerciales con un número apreciable de accionistas?
 - Son suficientes las medidas de estímulo a la participación del pequeño accionista en el mercado accionario?
 - Sería conveniente para la transparencia y fortaleza del mercado que la totalidad de las transacciones sobre títulos valores de participación y la gran mayoría de los de contenido crediticio se tuvieran que realizar a través de bolsa de valores?
 - Será oportuno permitir la transacción en bolsa de valores de inversionistas y emisores extranjeros, previa modificación del estatuto cambiario y de los valores e inversionistas colombianos en los mercados internacionales?
 - Son adecuados y suficientes los estímulos tributarios que el Estado otorga a quien opte por la capitalización y a quien abra la posibilidad de inversión en las sociedades comerciales a terceros inversionistas?
 - Será necesario revisar el concepto de “Sociedad Anónima Abierta” para darle alguna relevancia con incidencias positivas para el mercado en general?

3. En cuanto a las negociaciones bursátiles y la regulación de la conducta de los comisionistas, se presentan las siguientes observaciones:
 - Es preciso regular con cuidado la operación cruzada. Esta ha venido a dominar el mercado bursátil y en el fondo puede generar conflicto de intereses.
 - Debería hacerse una fiscalización permanente al cumplimiento de las recientes regulaciones en materia de operaciones de posición propia de comisionistas, especialmente de aquellas ocasiones en las cuales se les permite prestar dinero con el fin de adquirir valores y en las que pueden administrar valores de los comitentes.
 - Es necesario fomentar la sistematización de las bolsas y la interconexión nacional de las mismas. Con ello, y con la implementación efectiva del Depósito Central de Valores, se genera la posibilidad de lograr mayor celeridad, seguridad, publicidad y dinamismo en la operación bursátil.
 - El Estado ha sido connivente con la actividad paralela e ilegal que en ocasiones realiza el intermediario no formal. Las negociaciones en dólares, la combinación de la actividad bursátil y la de captación ilegal masiva de dinero y la existencia de corredores independientes dedicados a facilitar el famoso “lavado de dólares”, indica la incapacidad estatal en el control de la economía subterránea.
 - Una vez organizada la actividad formal y delimitados sus alcances, debería lanzarse una activa campaña con el fin de evitar futuras defraudaciones masivas del incauto público inversionista.
4. Hay reformas recientes que es necesario destacar y que dependen de su adecuada ejecución para poder producir efectos positivos para el mercado. Algunas son:
 - La creación de fondos de garantías y la capitalización de las sociedades comisionistas.

- La introducción de miembros externos en los consejos directivos de las bolsas y la eliminación de algún grado de la discrecionalidad con la cual se admiten o rechazan nuevos miembros en las bolsas.
 - La modernización de nuestra legislación al introducir instituciones que agilizaran el mercado y le permitirán explorar nuevas alternativas. Me refiero específicamente a las acciones preferenciales sin derecho al voto y al depósito centralizado de valores. En un mundo sin fronteras dominado por el elemento tecnológico, no podríamos continuar con el tradicional sistema de transacciones de títulos basado en el documento y prescindiendo de los movimientos de perfeccionamiento de las negociaciones.
4. La crisis de las bolsas corre paralelamente con la de la sociedad anónima como instrumento de inversión masiva. Por ello es necesario introducir modificaciones que permitan a esta dinamizarse. Entre ellas quisiera destacar:
- Devolverle a la Revisoría Fiscal su credibilidad e independencia, como garante de la base de inversionistas en la sociedad anónima que es.
 - Crear mayores estímulos tributarios para la colocación de acciones entre los inversionistas institucionales y en general, entre el público, renunciando al derecho de preferencia.
5. Finalmente, considero prioritario que el Estado entienda que su labor como regulador y vigilante en el área del derecho económico no se limita a la de “apagar los incendios” o como decía el Dr. Fernando Londoño Hoyos en el pasado Congreso de Derecho Comercial, “actuar cuando se observan los ríos de sangre”. No, muy por el contrario, el Estado, a través de organismos de intervención como la Comisión Nacional de Valores, debe comprender su responsabilidad en dos campos diferentes:
- La vigilancia permanente del agente intermediario, el emisor, la bolsa, el mercado y el inversionista.

- La promoción y estímulo al mercado de capitales con beneficios fiscales para emisores e inversionistas.
- El fortalecimiento de nuevas alternativas comprobadas universalmente como la que presentan los inversionistas institucionales, en especial, los Fondos Mutuos de Inversión y los Fondos de Pensiones de Jubilación e Invalidez.

El ahorro nacional debe ser canalizado hacia su sector productivo con la finalidad de financiar el desarrollo del país. Solamente instrumentos como el mercado público de valores e instituciones como las bolsas de valores, pueden crear las condiciones de seguridad y los atractivos suficientes que vendan el mensaje correcto a la gran masa de los inversionistas del país. No puede esperarse que fuentes alternativas como el endeudamiento externo, hoy de difícil consecución o el crédito interno, insuficiente para las necesidades del sector real de la economía, sean la solución completa.

Por ello, el fortalecimiento de nuestro mercado de valores debe constituirse en prioridad de desarrollo nacional, tal como en su momento lo supieron comprender muchas naciones hoy pujantes en sus sectores productivos.