

**Eficiencia en la legislación, frente a la regulación de las operaciones repo en
Colombia**

Héctor Heraldó Rojas Jiménez

Universidad La Gran Colombia

Programa de Derecho

Bogotá

Junio de 2017

**Eficiencia en la legislación, frente a la regulación de las operaciones repo en
Colombia**

Director

Dr. Juan Manuel Retis

Estudiante

Héctor Heraldo Rojas Jiménez

Universidad La Gran Colombia

Programa de Derecho

Bogotá

Junio de 2017

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

Tabla de contenido

Resumen	4
Abstract	5
Introducción	6
1. DESDE LA EPISTEMOLOGÍA HASTA EL ANÁLISIS ECONÓMICO DEL DERECHO	8
1.1. Análisis Epistemológico del contrato de Reporto	8
1.2. Análisis Económico del Derecho	14
1.3. Metodología	19
2. EL CONTRATO DE REPORTO	25
2.1. Noción	26
2.2. Elementos del contrato	27
2.3. Características	34
2.4. Naturaleza jurídica	37
2.5. Función Económica	38
2.6. Modalidades	39
2.7. Aproximaciones en el derecho comparado	41
2.8. Resolución de controversias en los contratos de reporto	43
2.9 Algunos comentarios sobre el contrato de reporto en el marco del AED	47
3. VIGILANCIA, CONTROL Y REGULACIÓN	50
3.1. Entidades encargadas de la Vigilancia, control y regulación	52
3.1.1. Funciones de la Superintendencia financiera de Colombia SFC	52
3.1.2. Funciones del Autorregulador del Mercado de Valores AMV	54
3.1.3. Funciones de la Bolsa de Valores de Colombia BVC	57
3.2. Análisis de la nueva regulación en Colombia	58
3.3. El caso Interbolsa	62
Conclusiones	66
Bibliografía	69
Tablas	71

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

Resumen

Colombia se ha caracterizado por tener más normas de las que puede hacer cumplir, haciendo que los resultados de la aplicación de la ley no siempre sean evidentes. En agosto de 2012, la sociedad comisionista de bolsa SCB Interbolsa, tenía activos valorados en \$1,5 billones. Su participación en el mercado bursátil era de 34% siendo el operador con mayor concentración. A través de varias herramientas y en particular el uso del contrato de reporto (Adquisición de un crédito a corto plazo con acciones como respaldo) logró que las acciones de *Fabricato* pasaran de mano en mano aumentando su bursatilidad y generando una valorización ficticia de su precio. Se realizaron indiscriminadamente *operaciones de reporto*, con las que se consiguió el volumen de liquidez necesario para que el precio de las acciones subiera sin un respaldo en las operaciones de la empresa como productora de textiles. Todo lo anterior ocurrió frente a los ojos de la Superintendencia Financiera de Colombia SFC, el Autorregulador del Mercado de Valores AMV y la Bolsa de Valores de Colombia BVC entidades encargadas de la regulación, control y vigilancia del mercado bursátil colombiano. El presente documento describirá el contrato de reporto y dirigirá su atención sobre la responsabilidad de las entidades competentes de su control, cuya omisión y eficiencia en la aplicación de la legislación facilitaron la crisis financiera propiciada por Interbolsa.

Palabras Clave:

Operaciones de Reporto, entidades reguladoras, control y vigilancia, mercado bursátil, crisis financiera.

Abstract

Colombia has been characterized as having more rules. That can be accomplished, due to this; the obedience to the law enforcement is not very evident. In August 2012, the stock exchange commissioner society *Interbolsa*, had assets worth over 1.5 billion. Its holdings on the stock market were of 34 %, being the operator with the highest centralization. Throughout several tools and especially the use of the Repurchase agreements or “repos” contract. (The acquisition of a short period credit giving shares of stock as a support) was able to make the shares of *Fabricato*, to move around from one hand to another increasing its volatility and generating a fictitious value of its price. Repo operations were made, indiscriminately, by which the needed volume of liquidity was acquired so that the price of the shares would rise without any back up by the company's operations as a textile manufacturer. All the above, occurred over seen by the Colombian financial superintendence SFC, the stock market auto-regulator AMV and the Colombian stock exchange BVC, entities in charge of the regulation, control and surveillance of the Colombian stock market. The present document will describe the contract of repo and will address its attention on the responsibility of the competent entities of their control. Whose omission and lack of efficiency on the enforcement of the legislation allowed the financial crisis engaged by Interbolsa.

Key words:

Repo operations, Regulator entities, Control and surveillance, Stock market, Financial crisis.

INTRODUCCIÓN

Veritas liberabit vos
Juan, 8:32

*Los labios de la sabiduría permanecen cerrados
excepto para el oído capaz de comprender*
El Kybalion

El sistema financiero colombiano no sólo no es tan grande, sino que es operado por pocos intermediarios financieros. El excedente de capital que daría lugar a nuevas inversiones no es tan amplio, ya que en general los inversionistas colombianos no son tantos, en proporción a su población, por lo que no hay una cultura de la inversión en mercado bursátil tan importante, que da lugar a que en general las herramientas que se utilizan allí sean en su mayoría desconocidas para los usuarios. De la misma manera, se puede reconocer cómo la figura de la desigualdad social y la concentración de la riqueza dan lugar a que se limite la posibilidad de tener un excedente de capital que permita el acceso al mercado bursátil.

Por otro lado, se reconoce que el derecho y la economía no han estado lo suficientemente vinculados, y aunque existe una rama del derecho destinada a estudiar ambas disciplinas, el análisis económico del derecho no tiene tantos desarrollos en el país. Varios de los autores que han estado vinculados con estos estudios comentan que gran parte de las decisiones jurídicas son tomadas al margen del análisis económico. Por lo mismo, cabe el debate de la necesidad de hacer un uso eficiente de los recursos, por lo que resulta fundamental pensar en hacer del derecho una disciplina cada vez más incluyente, que beba de otras fuentes y enriquezca sus decisiones con nuevos conocimientos.

El estudio que se presenta a continuación corresponde a un contrato poco conocido, cada vez más utilizado y desde donde, por su desconocimiento, se facilitó la crisis financiera de 2012 con Interbolsa. El contrato de reporto, es un contrato que se ha ido operando cada vez con más frecuencia, como mecanismo de operación monetaria, acceso a crédito y a liquidez. Pero que dejó al descubierto el elemento importante para la presente monografía, que corresponde a la relación que tendrían dentro de sus responsabilidades la superintendencia financiera como órgano rector de la vigilancia y control de los intermediarios financieros en Colombia, la superintendencia de sociedades, que no tiene que ver con la emisión de acciones, ni con la utilización del contrato de reporto, pero sí con la vigilancia de la sociedad *Fabricato*, el autorregulador del mercado de valores AMV y por último, la bolsa de Valores de Colombia, incluso las tres entidades, sin la Superintendencia de sociedades, debieron omitir en su proceso de seguimiento, vigilancia y control, las alertas que debieron aparecer en las pantallas de

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

sus entidades, como corresponde al seguimiento diario que se espera se realice a cada miembro del sistema, en el momento de reconocer cómo una acción como la de fabricato que históricamente había tenido niveles de precios muy bajos lograría un incremento como el que se dio por esos días. Una situación como la descrita, no podría haber pasado desapercibida.

El primer capítulo corresponde al análisis que pueda hacerse del contrato de reporto desde la condición científica del derecho, para dar lugar al debate que relaciona al derecho con la economía desde el Análisis Económico del Derecho sobre el que se basa el marco teórico de la presente monografía. El segundo capítulo estudia particularmente el contrato de reporto desde las características, modalidades, elementos y demás factores que lo describen; para finalizar el capítulo tres, describe las funciones de las entidades a quienes les compete la vigilancia y control del sistema financiero, con una aproximación a lo acontecido con Interbolsa. Las conclusiones dan muestra de la importancia de mejorar la interacción entre las entidades encargadas de evitar que situaciones como las que se presentaron en la crisis financiera de 2012 ocurran nuevamente.

Se buscará determinar si la legislación colombiana es eficiente para regular el contrato de reporto para lo cual, se identificarán los elementos esenciales y los requisitos de existencia y validez del contrato de reporto, tal como, se realizará un análisis de la legislación colombiana vinculada con el contrato de reporto, junto con una aproximación al funcionamiento del contrato de reporto en otras latitudes.

Se espera comprobar que en la medida en que el contrato de reporto es una herramienta sofisticada y poco operada por el sistema financiero colombiano, la legislación dejó espacios descubiertos que fueron utilizados por quienes idearon la estrategia de Interbolsa para el caso de las acciones de Fabricato y otras. En ese sentido, regular mejor y con prudencia dichos contratos, tal como, determinar con mayor claridad las funciones de las entidades a quienes compete la vigilancia de estas herramientas financieras, puede contribuir a que la sociedad colombiana se vea afectada en futuras oportunidades por crisis como la vivida en el caso Interbolsa.

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

1. DESDE LA EPISTEMOLOGÍA HASTA EL ANÁLISIS ECONÓMICO DEL DERECHO

1.1. Análisis epistemológico del contrato de reporto

Amicus Plato, sed magis amica veritas

Los principios del derecho en todas sus ramas han determinado la posibilidad de construir criterios que han señalado unos caminos inherentes a la naturaleza del conocimiento y por lo mismo han determinado aportes en su búsqueda. El desarrollo del pensamiento ha ofrecido la posibilidad de ejercer de manera inductiva, al punto de disponer un método que, tal como el deductivo, han sido la base de los procesos de consolidación del conocimiento de la humanidad. Desde lo instintivo a lo racional, del iusnaturalismo al positivismo, del debate entre Platón con su mundo de las ideas y el posterior modelo racionalista y el empirismo propuesto por Aristóteles que se evidencia en el pensamiento Inglés, la naturaleza humana y particularmente Occidente, ha buscado respuestas desde los debates intelectuales y ha conseguido sin duda avances relevantes que han hecho aportes al devenir de la sociedad, aunque a su vez, siguen quedando al descubierto elementos fundamentales que no alcanzan a verse representados en el quehacer de la realidad jurídica

La ciencia del derecho estudia el fenómeno jurídico tal como se va requiriendo, sin embargo, los acontecimientos sociales son más rápidos que la capacidad del derecho de interpretarlos, registrarlos y regularlos. El derecho como conjunto de principios y leyes que rigen un grupo homogéneo de hechos y fenómenos jurídicos, enmarcado en el espacio y el tiempo, está llamado a construir desde la dinámica de interacción social toda la serie de planteamientos que le permitan sistemáticamente hacer aportes al conocimiento y en su calidad de ciencia social, buscar mejores condiciones para la humanidad.

Para el caso que ocupa el presente ensayo, se pretende analizar el contrato de reporto enmarcado en las ciencias jurídicas considerando la definición de Mejía donde menciona que:

Sin pretender entrar en disquisiciones puntuales, la teoría –en este caso, la que se deriva de la reconstrucción del estatuto epistemológico de la filosofía del derecho- debe cumplir dos tipos de funciones: una función explicativa y una función heurística, ambas interdependientes y complementarias. La función explicativa posibilita la clasificación conceptual de las diferentes problemáticas mientras que la función heurística proporciona marcos para la solución de los problemas prácticos concretos (2006, 28).

Y desde donde, la función heurística a la que hace referencia, representa un elemento determinante para el reconocimiento del problema práctico y concreto del apalancamiento financiero a través del contrato de reporto.

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

Como sugiere Dabove: “Si en una comunidad prevalecen criterios científicos o tecnocráticos de convivencia, más amplias serán las posibilidades de ordenar las adjudicaciones bajo los esquemas de la planificación. En cambio, cuanto mayor incidencia tengan los saberes abiertos o difusos -según se trate de conocimiento filosófico o popular-, mayor será el recurso a la ejemplaridad –costumbres- en su mundo jurídico. Las situaciones de desorden o anarquía institucional o teleológica, en las que se observa ausencia, confusión o disfunción de saberes diversos, afloran, por lo demás, con cada crisis de los paradigmas gnoseológicos principales para el caso” (s.f. 12). En ese sentido, para el caso que ocupa el presente ensayo, ha sido la ausencia normativa la que ha generado la apertura del modelo y así mismo, propuesto dificultades significativas al momento de adecuar de manera acertada los vacíos normativos en el caso del contrato de reporto.

Por eso mismo, continuando con Dabove: “El Derecho se constituye al hilo de todos los tipos de saber: científico, técnico, filosófico, empírico o popular. De modo tal que: no es posible afirmar con la dogmática jurídica que "todo el derecho sea ciencia". La pregunta en torno al concepto de Derecho, se torna entonces necesaria, al hilo de los tipos de saberes diversos que lo integran. Pero, para responder a esta pregunta, es necesario distinguir y demarcar los campos del saber a fin de observar cómo contribuyen a la configuración del Derecho (s.f. 20). Sin embargo, la anterior afirmación propone nuevamente el debate que determina la línea divisoria entre lo que sí es ciencia y lo que no alcanza a serla. Allí cabría aproximar la definición que hace la Superintendencia Financiera sobre el contrato de Reporto:

La denominada operación repo o de reporto "es un negocio jurídico por cuya virtud una persona (reportador) adquiere por una suma de dinero la propiedad de títulos de crédito, y se obliga a transferir a otra (reportado), a la vista o a un plazo convenido, la propiedad de los mismos títulos objeto de su inicial entrega u otros de la misma especie, contra reembolso del mismo precio, más un premio o interés" Así mismo, para algunos autores el contrato de reporto puede definirse como "el contrato por medio del cual el reportador, ordinariamente el banco, adquiere de un tercero (reportado) títulos valores mediante el pago de un precio con la obligación de transferirle los mismos u otros de idéntica especie, contra el reconocimiento de un precio aumentado o del mismo precio, más una prima, comisión o interés (s.f., en internet).

Como se mencionó con antelación, el contrato en estudio, no es de uso recurrente, tal como, sigue siendo ambigua su clasificación dentro del tipo de contratos, sin embargo, existen con antelación toda una serie de criterios que sumados uno al otro, dan lugar a ubicar en la mixtura de categorías el contrato de reporto. Resulta ser un contrato bilateral, real, conmutativo, oneroso, nominal, con plazo determinado, formal, traslativo de dominio, de ejecución continuada, entre otros. Esta serie de criterios que pueden utilizarse para categorizar otro tipo de contratos, dan la posibilidad de aproximar una respuesta al debate sobre la cientificidad del derecho.

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

Por lo mismo, en palabras de Isern: “Entiendo que el detenerse a observar los fenómenos a fin de clasificarlos es de gran importancia a fin de entender nuestro presente como ciencia; máxime cuando se presenta tan confuso, o al menos, complejo. Pero en la historia interna de la ciencia jurídica existieron, y existen, un número elevado de paradigmas alternativos. Esta multiplicidad de enfoques para abordar el estudio del derecho, muy marcada en la actualidad, nos habla de una falta del consenso en la comunidad científica del derecho. Si bien esto hace disminuir nuestro sentimiento de seguridad como ciencia, a su vez, considero que enriquece la amplitud de la mirada del jurista” (2005, 26). Esta apreciación da un paso atrás frente al debate, manteniendo una postura ambivalente sobre la definición cientifista del derecho.

Por su parte Klimovsky considera que: una teoría científica, en principio, es un conjunto de conjeturas, simples o complejas, acerca del modo en que se comporta algún sector de la realidad. Las teorías no se construyen por capricho, sino para explicar aquello que nos intriga, para resolver algún problema o para responder preguntas acerca de la naturaleza o la sociedad. En ciencia, problemas y teorías van de la mano. Por todo ello la teoría es la unidad de análisis fundamental del pensamiento científico contemporáneo (1994, 3).

Teniendo en cuenta estas apreciaciones, es posible considerar brevemente el proceso previo de establecimiento del valor del dinero, desde el concepto de tasa de interés, que hizo parte de un importante debate en la historia. Así entonces, el antiguo testamento reconoce como pecado el uso del dinero para generar más dinero, situación que durante la edad media continuó teniendo esta connotación, sin embargo, avanzando hacia el final de este período, la cercanía de la Iglesia Católica con algunos gremios que darían lugar a la creación de los bancos, determinó el desmonte de la figura del “pecado” y se le otorgó valor al uso del dinero. En el período de 1750-1780 la fisiocracia, o gobierno de la naturaleza propuesto por *Francois Quesnay* sugirió en su modelo de la *Tableau Economique*, que los factores productivos: tierra, trabajo y capital podrían generar los ingresos necesarios para que en las sociedades no existieran las enormes acumulaciones de dinero que generarían las brechas económicas, así entonces, la tierra recibiría renta, el trabajo: salario y el capital: interés. Dando lugar a la clásica frase que orientaría los destinos del período clásico en la economía *laissez faire-laissez passer*.

A partir de la segunda guerra mundial y luego de la creación de la Organización de Naciones Unidas, se crearían en la reunión de Bretton Woods en 1944, las tres instituciones que buscaban regular las relaciones económicas en el mundo. El Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento BIRF, posteriormente Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional y el GATT (Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio) actualmente Organización Mundial del Comercio. Desde esta plataforma institucional se han ido creando y sofisticando mecanismos financieros que

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

hoy son regulados por los Acuerdos de Basilea I, II y III que tienen a su cargo la supervisión bancaria.

En Colombia, a partir de la regularización financiera que se propuso desde la creación del Banco de la República en 1923, el Estado colombiano ha venido institucionalizando paso a paso el entramado jurídico que ha hecho del sector financiero colombiano uno de los más regulados del mundo. Sin embargo, a pesar de tener tantas normas, siguen existiendo vacíos normativos que han permitido el que se presenten situaciones como las que vivió Colombia con el caso de Interbolsa, donde la figura de las operaciones Repo, facilitó la crisis financiera de 2012.

En ese sentido, cuando un inversionista requiere liquidez y tiene inversiones en activos en los cuales cree existen aún posibilidades de valorización, busca dicha liquidez prestada y utiliza sus activos como garantía para el préstamo. Esta operación funciona con un sinnúmero de activos en diferentes mercados, entre ellos, por ejemplo: la finca raíz con las hipotecas, algunos créditos comerciales, incluso los TES; en este particular, el Banco de la República entrega la liquidez que requiere el mercado a través de este mecanismo –los bancos comerciales acuden al Banco y entregan títulos del Gobierno como garantía a cambio de recursos a plazos entre uno y 14 días. El mercado bursátil ha desarrollado un esquema de liquidez a partir de la entrega de acciones como garantía, en donde los riesgos del negocio se encuentran en la capacidad del activo subyacente de servir como reserva de valor. El grado de liquidez y volatilidad se refleja en las garantías exigidas y la remuneración entregada, obviamente, cuanto mayor riesgo tenga la operación, mayores serán la remuneración y las garantías exigidas. (Reyes, 2012, en internet)

Con la llegada de la globalización la capacidad de generación de conocimiento en todas las disciplinas se ha multiplicado. Anteriormente la producción de conocimiento se limitaba a aquellos pensadores cuyas condiciones acomodadas facilitaron la creación de textos que hoy son considerados clásicos, como el caso de Charles Louis de Secondat, Señor de la Brède y Barón de Montesquieu, quien teniendo los recursos económicos y por supuesto la voluntad de pensar y producir, escribió las “*Cartas Persas*” o “*De l'esprit des Lois*”. Sin embargo, en la actualidad, la producción del conocimiento se ha multiplicado en todas las áreas, las universidades tienen la obligación de publicar y le pagan a investigadores para que produzcan conocimiento, y así, la red virtual está llena de nuevos documentos unos con mejores y otros con menores calidades, sin embargo, cada vez con más acceso al conocimiento, pero a la vez con más brechas entre quienes pueden aproximarse a él y quienes se mantienen rezagados.

Así mismo, los cambios en la dinámica global de producción y consumo, ha determinado que la velocidad de regular estas transformaciones motive la creación de nuevos parámetros en el quehacer cotidiano, en los mercados empresariales y bursátiles

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

que han inundado las instituciones contractuales, las operaciones cambiarias y el flujo de los títulos valores.

Una de las instituciones creadas por la dinámica del mercado es el Reporto, que se puede definir como una operación de acceso a crédito, de corto plazo, que consiste en la inversión de valores durante un tiempo determinado, con un pacto de recompra, en donde con su vencimiento obliga al inversionista a devolver el monto pactado a la contraparte por un precio generalmente superior al negociado en la primera operación. Remontándose a sus orígenes, no se reconocen sus huellas en el Derecho Romano como muchas otras instituciones, sino que su existencia surge a partir de la creación de los títulos de crédito, que no se conocían por los días del Imperio Romano. Fue en Italia donde se reconoce la figura del Reporto desde 1870 como institución, pero hasta 1872 se incorporaría a su Código de Comercio. En México su vigencia se dio a partir de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito de 1932, tomado del Código de Comercio Italiano de 1882 y en Colombia el Contrato de Reporto ha sido poco difundido y surge de la mano del nacimiento de los títulos de crédito y por la necesidad de los comerciantes de apalancarse con estos instrumentos.

Un repo es una operación monetaria de venta con pacto de recompra, en la cual un inversionista (vendedor inicial) transfiere a otro (comprador inicial) la propiedad de unos valores a cambio de una suma de dinero. Los valores entregados por el vendedor inicial se constituyen como garantía de la operación y quedan inmovilizados en la Bolsa de Valores de Colombia, por lo que el comprador inicial no podrá disponer de ellos para negociarlos en el mercado (BVC, s.f. en internet)

Así las cosas, la ciencia contemporánea se funda a partir de problemas de frontera, la herramienta fundamental con la que trabaja es el modelamiento y la simulación –es decir, el recurso al computador–, y el trabajo con heurística(s) y metaheurística(s). Más exactamente, la ciencia contemporánea ya no tiene objeto(s) –ciertamente no en el sentido objetual o cósico de la palabra en las variantes que incluyen desde el realismo ingenuo hasta el positivismo y el neopositivismo–; mejor aún, tiene problemas, pero de tal tipo que no son ya, en manera alguna, problemas disciplinares, sino integrados, cruzados, transversales o de frontera, justamente. Los problemas de frontera son aquellos que no pertenecen ya a una sola ciencia o disciplina sino, por el contrario, aquellos en los que confluyen modelos, explicaciones, lenguajes y tradiciones investigativas diferentes (Maldonado, 2007, 78).

La construcción de una pertinente y ética argumentación jurídica *pro homine*, como consecuencia de un discurso jurídico plausible, que tienda a un orden social justo bajo una perspectiva humanista, tan necesaria en nuestro gran país. Dejando de lado esa constante discusión sobre si el derecho es una ciencia o no. Un discurso jurídico plausible tendrá como parámetros no solo a la proposición legal (corpus jurídico), sino también a la cultura comunitaria (las costumbres y necesidades de la sociedad que regula). Es decir, reconocerá previamente la existencia de otro discurso jurídico: las

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

necesidades regulativas de la comunidad. Y en ese sentido se puede concebir a la proposición legal como una construcción ética, dialógica, participativa y solidaria entre la sociedad y el Estado democrático (Rendón, s.f. 30).

La epistemología acompaña a las ciencias jurídicas. Entendiendo que la epistemología participa de la filosofía estudiando los principios, fundamentos, extensión y métodos del conocimiento humano; el fallo de la sentencia en estudio, da lugar a reconocer la sumatoria de conocimiento dentro del método científico que se incorpora al momento de que la Sala Plena determinara que antes de iniciar un proyecto minero deberán ser consultados los entes territoriales y locales. En ese sentido:

Se reconoce cómo el principio jurídico de legalidad es una norma positiva de los modernos ordenamientos que –según si ha sido dictada en sentido lato o en sentido estricto- vincula o no a la verdad en el sentido más o menos aproximativo de “correspondencia” a los enunciados jurídicos en función del grado de taxatividad alcanzado por éstos, los jurídicos sobre la validez de los enunciados sobre el derecho formulados por los operadores jurídicos (Ferrajoli, 2004, 97).

Por su parte Mejía que menciona que: “La filosofía del derecho es parcela de la filosofía, no del derecho, aunque los juristas amigos de la filosofía no quieran reconocerlo y pretendan mantener una identidad entre filosofía del derecho y teoría jurídica peligrosa para una y otra en la medida en que con ello se propicia el desdibujamiento de la primera y se exagera la ideologización de la segunda. Por supuesto, ello va aparejado, en especial en el contexto latinoamericano, de la exagerada influencia de la filosofía analítica en los terrenos de la filosofía y su pretensión, voluntaria o involuntaria es lo de menos pues el resultado es el mismo, de reducir la reflexión iusfilosófica a lógica jurídica, otro de los híbridos sobre dimensionaliza dos por ese conflictivo matrimonio entre la teoría jurídica y aquella” (2006, 23).

Por lo anterior, no cabe más que recordar, basados en el mismo texto, que la proyección epistemológica de la filosofía del derecho tiene que satisfacer las exigencias, no solo genéticas, sino estructurales mínimas de una teoría jurídica. Dos rasgos estructurales de toda teoría son la universalidad y la sistematicidad. La primera hace referencia a la posibilidad de ser utilizada en el análisis de toda situación, de acuerdo a los principios y presupuestos fijados por la misma, teniendo en cuenta diferencias y particularidades específicas. La segunda a criterios de orden, coherencia y unidad que permitan su aplicación y desarrollo sistemáticos, de los que se puedan derivar proyecciones prácticas concretas (Mejía, 2006, 27).

En ese sentido, dada la capacidad de incorporar conocimiento, incluso al conocimiento jurídico que se vive en la actualidad. Es posible encontrar como la relación entre los mercados bursátiles y los contratos jurídicos ofrecen la oportunidad de

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

seguir profundizando en la ciencia jurídica, sin desconocer, que aun dentro del derecho existen métodos, prestados o propios, que han contribuido a la consolidación del derecho como ciencia y otros, siguen recorriendo los caminos de la argumentación y la deliberación para presentarse también como alguna institución o rama del derecho de carácter científico. La epistemología tiene mucho que celebrar e incluso, muchos aportes que seguir ofreciendo a la ciencia jurídica, en la búsqueda del conocimiento, que sin duda es universal. A partir de esta mirada epistemológica, se da lugar al debate central de la teoría que se sugiere como base de presente estudio, el análisis económico del derecho.

1.2. Análisis Económico del Derecho

El crecimiento de los niveles de pobreza en el mundo, la mala redistribución de los ingresos, el deterioro del medio ambiente, el libre mercado, entre otros, han provocado que cada vez sea más difícil actuar desde un entorno local, de tal forma que, los pobladores de los “terceros mundos” del “tercer mundo”¹, con una economía basada en un sector primario no tecnificado, agrícola especialmente, con bienes de bajo valor agregado, escaso acceso a crédito, de producción tradicional, con un interés por exportar, pero en general, sin la capacidad productiva en términos de calidad y volumen de producción para hacerlo, se encuentren cada vez más distantes de recibir los beneficios del comercio internacional (Rojas, 2014a, 98).

Desde Rodolfo Stammler, en 1896, se han realizado múltiples intentos para formular teóricamente el problema de las relaciones entre derecho y economía. Podría decirse que se trata de dos aproximaciones metódicas distintas a un mismo objeto: las relaciones económicas, patrimoniales y de intereses. La economía sería la ciencia del “ser” y el Derecho, la ciencia del “deber ser”. Sin embargo, esta distinción conlleva una excesiva simplificación. Para analizar las relaciones entre Derecho y Economía hay que comenzar señalando que dicha relación es cambiante con el paso de la historia (Ariño, 2008, 55).

El conjunto de herramientas analíticas que tienen en común su cercanía con la economía como método y con la ley como objeto de estudio podría ser la definición inicial que ofrece Osorio García en el libro de Pinzón Camargo en *Aproximaciones al Análisis Económico del Derecho* (AED) (2010, 14). Sin embargo, existen preguntas desde los estudiosos del derecho sobre si, es correcto transferir métodos y herramientas específicas de un campo del conocimiento como la economía a otros terrenos. En ese

¹ El mal llamado tercer mundo, corresponde al apelativo propio de los mass-media con que pretende definirse a estados comparados entre sí por su renta per cápita (subdesarrollados, en vías de desarrollo, etc) su no pertenencia a bloques de poder (OTAN, UE, G8.) y su mayor o menor estabilidad política. Aparte la diversidad de formas con que las entidades adscritas al Tercer Mundo se han integrado históricamente en el mercado capitalista mundial al que pertenecen, hay que tener en cuenta la diversidad de formaciones sociales que pueden encontrarse en sus distintas áreas geopolíticas; debe evitarse, pues, generalizar. Pero hacer referencia a los “terceros mundos” de los “terceros mundos” corresponde a que los niveles de empobrecimiento de algunos grupos poblacionales aun entre los países más pobres, proponen la existencia de niveles adicionales de miseria. Podría mencionarse el caso de las hambrunas del cuerno de África (Yibuti, Eritrea, Somalia, Etiopía). Pero a la vez, se podría presentar la actualización de la teoría “centro-periferia” en virtud de la existencia de periferias más agudas, dentro de la misma.

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

sentido, pensar en la universalidad del conocimiento y reconocer la multidisciplinariedad como herramienta de análisis de las dinámicas sociales, son entre otros temas, los motivos de estudio del AED, entendiendo que la manera en que se presentan los nuevos interrogantes de la sociedad, no pueden ya limitarse a las respuestas que ofrecería el derecho sin los buenos oficios de otras ciencias.

Respuesta a la desigualdad social, o al papel del Estado como regulador de la economía, pasando por la eficiencia económica en las sentencias de las altas Cortes, son algunos de los debates que determinan la relevancia de juntar el derecho con la economía. Personajes como Sunstein, conocido en los medios académicos por su producción relacionada con el derecho constitucional, administrativo, ambiental y más recientemente, por haber sido llamado por el expresidente norteamericano B. Obama como jefe de la Oficina de información y asuntos regulatorios de su administración, por sus aproximaciones a la economía conductual, reconocen la importancia creciente de la relación derecho-economía.

La teoría económica clásica de Adam Smith recordaba que la riqueza de las naciones se determinaría por su capacidad de producir aquellos bienes sobre los cuales pudiera especializarse, sin embargo, para Smith la relevancia de la generación de riqueza centrada en las naciones, omitía por completo la importancia del individuo como parte del proceso productivo. No en vano, la publicación de su libro clásico se da en el mismo año de la independencia de los Estados Unidos, trece años antes de la Revolución Francesa, referente histórico de los derechos individuales y de los derechos civiles y políticos. Con el paso del tiempo la incorporación de análisis sobre el Estado de Derecho, posteriormente el de Bienestar y más recientemente el Estado Social de Derecho, determinan la importancia del reconocimiento del individuo miembro de la sociedad en una dinámica integral que no puede omitir la responsabilidad del Estado como ente regulador, frente al ánimo de maximizar beneficios de los actores económicos, sin detenerse particularmente en la condición humana.

Sobre esta premisa, es el Derecho el llamado a generar los mecanismos a través de los cuales se logren conciliar intereses particulares y sociales, de tal manera que se genere un escenario cooperativo, en donde el beneficio del agente, individualmente considerado, sea consistente con los beneficios de todos los jugadores partícipes. Así, el AED se vale de la economía neoclásica y de la del bienestar para apoyar la construcción de reglas de juego que propicien ejercicios cooperativos, en donde los comportamientos no deseados, como el oportunismo, fenómeno propio de la racionalidad individual, se neutralicen o reduzcan para armonizar la interacción en sociedad.

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

El análisis económico del Derecho , desde sus inicios a principios de los años sesenta, puede haber sido un tema muy común entre académicos de Estados Unidos , entre profesores europeos o incluso en algunos países latinoamericanos , pero no en Colombia, donde su grado de desarrollo es aún incipiente a pesar de los desarrollos en análisis económico del derecho de sociedades o el análisis económico del Derecho de la competencia. Sin embargo, el análisis económico de contratos , o el análisis económico conductual del derecho el análisis económico empírico del derecho (p. ej., estudios experimentales) están empezando a surgir. (Gaviria, 2013, 15-16)

Existen según el Profesor Ronald J . Scalise Jr ., en un artículo sobre incumplimiento eficiente de los contratos, unos obstáculos estructurales como las instituciones o procedimientos que están incrustados en la ley y evitan o al menos desincentivan el incumplimiento eficiente del contrato . Esta definición puede ser generalizada de la siguiente manera: obstáculos estructurales son instituciones o procedimientos que están incrustados en la ley y evitan o al menos desincentivan una exitosa interacción entre el Derecho y la Economía (Gaviria, 2013, 16).

Según Gaviria en su texto sobre *Obstáculos y riesgos para una exitosa interacción entre Derecho y economía en Colombia:*

A primera vista , el principal obstáculo estructural para un exitoso desarrollo del análisis económico del derecho en Colombia es el papel de los jueces . Algunos académicos, de hecho, han afirmado que el rol activo de los jueces en el common law hace de esta familia jurídica un entorno más favorable que el civil law para el análisis económico del Derecho . Los jueces estadounidenses , según este razonamiento , toman sus decisiones con el propósito de maximizar la eficiencia (ya sea inadvertida o explícitamente). Si los jueces fallan en su propósito , los abogados litigantes demandarán las reglas ineficientes hasta que ellas sean anuladas. La visión tradicional en el civil law, por su parte, es que tanto el legislador (esto es, el congreso) como el regulador (esto es, el ejecutivo), son órganos más adecuados para analizar argumentos económicos ; que las teorías sobre análisis económico del derecho, que en el common law influyen en las políticas públicas , son innecesarias en el civil law debido a la existencia de códigos , y que los jueces aplican los códigos sin la autonomía necesaria para tener en cuenta la eficiencia económica en sus decisiones (2013, 17).

Lo que sobresale de la apreciación de Gaviria es que no es eficiente que los tribunales y juzgados no tengan jueces o asesores con formación en economía . Es como si los argumentos económicos fueran importantes para el análisis de los legisladores pero no para los jueces que son quienes ejecutan la ley, no en vano, la jurisprudencia colombiana suele carecer de fundamentos económicos. Algunas claras muestras de esta situación puede reconocerse a la luz de un grupo de sentencias a continuación:

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

Las sentencias C-747/99 del magistrado ponente Alfredo Beltrán y la sentencia C-955/00 del magistrado ponente José Gregorio Hernández, prohibían la capitalización de intereses en créditos de vivienda por su supuesta incompatibilidad con el derecho fundamental a una vivienda digna, demostraron que la corte constitucional no comprendía los conceptos básicos financieros y económicos.

En el 2000, la corte constitucional en la sentencia C-1433 del magistrado ponente Antonio Barrera le ordenó al gobierno nacional incrementar los salarios de sus empleados públicos, sin importar su valor, en un porcentaje no inferior a la tasa de inflación. Esta sentencia no tuvo en cuenta los efectos de estos incrementos en los precios o incluso en el desempleo.

En el 2008, la Corte Constitucional sostuvo que dos regímenes de salud, el subsidiado y el contributivo, debían unificarse y, por lo tanto, tener el mismo cubrimiento. Naturalmente, debido a que el régimen subsidiado es gratuito mientras el régimen contributivo puede generar algunas erogaciones para el asegurado, las personas ahora tienen el incentivo de matricularse en el régimen subsidiado, ya sea legalmente o haciéndose pasar fraudulentamente como insolventes. Esto, a su vez, podría generar una crisis financiera en el sistema de salud adicionalmente, algunas decisiones de la parte resolutoria de esta sentencia incrementan los costos de transacción al requerir supervisión permanente de la corte constitucional, la cual no está diseñada para esta tarea (m.p.: Manuel José Cepeda, Sentencia T-760/08).

Luego de estos ejemplos que reconocen la importancia de acercar el derecho con la economía, como solicitud expresa de varios tratadistas, vale la pena enunciar rápidamente la evolución contemporánea del AED. Como se mencionó con antelación, el AED surge en los años sesenta. En sus orígenes, el AED se limitaba a desarrollar análisis contra los monopolios aunque existían algunos trabajos relacionados con el derecho fiscal, el derecho corporativo o la regulación de los servicios públicos. Sin embargo, surgió el nuevo AED con la publicación de dos artículos considerados hitos en el cambio de pensamiento en las relaciones entre el derecho y la economía, y por ende en la forma de estructurar los argumentos usados para analizar las instituciones jurídicas. *The problem of Social Cost* de Ronald Coase publicado en 1960 y *Some thoughts on Risk Distribution and the law of Torts*, de Guido Calabresi, en 1961. Posteriormente Richard Posner escribiría en 1972 *The economic analysis of law* (Pinzón, 2010, 29).

Comenzaron a identificarse elementos transversales de estudio dentro del AED como la propiedad, que analiza la transferencia de la titularidad de derechos a partir de transacciones voluntarias; la regla de responsabilidad que establece que una persona puede destruir un derecho inicial si está dispuesta a pagar por él un valor objetivamente determinado y la regla de inalienabilidad que determina situaciones en las cuales se bloquea cualquier tipo de transacción voluntaria o no de la titularidad de un derecho, así

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

la parte titular del derecho y la que desea adquirirlo estén voluntariamente dispuestas a realizar dicha transacción (Pinzón, 2010, 30).

En la actualidad el AED ha determinado dos grandes líneas de trabajo, los estudios de mercado y los de no mercado. Aunque ambos parten de la aceptación del hombre económico como supuesto para tratar de simplificar el comportamiento humano y así tratar de predecir su conducta, no quiere decir que el uso de éste supuesto proponga respuestas absolutas. Por el contrario, se abrió el debate para incluir en la discusión los trabajos de las escuelas de Chicago y New Haven con los estudios realizados por Nicholas Mercuro y Steven Medema en su libro *Economics and law: From Posner to Post-Modernism and Beyond*. Surgirían planteamientos contrarios al *New Deal* que consideraban que el papel del Estado en la economía, solo debía remitirse a la construcción de sistemas legales que favorecieran el desarrollo de la libre competencia. En general la escuela de Chicago se ha caracterizado por defender el libre mercado.

La escuela de New Haven, reconocida también como “escuela del reformismo legal” busca explicar el comportamiento del individuo frente a un marco legal con la mayor precisión posible. En esta escuela Calabresi buscó asumir una visión normativa y no positiva del AED. En su libro *El coste de los accidentes: análisis económico y jurídico de la responsabilidad civil*, diferencia entre tres tipos de costos asociados a los accidentes, frente a los cuales se deben diseñar mecanismos que atenúen los costos o las pérdidas relacionadas con cada uno de ellos, denominados en su orden por el autor como costes primarios (los que se generan por la ocurrencia y gravedad de los accidentes), secundarios (se derivan de la ocurrencia de los accidentes, ya que ellos representan una pérdida de riqueza para la sociedad) y terciarios (relacionados con los procesos administrativos en que debe incurrir el Estado para buscar la disminución de los dos costos anteriores). Calabresi avanzaría desde el AED en la inclusión de criterios de equidad y justicia, que serían elementos diferenciadores para la escuela de New Haven.

Finalmente, entre Chicago y New Haven se fue gestando una tercera vía para el AED, la nueva economía institucional NEI, que parte de la concepción de la norma como una institución o regla de juego de carácter formal y cuya incidencia en el comportamiento del individuo o de las organizaciones encuentra determinada por el grado de coherencia que guarde con el sistema de instituciones informales. Es en la NEI donde se empiezan a recrear las relaciones entre instituciones y desarrollo que determinan la estructura institucional de una sociedad, definiendo las posibles sendas del desarrollo entre las que se puede elegir y cuya eficiencia, determina la rapidez con la que es posible alcanzar mejores niveles de calidad de vida y bienestar.

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

De manera general la NEI parte del supuesto del individualismo metodológico, lo cual implica que el centro de su análisis se encuentra en el individuo y no en el colectivo, tal individuo se caracteriza por presentar una racionalidad, que a diferencia de la que se supone en el AED, se asume como limitada. Es aquí donde Douglas North sugerirá una concepción de institución entendida como las reglas del juego en una sociedad o, más formalmente, son las limitaciones ideadas por el hombre que dan forma a la interacción humana. Por consiguiente, estructuran incentivos en el intercambio humano, sea político, social o económico (North, 2006, 13). Es desde la escuela neoinstitucionalista del AED que se estudiará el contrato de reporto, utilizado por los estrategas decisores de Interbolsa para estructurar el modo de ejercer frente a las entidades encargadas de su vigilancia y control y haber estado cerca de no ser aprehendidos.

1.3. Metodología

La presente monografía está enmarcada en la línea de investigación *Derecho económico y empresarial*, que reconoce que:

La Constitución Política de 1991 establece la importancia que posee la empresa (privada, pública y de economía mixta) en la realización de los fines del Estado. Al respecto, la corte constitucional colombiana ha reiterado en múltiples ocasiones la función social que posee la empresa. Sin embargo, la eficacia jurídica que deberían poseer los mandatos constitucionales, la realidad social ha demostrado una realidad contraria a los presupuestos normativos. En efecto, fenómenos como el desempleo; el sub-empleo; el desconocimiento de los principios constitucionales del derecho laboral; entre otros, permite demostrar que en ocasiones, la empresa en Colombia no cumple su función social (UGC, s.f., 3).

Planteamiento del problema y la pregunta de investigación:

El antiguo testamento reconoce como pecado el uso del dinero para generar más dinero, situación que durante la edad media continuó teniendo esta connotación, sin embargo, avanzando hacia el final de este período, la cercanía de la Iglesia Católica con algunos gremios que darían lugar a la creación de los bancos, comenzó a desmontarse la figura del “pecado” y se le otorgó valor al uso del dinero. En el período de 1750-1780 la fisiocracia, o gobierno de la naturaleza propuesto por *Francois Quesnay* sugirió en su modelo de la *Tableau Economique*, que los factores productivos: tierra, trabajo y capital podrían generar los ingresos necesarios para que en las sociedades no existieran las enormes acumulaciones de dinero que generarían las brechas económicas, así entonces, la tierra recibiría renta, el trabajo: salario y el capital: interés. Dando lugar a la clásica frase que orientaría los destinos del período clásico en la economía *laissez faire-laissez passer*.

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

A partir de la segunda guerra mundial y con la creación de la Organización de Naciones Unidas, se crearían en la reunión de Bretton Woods en 1944, las tres instituciones que buscaban regular las relaciones económicas en el mundo. El Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento BIRF, posteriormente Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional y el GATT (General Agreement on Tariffs and Trade) (Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio) actualmente Organización Mundial del Comercio. Desde esta plataforma institucional se han ido creando y sofisticando mecanismos financieros que hoy son regulados por los Acuerdos de Basilea que tienen a su cargo la supervisión bancaria, están formados por los acuerdos Basilea I, Basilea II y Basilea III.

En ese sentido, cuando un inversionista requiere liquidez y tiene inversiones en activos en los cuales cree existen aún posibilidades de valorización, busca dicha liquidez prestada y utiliza sus activos como garantía para el préstamo. Esta operación funciona con un sinnúmero de activos en diferentes mercados, entre ellos, por ejemplo: la finca raíz con las hipotecas, algunos créditos comerciales, incluso los TES; en este particular, el Banco de la República entrega la liquidez que requiere el mercado a través de este mecanismo –los bancos comerciales acuden al Banco y entregan títulos del Gobierno como garantía a cambio de recursos a plazos entre uno y 14 días. El mercado bursátil ha desarrollado un esquema de liquidez a partir de la entrega de acciones como garantía, en donde los riesgos del negocio se encuentran en la capacidad del activo subyacente de servir como reserva de valor. El grado de liquidez y volatilidad se refleja en las garantías exigidas y la remuneración entregada, obviamente, cuanto mayor riesgo tenga la operación, mayores serán la remuneración y las garantías exigidas. (Reyes, 2012, en internet)

Un repo es una operación de venta con pacto de recompra, en la cual un inversionista (vendedor inicial) transfiere a otro (comprador inicial) la propiedad de unos valores a cambio de una suma de dinero. Los valores entregados por el vendedor inicial se constituyen como garantía de la operación y quedan inmovilizados en la Bolsa de Valores de Colombia, por lo que el comprador inicial no podrá disponer de ellos para negociarlos en el mercado (BVC, s.f. en internet)

Si bien en Colombia ha existido la figura de las operaciones repo de tiempo atrás, a partir del descalabro de la más grande inversionista en el mercado bursátil colombiano Interbolsa, se puso a prueba el papel de los reguladores del mercado, la superintendencia financiera, la Bolsa de Valores de Colombia, el Autorregulador del Mercado de Valores, entre otras instituciones. Por lo que se buscará comprobar si *¿es eficiente la legislación colombiana para regular el contrato de reporto?*

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

Con la llegada de la globalización la capacidad de generación de conocimiento en todas las disciplinas se ha multiplicado. Anteriormente la producción de conocimiento se limitaba a aquellos pensadores cuyas condiciones acomodadas facilitaron la creación de textos que hoy son considerados clásicos, como el caso de Charles Louis de Secondat, Señor de la Brède y Barón de Montesquieu, quien teniendo los recursos económicos y por supuesto la voluntad de pensar y producir, escribió las “Cartas Persas” o “De l'esprit des Lois”. Sin embargo, en la actualidad, la producción del conocimiento se ha multiplicado en todas las áreas, las universidades tienen la obligación de publicar y le pagan a investigadores para que produzcan conocimiento, y así, la red virtual está llena de nuevos documentos unos con mejores y otros con menores calidades, sin embargo, cada vez con más acceso al conocimiento, `pero a la vez con más brechas entre quienes pueden aproximarse a él y quienes se mantienen rezagados.

Así mismo, los cambios en la dinámica global de producción y consumo, ha determinado que la velocidad de regular estas transformaciones motive la creación de nuevos parámetros en el quehacer cotidiano, en los mercados empresariales y bursátiles que han inundado las instituciones contractuales, las operaciones cambiarias y el flujo de los títulos valores.

Una de las instituciones creadas por la dinámica del mercado es el *Reporto*, que se puede definir como una operación de acceso a crédito, de corto plazo, que consiste en la inversión de valores durante un tiempo determinado, con un pacto de recompra, en donde con su vencimiento obliga al inversionista a devolver el monto pactado a la contraparte por un precio generalmente superior al negociado en la primera operación. Remontándose a sus orígenes, no se reconocen sus huellas en el Derecho Romano como muchas otras instituciones, sino que su existencia surge a partir de la creación de los títulos de crédito, que no se conocían por los días del Imperio Romano. Fue en Italia donde se reconoce la figura del Reporto desde 1870 como institución, pero hasta 1872 se incorporaría a su Código de Comercio. En México su vigencia se dio a partir de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito de 1932, tomado del Código de Comercio Italiano de 1882 y en Colombia el Contrato de Reporto ha sido poco difundido y surge de la mano del nacimiento de los títulos de crédito y por la necesidad de los comerciantes de apalancarse con estos instrumentos.

El mercado bursátil colombiano es pequeño. Anteriormente actuaban de forma independientes las Bolsas de Medellín, Cali y Bogotá, hoy se encuentran vinculadas en operaciones centralizadas desde la Bolsa de Valores de Colombia, sin embargo, el volumen de negociación de acciones promedio, es inferior al de Costa Rica, Santiago o Panamá. El poco uso de las herramientas financieras que ofrece el mercado bursátil, es una muestra de la falta de confianza de los inversionistas en este tipo de mercados por lo que sin lugar a dudas sigue siendo más usado el mercado tradicional como mecanismo para generación de nuevas fuentes de ingreso. La lógica inversionista en Colombia debe iniciar por quienes tienen excedentes de capital que den la posibilidad de invertir

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

en la generación de nuevos ingresos. Sólo el 5% de la población colombiana tiene ingresos superiores a un millón y medio de pesos, según cifras sugeridas por el exdirector de la DIAN Juan Ricardo Ortega. (Portafolio, 2011, en internet) y aunque ha habido crecimiento económico, se sigue concentrando en pocas manos, lo que sugiere que sólo un pequeño porcentaje de la población tendría con qué invertir en bolsa.

A pesar de eso, las inversiones en mercado bursátiles no son tan comunes. Muchos prefieren seguir invirtiendo en finca raíz o prestar dinero de forma personal o invertir en compra y venta de ganado. Esta falta de cultura “bursátil” ha determinado la posibilidad de hacer uso de herramientas que ofrece el mercado para generar mayor nivel de endeudamiento sobre la base de un apalancamiento superior que ofrezca la opción de invertir con mayor capital, a mayor riesgo pero con la posibilidad de multiplicar la rentabilidad. Del mismo modo, casos como Interbolsa de 2012, dejan en evidencia la omisión funcional de las entidades a quienes compete la vigilancia de los intermediarios financieros. Sin embargo, lo que corresponde al objeto de estudio del presente documento tiene relación con la manera en que está dispuesta la norma que regula el contrato de Reporto.

La producción académica ha crecido, pero mucho más a partir de la crisis generada por Interbolsa y la ausencia de supervisión eficiente, pero probablemente la orientación de la responsabilidad tiene efectos sobre la manera en que se dispuso dentro del ordenamiento jurídico colombiano la utilización del contrato de reporto. En ese sentido, se justifica ampliamente un estudio que analice con detenimiento la eficiencia de la legislación colombiana en la regulación del contrato de reporto, para lo cual vale la pena identificar los elementos esenciales y los requisitos de existencia y validez del contrato, estudiar la legislación colombiana sobre dicho contrato y comparar la reglamentación nacional con otros países.

El riesgo se hace presente en diferentes situaciones en las empresas; puede haber riesgo al no recibir las materias primas de los proveedores, o al tener un apalancamiento financiero en una divisa que se devalúa, o existe riesgo político por la llegada de un presidente de tendencia política distinta en un país vecino, o riesgo tributario por la entrada en vigor de una nueva reforma que incremente los tributos vinculados con la operación empresarial, sin embargo, los riesgos financieros, dada la volatilidad de los mercados y el terrible impacto que históricamente han generado las crisis de este tipo, han servido para ser estudiados y galardonados por premios nobel. En la primera década del s. XXI, varios galardones al premio nobel se entregaron por estudios que se referían a la disminución del riesgo en las operaciones financieras.

Algunos ejemplos pueden orientar la discusión hacia el caso de la empresa Orange County Investment Pool, cuando en diciembre de 1994, perdió 1,7 billones de dólares en operaciones de repo. Todo se centró en un manejo inadecuado de información. En Julio de 1995, Barings Bank perdió 1,5 billones de dólares porque el negociador tomó una decisión inadecuada sobre futuros y opciones. En diciembre de

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

1996, Sumitomo Corp. tuvo fuertes pérdidas no reportadas por negociaciones no autorizadas. En octubre de 2001, Daiwa Bank reportó pérdidas millonarias que eran la sumatoria de fracasos financieros en la negociación de bonos durante diez años. En todos los casos el hecho que generó la pérdida fue una situación individual, que se podría haber prevenido mediante la creación de elementos de control a través de un sistema de administración del riesgo que vincule 1) voluntad política, 2) herramientas de políticas públicas, 3) control y vigilancia desde entidades especializadas y 4) un entramado jurídico que busque blindar las acciones particulares que generan los efectos sociales que se han reconocido en la historia reciente.

Para el caso que ocupa el presente estudio, se requieren cada uno de los cuatro elementos enumerados con antelación. Con relación a la voluntad política se reconoce con total claridad cómo el sistema financiero colombiano ha mantenido privilegios históricos que le han permitido tener utilidades en momentos en que los demás sistemas financieros del mundo tenían pérdidas (crisis financiera global de 2008); las herramientas de política pública han sido escasas considerando la falta de prevención de los tomadores de decisiones en Colombia particularmente en el sector financiero, lo que determina a su vez una ausencia de rigor en la vigilancia, que tiene relación con que se actúa después de que ocurren los hechos y no se proyectan los diferentes escenarios y finalmente, el entramado jurídico ausente, corresponde también a la falta de visión frente a los posibles acontecimientos que pueden impactar el sistema financiero.

Por lo anterior, la hipótesis a desarrollar es: *En la medida en que el contrato de reporto es una herramienta sofisticada y poco operada por el sistema financiero colombiano, la legislación dejó espacios descubiertos que fueron utilizados por quienes idearon la estrategia de Interbolsa para el caso de las acciones de Fabricato y otras. En ese sentido, regular mejor y con prudencia dichos contratos, tal como, determinar con mayor claridad las funciones de las entidades a quienes compete la vigilancia de estas herramientas financieras, puede contribuir a que la sociedad colombiana se vea menos afectada en futuras oportunidades por crisis como la vivida en el caso Interbolsa.*

2. EL CONTRATO DE REPORTO

The repo market is a complex as it is crucial. It is built upon transactions that are highly interrelated. A collapse of one institution involved in repo transactions could start a chain reaction, putting at risk hundreds of billions of dollars and threatening the solvency of many additional institutions”

Palabras del representante Fauntroy

Los contratos se pueden clasificar de muchas maneras, sin embargo, el libro cuarto, “De las obligaciones en general y de los contratos, Título I, del Código Civil colombiano, define en su artículo 1495 y ss. lo siguiente:

Art. 1495. Definición de contrato o convención. Contrato o convención es un acto por el cual una parte se obliga para con otra a dar, hacer o no hacer alguna cosa. Cada parte puede ser de una o de muchas personas.

Art. 1496. Contrato unilateral y bilateral. El contrato es unilateral cuando una de las partes se obliga para con otra que no contrae obligación alguna; y bilateral, cuando las partes contratantes se obligan recíprocamente.

Art. 1497. Contrato gratuito y oneroso. El contrato es gratuito o de beneficencia cuando sólo tiene por objeto la utilidad de una de las partes, sufriendo la otra el gravamen; y oneroso, cuando tiene por objeto la utilidad de ambos contratantes, gravándose cada uno a beneficio del otro.

Art. 1498. Contrato conmutativo y aleatorio. El contrato oneroso es conmutativo, cuando cada una de las partes se obliga a dar o hacer una cosa que se mira como equivalente a lo que la otra parte debe dar o hacer a su vez; y si el equivalente consiste en una contingencia incierta de ganancia o pérdida, se llama aleatorio.

Art. 1499. Contrato principal y accesorio. El contrato es principal cuando subsiste por sí mismo sin necesidad de otra convención, y accesorio, cuando tiene por objeto asegurar el cumplimiento de una obligación principal, de manera que no pueda subsistir sin ella.

Art 1500. Contrato real, solemne y consensual. El contrato es real cuando, para que sea perfecto, es necesaria la tradición de la cosa a que se refiere; es solemne cuando está sujeto a la observancia de ciertas formalidades especiales, de manera que sin ellas no produce ningún efecto civil; y es consensual cuando se perfecciona por el solo consentimiento.

Art. 1501. Cosas esenciales, accidentales y de la naturaleza de los contratos. Se distinguen en cada contrato las cosas que son de su esencia, las que son de su naturaleza, y las puramente accidentales. Son de la esencia de un contrato aquellas cosas sin las cuales, o no produce efecto alguno, o degeneran en otro contrato diferente; son de la naturaleza de un contrato las que no siendo esenciales en él, se entienden pertenecerle, sin necesidad de una cláusula especial; y son accidentales a un contrato aquellas que ni esencial ni naturalmente le pertenecen, y que se le agregan por medio de cláusulas especiales.

Por su parte, autores como Rodríguez Azuero avanzan en la definición de los contratos típicos y atípicos considerando que un contrato es típico si ha sido regulado y reglamentado por la ley de manera que ésta lo reconozca, establezca sus efectos, modalidades, etc. En cambio, son contratos atípicos los que, surgidos de la libre iniciativa de los particulares y en desarrollo del principio de la autonomía privada, se crean por las partes sin que correspondan a una figura típica, preestablecida por la ley (...) Para cada país existirá la posibilidad de tipicidad o atipicidad según su legislación,

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

sin embargo, los contratos bancarios durante mucho tiempo fueron contratos atípicos. Por lo demás, anota nuevamente Rodríguez que la doctrina suele calificar como nominados los contratos que sin regularse son, sin embargo, mencionados en la Ley (2002, 114).

2.1. Noción

Esta novedosa figura contractual es, en criterio de Mendoza Ramírez (1999), aquella que más perplejidades causa en el derecho comercial y, posiblemente, la que menos ha sido objeto de estudios por parte de la doctrina, a pesar de que su práctica ha venido incrementándose en Colombia. Se puede afirmar que esta clase de contratos se convirtió en el sistema más usado para recibir y colocar, según el caso, liquidez de corto término en los sectores financiero y bursátil, incluyendo dentro de este último la operación de los llamados inversionistas institucionales. Este recibo o entrega de dineros tienen como contrapartida, tal como es generalmente aceptado una enajenación o transferencia transitoria de valores cotizados en bolsa. Francesco Messineo en el Manual de derecho civil y comercial (1979) sugiere que “quien posee títulos de crédito (reportado) puede procurarse dinero por un cierto tiempo, sin enajenarlos definitivamente, y quien tenga dinero disponible (reportador) hacer de él un seguro y productivo empleo a término breve, o sea, con la posibilidad de recuperar pronto en restitución el dinero”, devolviendo los títulos recibidos por sus fondos.

Supóngase que el tesorero de una compañía multinacional calcula la posición de liquidez de su empresa para el día X y determina que la firma tiene un exceso de fondos que no son requeridos inmediatamente, pero que sí se utilizaran en 2 o 3 días. El tesorero, interesado en que ese dinero genere rendimientos por un día, se pone en contacto con un banco a efectos de invertir esos fondos comprando títulos emitidos por el Banco Central con el compromiso (y la obligación de la otra parte) de revenderlos (recomprarlos) al mismo banco (inversionista). El rendimiento de la operación es fijado por la tasa de interés que se pacte y no por el rendimiento producido o por el valor de mercado de los títulos transados. Los títulos solo funcionan como garantía. (Vélez, 1990, 97).

La palabra reporto, que no tiene ninguna significación en el español, proviene del italiano, dado que fue allí donde se originó por primera vez el contrato. “*Riporto*” viene a significar, “doblado” o “repetido” o “colocado una vez más en las mismas condiciones” (Carbonell, 1950, 234). El término italiano llegaría a Argentina, donde se castellanizaría convirtiéndolo en el *Reporto*. En la práctica mercantil, se utiliza el anglicismo Repo, palabra que tampoco tenía significado en inglés, pero que proviene de la contracción de *repurchase* que significa “recompra”.

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

En Colombia, el contrato de reporto se entiende ordinariamente, sin mayor análisis de la juridicidad del negocio bajo este entendimiento, como una primera operación de compraventa de títulos, por un valor establecido, normalmente inferior al precio comercial de éstos, suponiendo de una parte la entrega de un dinero por el comprador y la debida transferencia de los documentos por el vendedor. Esta operación va aparentemente acompañada de la obligación de una segunda compraventa de signo inverso, en la cual el primer vendedor aparecerá comprando y el primer comprador vendiendo los mismos títulos u otros equivalentes. El precio de esta segunda compraventa es superior, en forma tal que quien primeramente recibió dineros deba devolverlos con un incremento, que viene a ser la utilidad financiera de quien inicialmente los entregó (Mendoza, 1999, 241).

El reporto puede definirse como el contrato por medio del cual el reportador ordinariamente el banco, adquiere de un tercero (reportado) títulos valores mediante el pago de un precio con la obligación de transferirle los mismo u otros de idéntica especie, contra el reconocimiento de un precio aumentado d del mismo precio, más una prima, comisión o interés. Se trata, de un típico negocio de crédito, desde el punto de vista jurídico, en donde existe la transmisión actual de la propiedad por parte del reportado al reportador con la obligación para este último de retransmitirla ulteriormente. Existe, entonces, una doble transmisión separada en el tiempo que da origen al reconocimiento de una remuneración pecuniaria a favor, ordinariamente, del reportador, quien entrega la suma de dinero (Rodríguez, 2002, 682).

Finalmente, la definición ofrecida por el Título 3 operaciones de reporto o repo, simultáneas y transferencia temporal de valores del Decreto 2555 de 2010 en su artículo 2.36.3.1.1 (Artículo 1 del Decreto 4432 de 2006), es la siguiente:

Operaciones de reporto o repo. Las operaciones de reporto o repo son aquellas en las que una parte (el “Enajenante”), transfiere la propiedad a la otra (el “Adquirente”) sobre valores a cambio del pago de una suma de dinero (el “Monto Inicial”) y en las que el Adquirente al mismo tiempo se compromete a transferir al Enajenante valores de la misma especie y características a cambio del pago de una suma de dinero (“Monto Final”) en la misma fecha o en una fecha posterior previamente acordada.

2.2. Elementos del contrato:

Según el artículo 1501 del Código Civil, los elementos esenciales de un contrato son aquellas cosas sin las cuales, o no produce efecto alguno, o degeneran en otro contrato diferente. En ese sentido, para el contrato de reporto, se tienen como esenciales, i) el objeto, ii) las partes, iii) el plazo, iv) los títulos; v) la compra y / o venta al contado vi) el precio vii) la reventa y / o recompra de los mismos títulos los términos viii) La prima, premio o rendimiento

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

i. Objeto del contrato

El objeto del contrato de Reporto para el reportador consiste en el empleo e inversión de sus capitales mediante entrega pecuniaria que se hace al reportado, teniendo como garantía de estas acciones que se transmiten en propiedad al mismo reportador, o bien en la adquisición "pro tempore" de la propiedad de las acciones, contra pago del correspondiente precio al reportador más una prima o premio. Para el reportado, el objeto consiste en la enajenación temporal de la propiedad de los títulos contra determinado precio, o bien en la adquisición de la disponibilidad temporal de una suma contra garantía de valores.

Existe algunas teorías frente al objeto del contrato, como:

a) Teoría de la compraventa con pacto de recompra.

En donde existirá una obligación para el reportador de adquirir en propiedad valores², obligándose a su vez a transferir al reportado la propiedad de otros tantos títulos de la misma especie, por lo que entonces debe tratarse de títulos fungibles, y bajo esta consideración entonces ciertos títulos de crédito como la letra de cambio, el cheque o el pagaré, no podrían ser objeto de reporto, pero sí en cambio otros títulos, entre los que se puede mencionar a las acciones, obligaciones, bonos, etc. Como se ha mencionado, en Colombia el contrato de reporto es utilizado particularmente en el mercado bursátil, de tal manera que son las acciones de empresas inscritas en la Bolsa de Valores de Colombia las que podrán disponerse como garantía a cambio del monto inicial, en ese sentido, al ser un contrato bilateral, el incumplimiento del contrato por alguna de las partes, da lugar a considerar mecanismos para la resolución de controversias entre las partes.

La tendencia legislativa suele considerar que el contrato debe recaer sobre Títulos Valores o Títulos de Créditos. Sin embargo, para que el objeto fuese más amplio y pudiese estar integrado por documentos que llenaran los requisitos de fungibilidad que permitieran reemplazarlos por otros, si el reportador no hubiese conservado, por lo demás los mismos recibidos.

² De acuerdo con el artículo 2 de la Ley 964 de 2005, Por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores y se dictan otras disposiciones. Para efectos de la presente ley será valor todo derecho de naturaleza negociable que haga parte de una emisión, cuando tenga por objeto o efecto la captación de recursos del público, incluyendo los siguientes: a) Las acciones; b) Los bonos; c) Los papeles comerciales; d) Los certificados de depósito de mercancías; e) Cualquier título o derecho resultante de un proceso de titularización; f) Cualquier título representativo de capital de riesgo; g) Los certificados de depósito a término; h) Las aceptaciones bancarias; i) Las cédulas hipotecarias; j) Cualquier título de deuda pública.

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

b) La teoría del préstamo, algunos autores el contrato de reporto no pasa de ser un contrato de anticipo, o sea, un préstamo con garantía prendaria. La teoría ha sido criticada con varios argumentos, entre los cuales, que el reporto es una operación unitaria integrada, única, si se quiere, mientras que en el mutuo con garantía se superponen por fuerza dos contratos; uno principal, el de mutuo y uno accesorio, el de la garantía. De otra parte, se advierte, con razón, que en el préstamo prendado no existe transmisión de la propiedad sobre la garantía, ni pago de un precio por la misma, mientras que en el contrato de reporto el reportador adquiere los títulos en propiedad. Diferencias jurídicas que no opacan, sin embargo, las similitudes destacadas por lo que a la finalidad económica se refiere. (Rodríguez, 2002, 684).

Sin embargo, ninguna de las teorías recoge en su totalidad las características del contrato de reporto por lo que es mucho más claro hacer referencia a que el presente contrato es un contrato autónomo. Como menciona Rodríguez Azuero, parece tratarse de un contrato *sui generis*, no identificable con ninguna de las estructuras contractuales mencionadas, caracterizado por ser un negocio de crédito con la nota peculiar de que existe una simultánea transmisión en sentido contrario entre las partes contratantes, con obligación a cargo de ambas de retransmitirse los objetos propios de su inicial entrega (2002, 686).

ii. Partes

Existen dos partes: (ver Tabla 1)

Parte activa o Reportador: es quien recibe los títulos, ofrece la liquidez pactada y con el vencimiento del contrato recibe una prima

Posición activa. La posición activa en una operación repo se presenta cuando una persona adquiere valores, a cambio de la entrega de una suma de dinero, asumiendo en dicho mismo acto y momento el compromiso de transferir nuevamente la propiedad al “enajenante” el mismo día o en una fecha posterior y a un precio determinado, de valores de la misma especie y características. A este participante en la operación se le denominará: “adquiriente”.

Parte pasiva o Reportado: es quien entrega los valores en garantía, quien se compromete a recomprar los títulos y quien tiene la necesidad de liquidez.

Posición pasiva. La posición pasiva en una operación repo se presenta cuando una persona transfiere la propiedad de valores, a cambio del pago de una suma de dinero, asumiendo en este mismo acto y momento el compromiso de adquirirlos nuevamente de su contraparte o de adquirir de éstos valores de la misma especie y características el mismo día o en una fecha posterior y a un precio o monto predeterminado. A este participante en la operación se le denominará: “enajenante”.

La clasificación de Activo y Pasivo tiene relación directa con la forma en que se contabiliza la operación, según la Circular Externa 018 de marzo de 2007 emitida por la SFC en la Circular Básica Contable y Financiera en su capítulo XIX- *De las operaciones del mercado monetario y de las operaciones relacionadas con el mercado monetario*:

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

También debe existir un proveedor de infraestructura que para el caso colombiano está representado por la Bolsa de Valores de Colombia que es quien administra el Sistema de negociación. A su vez, es fundamental la existencia de un sistema de negociación, que es la plataforma donde se negocia.

En la práctica, sólo se celebran contratos de reporto sobre valores desmaterializados en depósitos, que en Colombia corresponde a la Central de Valores administrada por el Banco de la República y al Depósito Centralizado de Valores, DECEVAL S.A., ésta última, institución encargada de la custodia, administración, compensación y liquidación de valores en depósito de títulos valores de contenido crediticio, de participación, representativos de mercancías e instrumentos financieros que se encuentren inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores -RNVE-, ya sea que se emitan, negocien o registren localmente o en el exterior (DECEVAL, s.f.).

Obligaciones de las partes

Del reportador:

- 1) Conservar los títulos: se trata no de una conservación física de títulos, sino una conservación jurídica, determinada por guardar el equivalente o tomar las medidas que garanticen la posibilidad de adquirir otro tanto en el mercado para satisfacer en tiempo la obligación de transmitirlos al reportado.
- 2) Ejercitar los derechos derivados de los títulos: si en la mayoría de los casos los títulos se reciben con la genérica obligación de devolver otros tantos, el reportador se hace propietario de los mismos y, por lo menos formalmente, tiene la facultad de ejercitar los derechos derivados de dichos títulos. En virtud de lo anterior, más que un derecho, es una obligación ejercer las facultades derivadas del título, ya que a través de las mismas se mantiene, la integridad económica de los títulos recibidos que está previsto retransmitir. (Rodríguez, 2002, 698)

Del reportado:

- 1) Readquirir los títulos: la consecuencia inmediata de esta obligación consiste en pagar el precio que, de ordinario, es el mismo recibido por él más un interés cuando la operación se liga a negocios de crédito o una prima, usualmente en la actividad bursátil pero que podría ser otro precio fijado desde el principio y compuesto por el original más la suma correspondiente a la prima o premio a favor del reportador por el servicio prestado
- 2) Pagar la remuneración: corresponde al reconocimiento pecuniario que hace el reportado al reportador por la concesión del dinero que recibe y por la conservación de los títulos y su ulterior devolución. La remuneración puede definirse desde un primer momento o establecerse los elementos o sistemas para calcularla, que en la forma más simple podrían expresarse a través del establecimiento de una tasa de interés sobre el dinero recibido, típica remuneración por la utilización del dinero, que aparece en forma casi invariable en todos los contratos de crédito. Se puede establecer un precio único al cual se agregue la prima, o puede haber un doble precio en donde el primero sea el valor mismo de los títulos y el segundo comprenda este valor más una suma adicional que representa la mencionada remuneración. (Rodríguez, 2002, 699)

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

iii. El plazo

Los plazos a los cuales se podrán celebrar las operaciones serán establecidos por los reglamentos de las bolsas de valores y de los sistemas de negociación de valores. Cuando la operación no se realice a través de las bolsas de valores o de sistemas de negociación de valores, las partes acordarán el plazo de la misma. El plazo de la operación inicialmente convenido no podrá ser superior a un (1) año, contado a partir de la celebración de la respectiva operación (Decreto 2555 de 2010)

El contrato puede terminar, en primer lugar, por el vencimiento del plazo pactado y, en segundo lugar, por el incumplimiento, como en todos los negocios jurídicos bilaterales y habría lugar al reconocimiento de daños y perjuicios, que suelen establecer algunas legislaciones en el sentido de que si llegado el vencimiento el reportado no liquida la obligación "se tendrá por abandonada y el reportador podrá exigir desde luego al reportado el pago de las diferencias que resultan a su cargo". Es decir, que los cambios en la cotización de los títulos reportados que sobrevengan con posterioridad al vencimiento, durante la mora del reportado, sólo podrían perjudicarlo sin beneficiarlo en ningún caso. (Caraballo et al, 2003)

iv. Los títulos

Podrá establecerse que, durante la vigencia de la operación, se sustituyan los valores inicialmente entregados por otros y podrán establecerse restricciones a la movilidad de los valores objeto de la operación; (Decreto 2555 de 2010).

Según Mendoza, normalmente el reporto versa sobre títulos negociables en bolsa y puede revertir de dos formas, según la clase de títulos que sean objeto de la operación. Estas formas son:

1) El negocio se establece sobre valores fungibles, en el sentido de que el compromiso de restitución futura pueda ser cumplido sobre títulos que representen un interés económico igual, no necesariamente sobre los mismos documentos inicialmente entregados. En este caso, la operación requiere que verse sobre títulos que puedan sustituirse sin problemas en el mercado, por ser objeto de transacciones frecuentes. (Mendoza, 1999, 242) El término "fungible" es empleado de forma ampliada frente a los alcances literales del mismo del artículo 663 del Código Civil *Cosas muebles fungibles y no fungibles*. Las cosas muebles se dividen en fungibles y no fungibles. A las primeras pertenecen aquéllas de que no puede hacerse el uso conveniente a su naturaleza sin que se destruyan. Las especies monetarias en cuanto parecen para el que las emplea como tales, son cosas fungibles. (Código civil, 2017)

O en sus acepciones incluyendo la definición de la real academia española, del latín, *fungi*, gastar y ble. Que se consume con el uso. O

Bienes fungibles

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

1. m. pl. Der. bienes muebles de que no puede hacerse el uso adecuado a su naturaleza sin consumirlos y aquellos en reemplazo de los cuales se admite legalmente otro tanto de igual calidad. (RAE, en internet)

Según Rodríguez y Undurraga, se toma como fungible el objeto de una obligación cuando se refiere a “cosas que, por presentar entre sí una igualdad de hecho, desempeñan en el comercio las mismas funciones liberatorias” (1987, 96 y s,s.). Sin embargo, al criterio anterior habría que agregarle que este poder liberatorio por equivalencia deber ser aceptado por las partes, ya que la sola igualdad en las cosas puede no ser suficiente, cuando los contratantes entienden establecer diferencias entre bienes que la gente reputa iguales, pero que ellos estiman diferentes, como podría ocurrir con un objeto idéntico a los demás de su especie, pero que tiene valor de afección por haber pertenecido al padre de una de las partes (Mendoza, 1999, 243).

Continuando con el reporto sobre títulos fungibles la parte obligada a entregar títulos cumple con su compromiso a través de valores de la misma calidad y en el mismo número o monto, dado que el acreedor de esta obligación no persigue recibir un título determinado, sino apenas unos derechos documentales equivalentes. Por lo que, cuando se trata de títulos que se puedan readquirir en el mercado con los mismos efectos económicos y jurídicos, debe presumirse la intención de las partes sobre la fungibilidad del objeto de sus obligaciones, salvo convenio expreso en sentido contrario.

Si aún en éste es admisible la sustitución de las especies depositadas cuando sean fungibles, no tendría que haber inconveniente frente a la posibilidad de reconocer la fungibilidad en el caso del reporto. Más cuando no en esta compraventa las partes no entiende adquirir una especie singular, sino hacerse a un derecho que tenga determinadas connotaciones jurídicas y económicas.

2) La operación versa sobre títulos no fungibles, sea porque las partes les dan esta característica, sea en razón de que no son fácilmente reemplazables en el mercado. En este segundo caso, la parte obligada a restituir títulos, si los ha recibido previamente, está obligada a conservarlos, sin poder disponer de ellos, para mantenerse en condiciones de cumplir con sus compromisos. Existen claras diferencias entre las dos operaciones, en la primera, cuando el negocio recae sobre títulos fungibles, el deudor de la obligación de entregarlos no está obligado a conservar los que previamente haya recibido, sino que puede disponer de los títulos, manteniendo sin embargo, el deber de adquirirlos oportunamente para cumplir sus compromisos. Esta es la modalidad de reporto que normalmente supone doble compraventa recíproca de títulos y donde puede admitir negocios que cuenten con las condiciones del mercado. En este caso, la persona que recibe los títulos a cambio de un dinero, obligándose a devolverlos contra restitución de los recursos respectivos, puede a su vez obtener liquidez enajenando en el mercado los

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

documentos recibidos, mientras se vence el término de la operación, momento en el cual procederá a readquirir títulos que representen derechos equivalentes, para cumplir su compromiso. Se pudo entonces haber operado, sin sacrificar liquidez con la posibilidad de verse favorecido con los precios del mercado por la diferencia entre el valor por el cual entregó los títulos primeramente y aquel por el cual los readquirirá luego para la restitución (Mendoza, 1999, 243).

En la práctica cotidiana y teniendo en cuenta la falta de regulación frente al uso de los contratos de reporto antes de la crisis provocada por Interbolsa y la ausencia de control eficiente, no existía límite frente a la posibilidad de “repiar” por lo que un mismo título pasaba de mano en mano muchas veces antes de la expiración del plazo, mientras que inflaba los precios de las acciones puestas como garantía, sin que este efecto tuviera soporte más que en la especulación. Sería este un motivo más para renovar el decreto 2555 de 2010 y actualizar el uso del reporto desde el decreto 2878 de 2013, *por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 en relación con las operaciones de reporto o repo, simultáneas y transferencia temporal de valores y se dictan otras disposiciones*.

v) La transferencia del derecho de dominio y/o entrega de la cosa

La compra y / o venta al contado, implica la transmisión del derecho de dominio de valores o títulos objeto de Reporto, estos títulos deben ser determinados por su especie y cantidad y considerados, como ya se ha mencionado, cosas fungibles, aunque al vencimiento el reportador pueda restituir en su identidad material los mismos títulos que obtuvo del reportado. Se desarrollará en las características más adelante la condición del contrato de reporto como contrato real, sin embargo, en el actual acápite, al ser el reporto un contrato real, se requiere la entrega de los títulos de manera inmediata.

vi) El Precio o Monto Inicial

Podrá ser calculado con un descuento sobre el precio de mercado de los valores objeto de la operación; (Decreto 2555 de 2010) El precio es el dinero que el reportador paga al reportado a cambio de los títulos dejados en garantía, que serán restituidos finalizado el plazo pactado junto con la prima acordada. En el Código Civil, el artículo 1849 *Concepto de compraventa*. Define que: “ El dinero que el comprador da por la cosa vendida se llama precio”.

vii) La reventa y / o recompra de los mismos títulos

Esta operación debe realizarse de forma simultánea a la compra al contado, y la operación de restituir los títulos debe hacerse del reportador al reportado. Los títulos que constituyen objeto de la restitución deben ser de la misma especie y cantidad de los

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

recibidos en la adquisición. Una de las teorías que se han desarrollado frente a la caracterización del contrato de reporto está determinada por la figura de la recompra. Como se ha mencionado, el contrato de reporto exige como elemento de su esencia la figura de la recompra. El pacto de recompra da lugar a que continúe caracterizándose como reporto, de otro modo, degeneraría en otro contrato diferente.

viii) La prima, premio o remuneración

Corresponde a la cantidad determinada de dinero que se reconocerá al reportador como compensación que hace el reportado sobre el precio que inicialmente recibió por sus títulos, por haber permitido el uso del monto inicial.

La remuneración puede definirse desde un primer momento o establecerse los elementos o sistemas para calcularla, que en la forma más simple podrán expresarse a través del establecimiento de una tasa de interés sobre el dinero recibido, típica remuneración por la utilización del dinero, que aparece en forma casi invariable en todos los contratos de crédito (Rodríguez, 2002, 693).

2.3. Características

Como se enumeró al inicio del presente capítulo, el Código Civil colombiano consagra sus artículos 1496 a 1500 al establecimiento de algunas de estas clasificaciones de los contratos. Unilaterales y bilaterales, onerosos y gratuitos, conmutativos y aleatorios, principales y accesorios y reales, solemnes y consensuales. Sin embargo, con la dinámica del mercado, esta clasificación resulta insuficiente por la importancia que han adquirido otras formas contractuales novedosas o que no eran usadas frecuentemente. Ospina Fernández y Ospina Acosta (2000, 58) sugieren la existencia de otras clasificaciones contractuales: contratos preestipulados y contratos por adhesión, contratos relativos y contratos colectivos, contratos de ejecución instantánea y contratos de ejecución sucesiva, contratos típicos y contratos atípicos. Estas últimas servirán para caracterizar con mayor precisión el contrato de reporto.

Bilaterales

En orden de aparición con relación al Código Civil, se reconoce que el artículo 1496 describe los contratos unilaterales y bilaterales. Para efectos del contrato de reporto, se reconoce que es un contrato bilateral en la medida en que las partes contratantes se obligan recíprocamente. Por su parte Leal Pérez (1990, 541) reconoce la bilateralidad del contrato de reporto ya que genera obligaciones para ambos contratantes. Para el banco abonar el precio acordado por los títulos, conservarlos, ejercitar los derechos derivados de éstos y retransmitirlos en la fecha convenida. Para el

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

reportado efectuar las provisiones y reembolsos respectivos, abonar la prima o intereses y readquirir los títulos valores objeto de la transacción.

Onerosos

Con relación al artículo 1497 que describe los contratos gratuitos y onerosos, se puede decir que el contrato de reporto es un contrato oneroso, pues tiene por objeto la utilidad de ambos contratantes, gravándose cada uno a beneficio del otro. Como contrato bancario, el reportado tendrá que reconocer un prima o interés en contraprestación al servicio prestado (Leal, 2000, 541).

Conmutativo

Teniendo en cuenta el artículo 1498 del Código Civil, se reconoce que el contrato oneroso es conmutativo, cuando cada una de las partes se obliga a dar o hacer una cosa que se mira como equivalente a lo que la otra parte debe dar o hacer a su ver. En ese sentido, Leal Pérez (2000, 541) sugiere que las partes conocer el real alcance de las prestaciones surgidas del contrato. Ello va unido a las instrucciones oficiales entregadas por la Superintendencia Financiera a fin de hacer del contrato una operación segura a los intereses de la entidad, especialmente la relativa a la forma de entrega y endoso.

Principal y autónomo

Principal Continuando con el Código de Civil, su artículo 1499, reconoce que un contrato es principal cuando subsiste por sí mismo sin necesidad de otra convención. Adicionalmente, esta clasificación toca más con las obligaciones derivadas de los contratos que con los contratos mismos, por cuanto, llenados los requisitos previstos por la ley, todo contrato tienen existencia por sí mismo y no depende, en un momento dado, de un contrato diferente. Lo que ocurre es que las obligaciones surgidas de un contrato pueden ser accesorias en relación con las surgidas de otros distintos y, en este sentido, siguen la suerte de las correspondientes al denominado contrato principal. Tal sucede con el contrato de mutuo que podría estar aparejado de una garantía personal o fianza, dada por un tercero. Según esto, las obligaciones del fiador están condicionadas al cumplimiento o incumplimiento del deudor principal, de manera que si éste paga, automáticamente se extingue la obligación del segundo que resulta accesorio, en este sentido (Rodríguez, 2002, 112).

Autónomo. El contrato de reporto se caracteriza por ser autónomo ya que se trata de “un contrato sui generis, valga decir, no es similar con ninguna de las posibilidades contractuales existentes, ni en su estructura ni en su ejercicio; la peculiaridad existente consiste en la transmisión simultánea en sentido contrario entre las partes contratantes, con la obligación a cargo de ambas de retransmitirse los objetos propios de su inicial entrega”.

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

Real

Se reconocerá el contrato de reporto, como un contrato real ya que se requiere la tradición de la cosa, según el artículo 1500 del Código Civil. Este es de los contratos que se perfecciona con la entrega de los títulos valores. Terminando con las definiciones que establece el Código Civil entre sus artículos 1496 y 1500, hace falta reconocer las nuevas caracterizaciones contractuales que sugieren Ospina Fernández y Ospina Acosta, considerando que pueden incluso ser aún más las caracterizaciones que se hagan sobre el contrato de reporto, sin embargo, por lo pronto, luego de definir las que corresponden al código, se amplía a algunas otras que se consideran relevantes:

Solemne

El contrato debe hacerse constar por escrito, en el cual se hace precisión sobre el nombre de las partes, los títulos dados en reporto, el término de vencimiento y, muy especialmente, el precio, premio o interés, o la forma de calcularlos (Leal, 1990, 542). Si bien Leal Pérez afirma que es un contrato solemne, en su libro de *contratos bancarios*, se puede considerar que en la práctica no está sujeto a solemnidad alguna, toda vez que en la actualidad basta con una llamada telefónica para establecer el acuerdo del precio, el plazo y demás condiciones del contrato de reporto, sin perjuicio a que estas condiciones queden en un sistema de registro y que el contrato se encuentre sujeto en sus términos generales al reglamento del mencionado sistema.

De libre discusión

El contrato de libre discusión determina la posibilidad de hacer acuerdos entre las partes sobre los beneficios para uno y otro, de acuerdo con lo que mejor le convenga, dicha facultad está respaldada por la misma facultad dispositiva y la capacidad de las personas contratantes. En el contrato de reporto, existen formatos preestablecidos con una serie de elementos que no son de libre discusión, que pasan por ser de adhesión, sin embargo, en cuanto al precio, el plazo, la forma en que se calcula la prima, se reconocerá la posibilidad de discutir libremente.

Atípico

Finalmente, ya se mencionaba al inicio del presente capítulo a Rodríguez Azuero en el debate de la tipicidad o atipicidad, dando lugar a interpretar, que el contrato de Reporto fue “atípico” en sus inicios, sin embargo, hoy está en el Decreto 2555/10, por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones y más recientemente en el decreto 2878/13, Por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 en relación con las

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

operaciones de reporto o repo, simultáneas y transferencia temporal de valores y se dictan otras disposiciones.

2.4. Naturaleza jurídica

Para el caso colombiano, el contrato de reporto, se asimila en la práctica a la figura de las prenderías, donde un bien mueble, se deja como garantía, a cambio de un valor normalmente inferior, con un pacto de recompra entre quien entrega el bien en garantía y quien entrega el dinero por el mismo, que incluye un plazo a partir del cual, quien recibe el bien se reputará dueño del mismo, o en caso de que se efectúe la recompra, se entregará el bien y se recibirá el monto inicialmente otorgado junto con la prima pactada.

Como sucede con los contratos cuya divulgación y desarrollo son precarios, en algunos países más que en otros, el primer paso de los estudiosos del derecho es ubicarlos a partir de la identificación que pueda hacerse de su naturaleza jurídica frente a las estructuras contractuales más conocidas y decantadas. Por lo que la asimilación más probable podría ser la que se ha hecho con el contrato de préstamo y con el de compraventa, con distintas modalidades.

Si fuera el préstamo, algunos autores consideran que el contrato de reporto no pasa de ser un contrato de anticipo, es decir, un *mutuo con garantía prendaria*. Esta teoría ha sido criticada desde varios argumentos, considerando el que, el reporto es una operación unitaria integrada, única. Mientras que en el contrato de *préstamo* con garantía existen dos contratos. Uno principal, el de mutuo y otro accesorio, el de garantía. Además, se reconoce que en el préstamo prendado no existe transmisión de la propiedad sobre la garantía, ni pago de un precio por la misma, mientras que en el contrato de reporto el reportador adquiere los títulos en propiedad.

Por otro lado, se sugiere también la teoría de la compraventa, considerando que éste contrato tiene también la obligación de revender o tener a la vista una promesa de venta o, simplemente, una doble compraventa separada en el tiempo, pero ligada por el mismo contrato. Los críticos a la teoría sugieren que mientras la compraventa es un contrato consensual, el reporto para ellos es real pues sólo se perfeccionaría por la entrega de los títulos. Y que, de otra parte, de tratarse de una compraventa con cualquier de las combinaciones o modalidades mencionadas, no podrían explicarse las regulaciones legislativas según las cuales el reportador, quien sería propietario pleno, no adquiere los beneficios, mejoras o incrementos derivados de los títulos recibidos, sino que los recibe para transmitírselos junto con los títulos al reportado. Además, el plazo en el reporto, como en todos los contratos de crédito y a diferencia, desde luego, de lo que sucede en la compraventa, juega un papel esencial pues ninguna de las partes lo celebraría si no fuese porque el reportador obtiene una remuneración determinada por el

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

término de la operación y el reportado se beneficia durante el mismo de los dineros recibidos. (Rodríguez, 2002, 685).

En cuanto a la naturaleza jurídica del contrato de reporto, algunos tratadistas sostienen: “en el contrato de reporto en Colombia, debería acogerse la doctrina de la compraventa, adosada de una convención adicional que, en las últimas, conduce de todas maneras a admitir la existencia de una nueva compraventa de signo inverso” (Revista de derecho privado, 1991, 169).

Por lo demás la teoría de la compraventa es altamente cuestionable en los países que no regulan el reporto y prohíben, de manera genérica, el pacto comisorio, esto es, la facultad que tienen el acreedor garantizado de apropiarse de los bienes del deudor por medios distintos a los previstos por la ley. En efecto, de atenderse la finalidad que persiguen las partes, podría considerarse que, en caso de incumplimiento del reportado, el reportador no estaría facultado para apropiarse definitivamente de los títulos o disponer de ellos, sino que debería acudir a los tribunales o a los procedimientos especiales de remate que suelen establecerse a favor de los bancos, cuando es uno de ellos. En este caso habría que determinar la sanción aplicable al negocio o la posibilidad de aplicar el principio de la convertibilidad, entendiendo que se trata de un préstamo con garantía. En los países que no han regulado la figura pero que aceptan las enajenaciones pignoraticias (transmisión de propiedad con fines de garantía), el problema podría ser de menor importancia, aun cuando podrían subsistir inconvenientes en los eventos de insolvencia del reportado, que lo conduzcan a un proceso concursal, de manera similar a lo que ocurre con la fiducia de garantía, o en los casos en que la garantía carezca de los requisitos de registro exigidos legalmente. (Rodríguez, 2002, 685).

2.5. Función Económica

El contrato de repo, sirve como mecanismo de operación monetaria para acceder a crédito y obtener liquidez. Si bien finalmente si se accede a un crédito al obtener la liquidez, se diferencia de un crédito tradicional porque no todos los créditos son garantizados, y uno de los elementos esenciales del repo es que se entregan unos valores (acciones, papeles, títulos) para garantizar una operación o como parte de la misma.

Parte de la figura propia del contrato de reporto es que quien otorga la liquidez o reportador o parte activa, se hace dueño de los papeles ante el incumplimiento, si llegado el plazo no se devuelve el dinero, automáticamente quien recibió los valores se hace dueño de los mismos, mientras que en un contrato de mutuo con garantía, tendría que ejercer jurídicamente para ejecutar la garantía.

Hay de por medio una necesidad de liquidez. Para los inversionistas que requieren captar recursos, las operaciones Repo son una alternativa en la búsqueda de recursos de corto plazo que se ajusta en las condiciones de tasa y plazo según sus

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

necesidades. El inversionista que deja en garantía las acciones no pierde los derechos económicos ni políticos que confiere a las acciones o unidades de fondos bursátiles. Las operaciones Repo siempre tienen como garantías las acciones sobre las cuales se realiza la operación, la BVC ejerce un permanente control sobre el tipo de acciones habilitadas para realizar operaciones Repo. (BVC, s.f.)

Las operaciones monetarias se refieren a la implementación de una política monetaria que garantice que la decisión de política tenga el efecto deseado en los mercados financieros y en la economía en general. La opinión generalizada en las economías de mercado es que, en el largo plazo, los instrumentos más eficientes de la política monetaria (las palancas operacionales) son aquellos que complementan mejor el funcionamiento de un sistema de mercado. Los instrumentos monetarios no sólo se utilizan para implementar la política monetaria sino que también se utilizan para manejar la liquidez (Gray, Talbot, 2006, 5)

2.6. Modalidades

La particularidad del contrato de reporto sugiere que el modo en que es usado cambie de legislación en legislación y por lo mismo no existe un estándar claro frente a las modalidades del contrato de reporto, sin embargo, vale mencionar algunas de las formas más usadas por el contrato, que dan lugar también al reconocimiento de sus atributos.

Existe el **Reporto Prórroga**, que tiene como utilidad prolongar los contratos a términos que tienen como objeto la venta de títulos a crédito, por una determinada cantidad de dinero que debe ser entregado en un plazo determinado. Cuando existe una imposibilidad por parte del comprador de cumplir con la obligación de pagar y de recoger dichos títulos recurre a celebrar un contrato con la denominación de Reporto, para que la parte que asume la posición de Reportador, el cual es el vendedor a término, retenga los títulos que están en su poder y por el contrario el reportado que en este caso viene a ser el comprador a término en ningún momento recibe el precio ni entrega título. El Contrato de Reporto es de naturaleza real, es por ello que en el caso anteriormente descrito no se puede tomar dicha operación de otra forma sino, como un contrato eminentemente consensual y no como un Reporto en sí.

Reporto con Objeto Indeterminado: Es otra de las modalidades que nace de la mixtura de los contratos. Este ofrece una mayor fungibilidad de los títulos, ya que se verifica la obligación no con los mismos en especie y cantidad; sino, con otros que no se encuentran especificados en el contrato. Tan solo basta cumplir con la cantidad que es equivalente al valor de los títulos que el Reportado recibió como precio. No es el anterior un Reporto, ya que la ley establece como requisito el hecho de que sean de la misma especie los títulos que se van a entregar.

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

Al respecto, algunos autores consideran que el legislador al hacer dicha exigencia esencial de la especie y cantidad de los títulos de crédito, se fundamenta en razones de carácter práctico ya que en la fase de liquidación, se podrían presentar dificultades en virtud de que algunos títulos no resultarían de la estimación de las partes, siendo de esta manera impracticable. Esta clasificación no tiene base científica, sino que responde a la combinación realizada por las personas que practican este tipo de contratos y por ende utilizan los títulos de crédito o valores.

Reporto Financiero: Se usa para obtener una ganancia o compensación con fondos líquidos; este es en realidad el fin de todos los que realizan el contrato y toman la actitud del reportador, es por ello que no se considera una figura de extraordinaria relevancia, además, de que el objeto final es siempre financiero.

Reporto Mobiliario o de Financiamiento: Lo único que lo diferencia de los demás es el ámbito de aplicación ya que el reportado utiliza el dinero obtenido en la adquisición o mejoramiento del equipo de su empresa o como capital circulante al cual lo caracteriza el ser constantemente renovado; es así que tiende a ser aplicado por la ventaja de seguridad económica que ofrece y la facilidad de realización. Existe en el comercio y en la Industria.

Reporto de Bolsa: Es la distinción que tiene mas importancia en esta materia, además del reporto bancario debido a que su aplicación en cada uno de estos entes, tiene una serie de aspectos relevantes, ya que no tiene diferencia esencial en el fondo, tan sólo en el ámbito de aplicación y en el fin que persigue cada uno. La bolsa actúa como intermediaria para realizar la misma operación, pero entre la persona que tiene liquidez y el que posee los títulos valores que participen en oferta pública.

Este es utilizado por las ventajas que representa para sus operaciones, entre estas la mínima cantidad de tiempo utilizado, la transmisión de la propiedad de los títulos además de la facilidad con la cual se ejecuta cuando no se cumple en sus términos, entre otras. En sí la finalidad principal de incorporar este tipo de contratos es la especulación con las variaciones de las cotizaciones de los títulos y la de prolongar las posiciones de los especuladores.

Reporto Bancario: Se ubica en el campo de las instituciones bancarias. En este sentido la banca lo maneja, desde el punto de vista de su técnica como activo o pasivo, dependiendo del papel que tome este, como reportador o reportado. Se observa como la finalidad varía con respecto al Reporto de bolsa, ya que es una sustitución de otras operaciones bancarias que presentan menores ventajas que este en cuanto a su ejecución y a la garantía. Su propósito es recibir un lucro, a través de los créditos cuya propiedad se transmite con la obligación de restituir los mismos en igualdad de especie y calidad, en un plazo, con el resultado de la obtención de un beneficio, siendo el objeto bienes fungibles (Caraballo, N., et al. 2003)

En Costa Rica la Bolsa Nacional de Valores incluye entre sus modalidades el **Reporto Tripartito**, reconociendo que son aquellas mediante las cuales las partes contratantes acuerdan la compraventa de títulos valores y su retrocompra al vencimiento de un plazo y a un precio convenidos. Los títulos valores que son objeto de operaciones de reporto tripartito, no pueden tener un plazo inferior al plazo del pacto del reporto tripartito. En las operaciones de reporto tripartito, la propiedad de los títulos se traspasa con su entrega. Las operaciones de reporto tripartito consisten de dos operaciones

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

simultáneas, una de contado y la otra a una fecha futura, celebradas en un mismo acto y contrato de bolsa. (BNValores, s.f.)

Finalmente, según la Circular Externa 018 de marzo de 2007 emitida por la SFC, existen también:

Repo abierto. Es aquel en el cual se establece que no se inmovilizarán los valores objeto de la operación repo. En este evento, la transferencia de la propiedad, se podrá realizar sobre valores de la misma especie y características.

Repo cerrado. Es aquel en el cual se acuerda inmovilizar los valores objeto de la operación, razón por la cuál el compromiso de transferencia de la propiedad, se deberá realizar sobre los mismos valores inmovilizados, salvo que se haya establecido expresamente la sustitución de tales valores. Las operaciones de reporto o repo se presumirán cerradas salvo pacto expreso en contrario.

2.7. Aproximaciones en el derecho comparado

Más allá de realizar un exhaustivo ejercicio comparado de las legislaciones que rigen el contrato de reporto en otros países, entendiendo este estudio como un caso propio de otro tema de deliberación académica, se realizará una aproximación a la manera en que se comporta el contrato de reporto en países cercanos.

En las prácticas mercantiles italianas, muy particularmente en las alemanas, en la generalidad de los países miembros de la Unión Europea, en Brasil y en Argentina, el reporto aparece más frecuentemente como contrato de bolsa, no como operación del sector financiero que también lo conoce y reglamenta. Allí el reporto consiste por regla general en una compraventa de papeles negociables en bolsas de valores con cumplimiento diferido en cuanto corresponde a la entrega de los documentos objeto de la misma, operación en la cual el comprador y vendedor buscan obtener un lucro en virtud de sus expectativas opuestas sobre las fluctuaciones de precios en el mercado respecto de los títulos objeto de la negociación. El código civil italiano define el contrato de reporto como el contrato por el cual el reportado transfiere en propiedad al reportador títulos de crédito de una determinada especie, por un determinado precio, y el reportador asume la obligación de transferir al reportado, al vencimiento del término establecida la propiedad de otros tantos títulos de la última especie, contra reembolso del precio, que puede ser aumentado o disminuido en la medida convenida (Giraldi, 2000, 53-54).

Según Vélez (1990, 98), es Estados Unidos el país que más utiliza el contrato de reporto. Normalmente se realizan vía operaciones overnight. En EEUU no existe un límite de plazo. Se utiliza como un instrumento de *cash management*, es decir, para disponer o solucionar problemas de liquidez. La operación puede ser utilizada para operaciones de mercado abierto (wholesale repo) o como mecanismo de captación

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

individualmente considerado (retail repo). En la mayoría de mercados financieros esta operación no tiene encaje. El depósito o la compra siempre se hace garantizada, porque se fundamenta en la existencia de un título (idéntico o similar). El repo supone una transacción expedita, toda vez que los problemas de liquidez por solucionar son de carácter transitorio y las disponibilidades de liquidez también lo son. Así las cosas, en la mayoría de los mercados se hace mediante transferencia electrónica de fondos. Por supuesto no existe entrega de títulos, ya que el terminal de computador expide un recibo de la transacción o una caja de valores entrega el certificado de custodia.

En Honduras, (ver tabla 2) se dice que el reporto se perfecciona por la entrega cambiaria de los títulos, art 929 C.C., en Guatemala ocurre lo mismo, art. 744 C.Co, En el Salvador, es preciso el registro en los libros del emitente, art. 1159 C.Co. Venezuela estatuye que “se perfecciona por la entrega de los títulos”, art. 46.

Según Arata (s.f., 198) De acuerdo al artículo 34 del Reglamento de Operaciones de Bolsa en Perú (Resolución CONASEV 021-99- EF94.1 O) la operación de reporte "Es aquella que comprende una venta de valores, a ser liquidada dentro del plazo establecido para las operaciones al contado o a plazos, y una simultánea compra a ser liquidada dentro del plazo pactado(...). Es característica de las operaciones de reporte que los valores que se transfieren en propiedad, queden como margen de garantía del reportante para el cumplimiento de la liquidación de la última venta a plazo ... » De acuerdo al anterior Reglamento (Resolución CONASEV 130-83-EFC/94.1 O) la operación de reporte, en el artículo 23 era definida como "...aquella que resulta de la aceptación de una propuesta que comprende una compra o venta de valores al contado o a plazo fijo con el compromiso de una simultánea operación inversa de venta o compra de la misma cantidad y especie de valores a plazo fijo y a un precio determinado.»

Galarza, y Luciani, (2006) plantean que el Decreto con fuerza de Ley de Reforma de la Ley General de Bancos y otras instituciones financieras de 13 de noviembre de 2001, establece en el artículo 46, capítulo IV, “de otras operaciones, sección primera, de las operaciones conexas y el reporto”, la siguiente definición:

Los bancos, las entidades de ahorro y préstamo y demás instituciones financieras podrán efectuar operaciones de reporto, ya como reportadores ya como reportados, en virtud de las cuales el reportado, por una suma de dinero convenida, transfiere la propiedad de títulos de crédito o valores al reportador, quien se obliga a transferir al reportado en un lapso igualmente convenido, la propiedad de otros títulos de la misma especie, contra devolución del precio pagado, más un premio. El reporto debe celebrarse por escrito y se perfecciona con la entrega de los títulos, y cuando se trate de acciones con el asiento en el libro de accionistas de la transferencia de dichos títulos. En el contrato respectivo debe expresarse el nombre completo del reportador y del reportado, y los datos necesarios para la identificación de la clase de títulos dados en reporto, así como el precio y el premio pactado o la manera de calcularlos, y el término de vencimiento de la operación.

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

Por último, una mirada a México, el contrato de reporto en la legislación mexicana se encuentra establecido en el artículo 259 de la Ley Federal, General de Títulos y Operaciones de Crédito del 20 de agosto de 2008. . En virtud del reporto, el reportador adquiere por una suma de dinero la propiedad de títulos de crédito, y se obliga a transferir al reportado la propiedad de otros tantos títulos de la misma especie, en el plazo convenido y contra reembolso del mismo precio más un premio. El premio queda en beneficio del reportador, salvo pacto en contrario. El reporto se perfecciona por la entrega de los títulos y por su endoso cuando sean nominativos.

El artículo 266 Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito, no establece una modalidad expresa (condición suspensiva) al contrato de reporto cuando indica que: “si...el reportado no liquida la operación... se tendrá por abandonada y el reportador podrá exigir desde luego al reportado el pago de las diferencias que resulten a su cargo”. Se trata del pacto comisorio tácito en las obligaciones bilaterales, que establecen los artículos 376 Código de Comercio y 1949 Código Civil para el Distrito Federal. El pago del precio del reporto es un requisito del contrato, una *conditio iuris*; es decir, el incumplimiento de su obligación por parte del reportado, concede al reportador el derecho de demandar la devolución del precio (incluida la prima, en su caso) que pagó al reportado en la primera etapa, más “las diferencias que resulten a su cargo”; o sea, el pago de los daños y perjuicios irrogados al reportador en virtud de dicho incumplimiento. (EJO, s.f.)

A su vez, el carácter traslativo del contrato de reporto que, como queda dicho, opera doblemente y en sentido inverso, o sea, la transmisión de la propiedad de los títulos es un efecto de dicho contrato que no está sujeto a condición alguna, y sí – sólo – a un término, y a la entrega recíproca de los títulos de crédito que constituyen el objeto del convenio. Si en la segunda etapa el reportado se niega a devolver el precio que recibió originalmente (en la primera etapa) del reportador, éste puede consignar judicialmente otros títulos de la misma especie que los recibidos y, como ya se dijo, demandar el pago del precio y daños y perjuicios. (EJO, s.f.)

2.8. Resolución de controversias en los contratos de reporto

En el contrato de reporto en general solo se fijan plazo, precio o tipo de valor que se va a comprar. En la práctica de las operaciones repo, estos procedimientos se hacen por teléfono y no determinan mayor posibilidad de acuerdos adicionales. Por lo mismo, las formas en las que se resuelve el incumplimiento de estos contratos suele limitarse al reglamento del sistema de negociación en el que se celebre la operación. En ese sentido, las opciones de negociar el modo en que se resuelvan las controversias

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

contractuales del reporto, tienen los límites establecidos en los reglamentos de los operadores financieros según sea el caso.

Sin embargo, como propone Rodríguez, el contrato de reporto puede terminar en primer término por el vencimiento del plazo pactado y, en segundo lugar, por el incumplimiento de las obligaciones de cualquier de los contratantes, como acontece en todos los negocios jurídicos bilaterales. En este último habrá lugar al reconocimiento de daños y perjuicios, al que parece referirse la previsión consagrada por algunas legislaciones en el sentido de que si llegado el vencimiento el reportado no liquida la obligación “se tendrá por abandonada y el reportador podrá exigir desde luego al reportado el pago de las diferencias que resultan a su cargo”. O sea, que los cambios en la cotización de los títulos reportados que sobrevengan con posterioridad al vencimiento, durante la mora del reportado, sólo podrían perjudicarlo sin beneficiarlo en ningún caso (2002, 694).

Pero más allá de los reglamentos de los operadores financieros, el Código Civil colombiano en su artículo 1.546 establece los términos de la *Condición resolutoria tácita*: “En los contratos bilaterales va envuelta la condición resolutoria en caso de no cumplirse por uno de los contratantes lo pactado. Pero en tal caso podrá el otro contratante pedir a su arbitrio, o la resolución o el cumplimiento del contrato con indemnización de perjuicios”. Del mismo modo, el Código Civil señala en el artículo 1.602 que: “Todo contrato legalmente celebrado es una ley para los contratantes, y no puede ser invalidado sino por su consentimiento mutuo o por causas legales”.

Mientras que el Código de Comercio dispone en su artículo 870 *Resolución o terminación por mora* que: “En los contratos bilaterales, en caso de mora de una de las partes, podrá la otra pedir su resolución o terminación, con indemnización de perjuicios compensatorios, o hacer efectiva la obligación, con indemnización de los perjuicios moratorios”.

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

Según determina la Corte Suprema de Justicia en la Sentencia de noviembre 2 de 1964. “La acción resolutoria supone la perfección y validez del contrato que por su medio se pretende aniquilar. En cualquiera de las dos hipótesis del artículo 1546 del Código Civil, la base ineludible es la perfección del convenio, de lo contrario, la acción es ilusoria”.

Del mismo modo, la Ley 1563 de 2012, *Por medio de la cual se expide el Estatuto de Arbitraje Nacional e Internacional y se dictan otras disposiciones*. Determina el modo en que se aplicará la figura del *El Arbitraje*. En donde los contratantes pueden utilizarlo para arreglar sus diferencias y pactar en el contrato (cuando sea el caso) una cláusula compromisoria o mediante compromiso. Las normas generales del arbitraje para Colombia se encuentran entre los artículos 1 al 8 de la citada Ley³, tal como los términos que rigen *la Amigable composición*⁴

³ Artículo 1°. Definición, modalidades y principios. El arbitraje es un mecanismo alternativo de solución de conflictos mediante el cual las partes defieren a árbitros la solución de una controversia relativa a asuntos de libre disposición o aquellos que la ley autorice. El arbitraje se rige por los principios y reglas de imparcialidad, idoneidad, celeridad, igualdad, oralidad, publicidad y contradicción. El laudo arbitral es la sentencia que profiere el tribunal de arbitraje. El laudo puede ser en derecho, en equidad o técnico. En los tribunales en que intervenga una entidad pública o quien desempeñe funciones administrativas, si las controversias han surgido por causa o con ocasión de la celebración, desarrollo, ejecución, interpretación, terminación y liquidación de contratos estatales, incluyendo las consecuencias económicas de los actos administrativos expedidos en ejercicio de facultades excepcionales, el laudo deberá preferirse en derecho.

Artículo 2°. Clases de arbitraje. El arbitraje será ad hoc, si es conducido directamente por los árbitros, o institucional, si es administrado por un centro de arbitraje. A falta de acuerdo respecto de su naturaleza y cuando en el pacto arbitral las partes guarden silencio, el arbitraje será institucional. Cuando la controversia verse sobre contratos celebrados por una entidad pública o quien desempeñe funciones administrativas, el proceso se regirá por las reglas señaladas en la presente ley para el arbitraje institucional. Los procesos arbitrales son de mayor cuantía cuando versen sobre pretensiones patrimoniales superiores a cuatrocientos salarios mínimos legales mensuales vigentes (400 smlmv) y de menor cuantía, los demás. Cuando por razón de la cuantía o de la naturaleza del asunto no se requiera de abogado ante los jueces ordinarios, las partes podrán intervenir directamente en el arbitraje.

Artículo 3°. Pacto arbitral. El pacto arbitral es un negocio jurídico por virtud del cual las partes someten o se obligan a someter a arbitraje controversias que hayan surgido o puedan surgir entre ellas. El pacto arbitral implica la renuncia de las partes a hacer valer sus pretensiones ante los jueces. El pacto arbitral puede consistir en un compromiso o en una cláusula compromisoria.

En el pacto arbitral las partes indicarán la naturaleza del laudo. Si nada se estipula al respecto, este se preferirá en derecho. Parágrafo. Si en el término de traslado de la demanda, o de su contestación, o de las excepciones previas, una parte invoca la existencia de pacto arbitral y la otra no la niega expresamente, ante los jueces o el tribunal de arbitraje, se entiende válidamente probada la existencia de pacto arbitral.

Artículo 4°. Cláusula compromisoria. La cláusula compromisoria, podrá formar parte de un contrato o constar en documento separado inequívocamente referido a él. La cláusula compromisoria que se pacte en documento separado del contrato, para producir efectos jurídicos deberá expresar el nombre de las partes e indicar en forma precisa el contrato a que se refiere.

Artículo 5°. Autonomía de la cláusula compromisoria. La inexistencia, ineficacia o invalidez del contrato no afecta la cláusula compromisoria. En consecuencia, podrán someterse a arbitraje las controversias en las que se debata la existencia, eficacia o validez del contrato y la decisión del tribunal será conducente aunque el contrato sea inexistente, ineficaz o inválido. La cesión de un contrato que contenga pacto arbitral, comporta la cesión de la cláusula compromisoria.

Artículo 6°. Compromiso. El compromiso podrá constar en cualquier documento, que contenga:

1. Los nombres de las partes.
2. La indicación de las controversias que se someten al arbitraje.
3. La indicación del proceso en curso, cuando a ello hubiere lugar. En este caso las partes podrán ampliar o restringir las pretensiones aducidas en aquel.

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

Es cada vez más frecuente encontrar en Colombia la figura de los mecanismos alternativos para la solución de conflictos. La carga de un juez civil es muy grande: más del 60 a 65% de su tiempo de trabajo se va en procesos ejecutivos, y el 10% en lanzamientos, sólo en un 5 a 10% se resuelven temas de fondo porque todos los que son de algún nivel de especialización se han ido al arbitraje, a la amigable composición o sencillamente se concilian (Cárdenas, 2015). Los temas que se manejan en los centros de arbitramento tienen relación con contratos comerciales, contratos con el Estado y otros, la Cámara de Comercio de Bogotá CCB dirime como el 75% del total de los procesos arbitrales el país; en 2014 se hicieron 302 arbitramentos pagos, y 160 o más gratuitos para pequeñas y medianas empresas (Cárdenas, 2015). El procedimiento oral exige agotar como requisito legal la conciliación y aunque puede ir a cualquiera, resulta mejor acudir a un buen centro de conciliación y arbitraje (Cárdenas, 2015).

Artículo 7°. Árbitros. Las partes determinarán conjuntamente el número de árbitros, que siempre será impar. Si nada se dice al respecto, los árbitros serán tres (3), salvo en los procesos de menor cuantía, caso en el cual el árbitro será único. El árbitro debe ser colombiano y ciudadano en ejercicio; no haber sido condenado por sentencia judicial a pena privativa de la libertad, excepto por delitos políticos o culposos, ni estar inhabilitado para ejercer cargos públicos o haber sido sancionado con destitución. En los arbitrajes en derecho, los árbitros deberán cumplir, como mínimo, los mismos requisitos exigidos para ser magistrado de Tribunal Superior de Distrito Judicial, sin perjuicio de las calidades adicionales exigidas por los reglamentos de los centros de arbitraje o por las partes en el pacto arbitral.

Artículo 8°. Designación de los árbitros. Las partes nombrarán conjuntamente los árbitros, o delegarán tal labor en un centro de arbitraje o un tercero, total o parcialmente. La designación a cargo de los centros de arbitraje se realizará siempre mediante sorteo, dentro de la especialidad jurídica relativa a la respectiva controversia y asegurando una distribución equitativa entre los árbitros de la lista. Ningún árbitro o secretario podrá desempeñarse simultáneamente como tal, en más de cinco (5) tribunales de arbitraje en que intervenga como parte una entidad pública o quien ejerza funciones administrativas en los conflictos relativos a estas. (Ley 1563, 2012)

⁴ Artículo 59. Define la amigable composición como un mecanismo alternativo de solución de conflictos, por medio del cual, dos o más particulares, un particular y una o más entidades públicas, o varias entidades públicas, o quien desempeñe funciones administrativas, delegan en un tercero, denominado amigable componedor, la facultad de definir, con fuerza vinculante para las partes, una controversia contractual de libre disposición. El amigable componedor podrá ser singular o plural. La amigable composición podrá acordarse mediante cláusula contractual o contrato independiente.

Artículo 60. Efectos. El amigable componedor obrará como mandatario de las partes y, en su decisión, podrá precisar el alcance o forma de cumplimiento de las obligaciones derivadas de un negocio jurídico, determinar la existencia o no de un incumplimiento contractual y decidir sobre conflictos de responsabilidad suscitados entre las partes, entre otras determinaciones. La decisión del amigable componedor producirá los efectos legales propios de la transacción. Salvo convención en contrario, la decisión del amigable componedor estará fundamentada en la equidad, sin perjuicio de que el amigable componedor haga uso de reglas de derecho, si así lo estima conveniente.

Artículo 61. Designación y Procedimiento. Salvo convención en contrario, el amigable componedor no tendrá que ser abogado. Las partes podrán determinar libremente el número de amigables componedores. A falta de tal acuerdo, el amigable componedor será único. Las partes podrán nombrar al amigable componedor directamente o delegar en un tercero su designación. El tercero delegado por las partes para nombrar al amigable componedor puede ser una persona natural o jurídica. A falta de acuerdo previo entre las partes, se entenderá que se ha delegado la designación a un centro de arbitraje del domicilio de la parte convocada escogido a prevención por la parte convocante. El procedimiento de la amigable composición podrá ser fijado por las partes directamente, o por referencia a un reglamento de amigable composición de un centro de arbitraje, siempre que se respeten los derechos de las partes a la igualdad y a la contradicción de argumentos y pruebas. A falta de acuerdo entre las partes, se entenderán acordadas las reglas de procedimiento del centro de arbitraje del domicilio de la parte convocada, escogido a prevención por la parte convocante. De no existir un centro de arbitraje en el domicilio de la parte convocada, la parte convocante podrá escoger cualquier centro de arbitraje del país para la designación y el procedimiento a seguir a falta de acuerdo expreso.

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

Por lo mismo, pensar en alternativas a la administración de justicia tradicional, es una herramienta determinante para avanzar en la celeridad y eficacia del ejercicio de la aplicación de la justicia. El índice de arreglos de la CCB es del 86%, aunque se considere que puede ser costoso, es relativo ya que en el juzgado son tres, cinco o siete años esperando a ver si hay alguna solución, o si el pleito es con el Estado a veces son 7 o 15 años esperando la solución, y eso resulta costando mucho más. En promedio, un arbitraje demora un año o menos, y si es muy sofisticado pueden ser año y medio. Las diferencias son muy elevadas en términos de costos. Colombia es líder en América Latina, no solo por la calidad de los árbitros, sino por la infraestructura, que está al nivel de las mejores del mundo. Los costos de los procesos o los recursos de anulación de los laudos son algunos de los temas que suelen discutirse, sin embargo, según datos de la CCB, de 10 laudos proferidos, solo uno es interpuesto con recurso, y de este solo prospera el 25% (Cárdenas, 2015).

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

2.9 Algunos comentarios sobre el contrato de reporto en el marco del AED

Supuestos metodológicos de la Nueva Economía Institucional		
Variable	Descripción	Aplicación
Individualismo metodológico	El punto central de estudio es el individuo, y no el colectivo, ya que el comportamiento de éste último se explica a partir de su unidad fundamental, el individuo.	Se reconoce cómo los individuos que invierten en Interbolsa de forma individual y o colectiva se ven afectados por las decisiones institucionales colectivas como una unidad. Por otro lado, es básicamente la responsabilidad no individual y no colectiva la que se reconoce entre los miembros de esta organización
Maximización de la utilidad	La maximización es una característica que se expande a cualquier actor social, con independencia del tipo de actividad que desempeñe, productor, consumidor, político, burócrata etc.	Se considera que la maximización es para los miembros de interbolsa, desde su gerencia y demás vinculados penalmente con el proceso, hasta los corredores que hacen las transacciones y que comisionan por cada vez que utilizan indiscriminadamente el contrato de reporto.
Racionalidad limitada	Existen dos condiciones que limitan la racionalidad del agente, la primera de ellas es la existencia de costos de transacción, esto implica que el individuo deberá tener en cuenta una restricción presupuestal en el momento de adquirir información, por ello, no podrá acceder de manera ilimitada a ésta. Con respecto al segundo fenómeno "es importante aceptar que los individuos tienen sólo una capacidad limitada para allegarse y procesar información"	1) Lo que ocurre con el individuo es que en efecto recibe una información oficial, pero limitada, en donde le comparten las condiciones de su inversión, sin embargo, más allá de lo acordado, de lo pactado con el individuo-inversionista, los comisionistas de manera institucional, consolidaron una estrategia para hacer mal uso de su condición de responsabilidad frente a las acciones y a partir de allí lograron intervenir los precios de las acciones de fabricato y coltejer, utilizando la herramienta del contrato de reporto 2) Es cierto en la medida en que los individuos toman sus decisiones económicas a partir de los ofrecimientos que hacen los actores del mercado, en este caso Interbolsa ofreció unos contratos de reporto con unas características particulares, sin embargo, como ya se mencionó, no se continúan cumpliendo, en la medida en que es a partir del contrato de reporto y su posibilidad de repiar que ellos terminan generando esta situación
comportamiento oportunista	Como consecuencia de la racionalidad limitada y del comportamiento maximizador, surge la posibilidad de la aparición de agentes que en la búsqueda de maximizar su función de bienestar o utilidad, se aprovechen de una posición ventajosa sobre su contraparte en el momento de la negociación	En este caso se logra reconocer cómo el comportamiento abusivo de los miembros de Interbolsa determinan la dificultad de ejercicio de quienes se vinculan en el ejercicio -los inversionistas- hay una ventaja de la que se aprovechan los miembros de Interbolsa.

Análisis propio basado en el cuadro desarrollado por Pinzón, M., (2010, 103).

Tipos de instituciones		
Clasificación	Características	Aplicación
Informal/Social	Surgen en un "tercer partido" que es quien las impone de manera exógena a los agentes o alas organizaciones, y se apoyan en un aparato coercitivo (Estado) para lograr su cumplimiento	En este sentido, las características tienen relación con las instituciones que pueden ser la Superintendencia Financiera (Decreto 2739/91, Decreto 663/1993 y Ley 964 de 2005), como entidad rectora de la regulación frente a las entidades financieras y sus funciones legalmente establecidas. Está también el autorregulador del mercado que es el órgano dispuesto directamente por el mercado de valores para ejercer en el seguimiento y control del mercado (con las reglas de juego creadas por los agentes del mercado velando por un mercado íntegro y transparente) está también la Bolsa de valores de Colombia como entidad canalizadora de recursos públicos hacia la inversión en empresas, se podría mencionar el Ministerio de Hacienda, sin embargo, el propio ministerio tiene una dinámica que da lugar a encargar a alguno de sus miembros en la junta directiva de la Superintendencia Financiera, o de tener en dicha entidad su ejercicio como representante del ejecutivo en los temas vinculados con su sector.
Formal/Estatal	Aquellas que surgen de manera espontánea es una sociedad y son aceptadas de manera voluntaria sin la necesidad de un agente coercitivo que lleve a su cumplimiento.	Se pueden mencionar los medios de comunicación que hicieron seguimiento al caso Interbolsa (El espectador, Semana, Dinero, Las2orillas, el periodista Alberto Donadio entre otros), tal como, académicos, (Constanza Blanco, Rodríguez Azuero). Los encargados de la sociedad por iniciativa propia, dieron lugar a la presión social y de medios de comunicación que visibilizaron el problema. Una serie de actores no formales estatales sino informales sociales llevaron a presionar la decisión de la Superintendencia Financiera de intervenir Interbolsa luego de la falta de liquidez que evidenció su dificultad de continuar pagándole al BBVA.

Análisis propio basado en el cuadro desarrollado por Pinzón, M., (2010, 104).

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

Funciones Económicas de los contratos		
Funciones	Descripción	Aplicación
1. Generar juegos cooperativos	Una de las premisas de la asignación eficiente de derechos de propiedad, plantea que éstos deben estar en cabeza de quien más los valora, para ello, las partes deben negociar, logrando arreglos que beneficien a las partes, es decir, que generen riqueza, premisa básica de los juegos cooperativos. Así, la estructura contractual debe proveer los incentivos suficientes para lograr dicha cooperación entre las partes.	Al ser una operación de liquidez sí tiene una asignación eficiente de derechos de propiedad porque hay un interés de una parte de obtener recursos y la otra de disponer libremente de esos bienes.
2. Incorporar niveles óptimos de cumplimiento	En este caso la función contractual se relaciona con dos conceptos, el primero de ellos conocido como costo de oportunidad, y el segundo relacionado con la responsabilidad. Así partiendo de la posibilidad de comportamientos oportunistas dentro de la NEI como consecuencia de los costos de transacción para el acceso a niveles óptimos de información conjugando la racionalidad limitada, se contempla que las partes contractuales puedan incumplir el contrato si el costo de cumplimiento es inferior al beneficio por incumplir. En esta medida las reglas de responsabilidad establecen los costos para el incumplimiento y generan incentivos para llevar al cumplimiento del objeto contractual, para lo cual el agente sopesa el costo de oportunidad de cumplimiento.	Es una operación autorizada por las entidades financieras. El reglamento de la bolsa y el Decreto 2555 del 15 de Julio de 2010 establecen las condiciones que rigen el contrato. Cuando dice que está incumplido, las cosas pasan a ser del que las compró (disminución en los costos de transacción a través de términos eficientes) Una vez esta establecido qué pasa si incumple, no tiene que acudir a la jurisdicción para que se declaren sus derechos. Ya está establecido qué pasa si no cumple.
3. Incorporar un nivel óptimo de confianza	En el proceso de negociación, el promitente invierte en cumplimiento mientras el receptor en confianza por cumplimiento. Esta inversión de las dos partes se puede cuantificar en dinero, tiempo, esfuerzo y costos de oportunidad sacrificados. Bajo este ámbito se busca generar equilibrio entre la confianza y el esfuerzo por cumplimiento en un contrato para evitar pérdidas excesivas para una de las partes.	Ya están preestablecidos por la ley, no se debe discutir qué tiene o no un contrato de repo. Esto motiva la posibilidad de ejercer de manera confiada frente al contrato. A diario se realizan toda serie de transacciones, hay confianza en el mercado, en los inversionistas, tanto que el Banco de la República es uno de los que más utilizan el mecanismo (según Natalya Sierra abogada asesora de la vicepresidencia jurídica de Davivienda).
4. Disminución de costos de transacción a través de la generación de términos eficientes de omisión.	Durante los procesos de negociación la asunción de riesgos es un elemento crucial, allí las partes involucradas deben decidir cuáles riesgos prevenir de manera más eficiente. Los riesgos se clasifican en dos grupos: a. Ex ante: Sucesos futuros, de ocurrencia probable, previstos en el momento de la negociación b) Ex post: relacionados con las pérdidas efectivas que se materializan una vez firmado el contrato. Estos criterios de negociación pueden generar mecanismos a través de los cuales disminuyan los costos de transacción asociados a la negociación, gracias a dejar lagunas contractuales a través de términos de omisión eficientes.	El contrato de repo es una herramienta muy usada, que se tiene por ser de bajo riesgo. De una vez ya está establecido que pasa si incumple, no hace falta una teoría, no tiene que acudir a la jurisdicción para el respeto de sus derechos, es claro el procedimiento. No existen lagunas dentro del contrato, son tan cotidianos que se realizan por defecto, dentro de quienes transan en búsqueda de liquidez en el mercado de valores.
5. Corregir las fallas de mercado a través de la regulación de los términos de los contratos	La regulación contractual debe entenderse como un procedimiento a través del cual, los tribunales eliminan o cambian los términos de la negociación de un contrato. Este proceso surge como respuesta al reconocimiento de fallas en el mercado, que impiden que los costos de transacción sean nulos, así como dan origen a la aparición de conductas no deseadas en éste. Entre más se alejen los hechos de ideal de la racionalidad perfecta y los costos de transacción nulos, mayor será la necesidad de que los jueces regulen legalmente los términos del contrato.	En el contrato de repo en general solo se fijan plazo, precio o tipo de valor que se va a comprar. En la práctica de las operaciones repo, estos procedimientos se hacen por teléfono y no determinan mayor posibilidad de acuerdos adicionales. Por lo mismo, las formas en las que se resuelve el incumplimiento de estos contratos suele limitarse al reglamento del sistema de negociación en el que se celebre la operación.
6. Fomentar relaciones de cooperación en el largo plazo que hagan endógenos el mayor número posible de contratos	Los agentes contractuales suelen recurrir a relaciones de largo plazo con el fin de ahorrar costos de transacción, puesto que dichas relaciones les permitirán conocerse y con ello atenuar los niveles de incertidumbre, gracias al conocimiento adquirido por las contrapartes, como producto de la experiencia. Para ello, las relaciones de largo plazo se plantean en términos de estrategias cooperativas, las cuales deben generar al menos la misma ganancia que puede ofrecer a una de las partes contractuales, la aplicación de una estrategia de juego final.	Si hubiese desconfianza no se celebrarían estas operaciones, y se hacen a diario, en volúmenes grandes de transacciones, incluso con el Banco de la República, no se requiere escribir nuevamente un contrato de repo cada vez que se suscribe, es posible limitarse a lo que dice la ley.

Análisis propio basado en el cuadro desarrollado por Pinzón, M., (2010, 105).

3. VIGILANCIA, CONTROL Y REGULACIÓN

Una de las tendencias económicas más significativas, iniciada desde principios del siglo XX, es la financiarización económica. El nuevo milenio ha acentuado esta tendencia, a través de la profundización de la globalización y los procesos de interdependencia económica, social, política y cultural. Este panorama económico tiene su mayor expresión en la tendencia altamente especulativa de los procesos financieros, que deviene en el reemplazo del modelo industrial decimonónico y está acompañado, de forma paralela, por un paulatino proceso de desregulación financiera. Lo que genera inmensos retos de política económica para los Estados que, por los procesos ya descritos, pierden protagonismo en lo que a la capacidad de determinar la vida de millones de personas se refiere. Hoy por hoy es el sector privado, más que el público, el que se encuentra en capacidad de influir más significativamente en los asuntos que preocupan a la humanidad. El reto no se limita a las esferas de política y gestión económica sino incluye el campo de lo jurídico donde aparecen retos que deben ser descubiertos y abordados a profundidad, pues los nuevos esquemas económicos implican también nuevos riesgos y nuevas potencialidades para la garantía de los derechos individuales. (Camacho, 2016, 158)

Nassim Nicholas Taleb (Taleb, 2008) ha sostenido que la racionalidad inductiva se ve segada en mucha de su capacidad predictiva por cuenta de fenómenos incontrolables, propios del azar; la inducción tiene ese 'raro' pero bastante común 'cisne negro'. Estas dificultades cognitivas han dado pie a la justificación de formas de paternalismo jurídico que ayuden a su superación. Cass Sunstein de quien ya se había hablado haciendo mención al Análisis Económico del Derecho, sostiene que estas formas de paternalismo son inevitables, además de necesarias, para la conducción de las decisiones públicas y para el mejoramiento de las decisiones individuales. La suposición de que las elecciones individuales deben respetarse muchas veces se basa en la afirmación de que las personas hacen excelentes elecciones o por lo menos sus selecciones son mucho mejores de lo que posiblemente lo serían las de terceros. Sin embargo, existe muy poco apoyo empírico para respaldar esta afirmación, por lo menos si se ofrece en esta forma general (Sunstein, 2009, 247)

Lo anterior nos informa que existen situaciones que son cognitivamente intratables, aunque no necesariamente sean complejas. También nos informa que la regulación jurídica e institucional ayudan a superar esta intratabilidad. Cass Sunstein ha sido quien ha defendido de forma más evidente esta postura. Con todo también ha advertido de las dificultades y retos que asumen las posiciones pro regulación (Camacho, 2016, 159).

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

Uno de los campos en los que mayor complejidad se puede observar en términos de regulación es el del mundo financiero actual . Es un hecho cierto que la economía mundial se ha transformado de tal modo que el sector financiero de la economía ha adquirido un lugar predominante en el juego de poder a nivel mundial . La literatura económica llama a este proceso financierización , que consiste en el “aumento de la importancia del capital financiero que se traduce en el creciente protagonismo económico y político de los agentes que lo representan y, por tanto, en el incremento de su capacidad para imponer sus intereses (Medialdea y Sanabria, 2013, 198).

Este proceso de financierización, asociado a niveles crecientes de complejidad está asociado a por lo menos tres factores que pueden tener puntos de contacto importantes con los derechos humanos. Primero, el inmenso volumen de las operaciones económicas que se concentran en el sector financiero de la economía mundial ; segundo, la amplia especulativización de dichas operaciones , visible por la proliferación de instrumentos financieros atípicos , complejos y desregulados ; y tercero, por la continua aparición, paralela a los dos procesos anteriores, de sofisticados mecanismos de criminalidad financiera (Camacho, 2016, 160).

En ese sentido, se podrían enumerar algunos de los elementos de la especulación financiera más recurrentes en la actualidad, visión de corto plazo , poco o nulo contacto del mundo de las finanzas con el mundo de la economía real , utilización masiva del apalancamiento, poquísima o nula aversión al riesgo , bajos criterios epistémicos para el juicio de lástima , consecuencias de las operaciones financieras, utilización de instrumentos jurídicos no regulados y altamente complejos; ampliación de los medios de pago y relajación de controles jurídicos y morales tanto internos como externos (Camacho, 2013, 103–116).

La dinámica global y el auge del mercado, de bienes y servicios, bursátil, divisas, entre otros, determina la urgencia de una capacidad de legislar a una velocidad proporcional a la de las transformaciones sociales que deben ser intervenidas. El reto de los legisladores y operadores jurídicos es lograr subir al tren de gran velocidad de los acontecimientos financieros actuales. Es allí donde gran parte de los conceptos básicos del derecho no pierden vigencia, pero donde también, se requiere incorporar nuevas herramientas de análisis y formación, tal como, nuevos criterios que permitan hacerle frente a la desbordada forma de interactuar dentro de la sociedad actual, haciendo uso de nuevas entidades encargadas de la vigilancia, control y regulación en el mercado.

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

3.1. Entidades encargadas de la Vigilancia, control y regulación

Como se mencionó en el resumen al inicio del documento, Colombia se ha caracterizado por tener más normas de las que puede hacer cumplir, haciendo que los resultados de la aplicación de la ley no siempre sean evidentes. Santander haría referencia a que las leyes nos darán la libertad, sin embargo, la caracterización santanderista que ha recibido Colombia, no necesariamente representa un cumplimiento, incluso, podría ser un elemento crítico frente a la relación inversamente proporcional entre el volumen de normas y la carencia de resultados en su aplicación. Es de este modo, como la regulación por sí misma, no genera transformaciones, sino es a partir del seguimiento, la vigilancia y control, que se pueden conseguir objetivos en pro de la transformación positiva de la sociedad.

El caso de Interbolsa, del que se hablará en este capítulo, es el punto de referencia para comentar acerca de la importancia de la eficiencia en la legislación, no sólo desde la creación de la norma, sino más importante incluso, desde la aplicación y los resultados evidenciados en la sociedad. A continuación se presentarán las funciones de las entidades vinculadas con el control y vigilancia del sector financiero en Colombia y quienes debieron ejercer con celeridad y eficiencia en el seguimiento a la sociedad comisionista de bolsa mencionada.

3.1.1. Funciones de la Superintendencia financiera de Colombia⁵

La Superintendencia Financiera de Colombia ejercerá las funciones establecidas en el decreto 2739 de 1991 y demás normas que la modifiquen o adicionen, el Decreto 663 de 1993 y demás normas que lo modifiquen o adicionen, la Ley 964 de 2005 y demás normas que la modifiquen o adicionen, las demás que señalen las normas vigentes y las que le delegue el Presidente de la República. El propósito más importante de la Superintendencia Financiera de Colombia es propender por la solvencia, disciplina y supervisión del Sistema Financiero de Colombia.

Tiene como objetivos estratégicos, fortalecer la gestión funcional de la SFC, desarrollar la supervisión basada en riesgos bajo la metodología MIS, fortalecer la supervisión consolidada, robustecer los requerimientos prudenciales para las entidades vigiladas, contribuir con mecanismos de inclusión y educación financiera, velar por la protección al Consumidor Financiero, apoyar el desarrollo del Mercado de Capitales, fortalecer la gestión administrativa, financiera y defensa judicial de la Entidad.

Es un organismo técnico adscrito al Ministerio de Hacienda y Crédito Público, con personería jurídica, autonomía administrativa y financiera y patrimonio propio. El Presidente de la República, de acuerdo con la ley, ejercerá a través de la

⁵ Información pública extraída de la página oficial de la Superintendencia Financiera, www.superfinanciera.gov.co

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

Superintendencia Financiera de Colombia, la inspección, vigilancia y control sobre las personas que realicen actividades financieras, bursátil, aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento o inversión de recursos captados del público. Tiene por objetivo supervisar el sistema financiero colombiano con el fin de preservar su estabilidad, seguridad y confianza, así como, promover, organizar y desarrollar el mercado de valores colombiano y la protección de los inversionistas, ahorradores y asegurados.

Sus funciones generales están establecidas en el decreto 2739 de 1991 y demás normas que la modifiquen o adicionen, el Decreto 663 de 1993 y demás normas que la modifiquen o adicionen, la Ley 964 de 2005 y demás normas que la modifiquen o adicionen, las demás que señalen las normas vigentes y las que le delegue el Presidente de la República⁶.

⁶ 1. Adoptar las políticas, metodologías y procedimientos para ejercer la supervisión de las entidades sometidas a la inspección, vigilancia y control de la Superintendencia.

2. Adoptar y proponer a las autoridades competentes, la regulación de interés para la Superintendencia y sus entidades vigiladas, así como las políticas y mecanismos que propendan por el desarrollo y el fortalecimiento del mercado de activos financieros y la protección al consumidor financiero.

3. Adoptar las políticas, metodologías y procedimientos para ejercer la supervisión de las entidades sometidas a la inspección, vigilancia y control de la Superintendencia en materia de protección al consumidor, conductas, transparencia e integridad del mercado.

4. Adoptar las políticas para prevenir el ejercicio ilegal de la actividad financiera, aseguradora y del mercado de valores.

5. Instruir a las instituciones vigiladas y controladas sobre la manera como deben cumplirse las disposiciones que regulan su actividad, fijar los criterios técnicos y jurídicos que faciliten el cumplimiento de tales normas y señalar los procedimientos para su cabal aplicación.

6. Instruir a las instituciones vigiladas sobre la manera como deben administrar los riesgos implícitos en sus actividades.

7. Dictar las normas generales que deben observar las entidades supervisadas en su contabilidad sin perjuicio de la autonomía reconocida a estas últimas para escoger y utilizar métodos accesorios.

8. Proveer información estadística a los mercados sobre la actualidad del sistema financiero, así como información a los consumidores financieros sobre los productos y servicios que ofrecen las entidades supervisadas, los derechos inherentes a estos y los mecanismos para hacerlos efectivos, cuando a ello haya lugar.

9. Ejercer las funciones de naturaleza jurisdiccional conferidas por la ley a la entidad.

10. Resolver los recursos de apelación interpuestos contra las sanciones impuestas por los Superintendentes Delegados Adjuntos y los Superintendentes Delegados.

11. Designar al Superintendente Delegado que estará a cargo de ejercer la supervisión comprensiva y consolidada, de las entidades que conforman un conglomerado financiero.

12. Establecer los casos en los que procede la consolidación de operaciones y de estados financieros de las entidades vigiladas, con otras entidades sujetas o no a la supervisión de la Superintendencia, con el fin de realizar una supervisión comprensiva y consolidada.

13. Declarar la situación de control o la existencia de grupo empresarial y ordenar de oficio o a solicitud de cualquier interesado, la inscripción de tales situaciones en el registro mercantil, cuando a ello haya lugar, con el fin de realizar una supervisión comprensiva y consolidada.

14. Autorizar, respecto de las entidades sujetas a inspección y vigilancia, su constitución y funcionamiento, las adquisiciones de sus acciones, bonos convertibles en acciones y de los aportes en entidades cooperativas, aprobar su conversión, transformación, escisión, cesión de activos, pasivos y contratos y objetar su fusión y adquisición.

15. Autorizar toda transacción que tenga por objeto o como efecto que una persona o grupo de personas, adquiera la calidad de beneficiario real respecto del diez por ciento (10%) o más de las acciones en circulación de una entidad vigilada por la Superintendencia, así como el incremento de dicho porcentaje.

16. Suspender o revocar el certificado de autorización de las entidades aseguradoras, en los casos previstos por la ley.

17. Adoptar cualquiera de los institutos de salvamento o la toma de posesión de las entidades sujetas a inspección y vigilancia.

18. Autorizar el establecimiento en el país de oficinas de representación de organismos financieros, reaseguradores e instituciones del mercado de valores del exterior.

19. Autorizar las inversiones de capital realizadas por las entidades vigiladas, efectuadas de manera directa o a través de sus filiales y subsidiarias, en entidades financieras, del mercado de valores, compañías de seguros, de reaseguros y en sucursales y agencias domiciliadas en el exterior, así como el incremento de dichas inversiones, que deban ser presentadas al Consejo Asesor.

20. Adoptar las políticas, objetivos y estrategias relacionadas con la administración de la Superintendencia.

21. Dirigir y adoptar la acción administrativa de la Superintendencia y el cumplimiento de las funciones que a esta corresponden.

22. Actuar como representante legal de la entidad.

3.1.2. Funciones del Autorregulador del Mercado de Valores AMV⁷

El 12 de junio de 2006 se constituyó la Corporación Autorregulador del Mercado de Valores con el objeto de adelantar todos los trámites y gestiones tendientes a obtener autorización por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia para actuar como organismo de autorregulación del mercado de valores en Colombia. La naturaleza jurídica adoptada para la entidad fue el de una corporación de carácter privado sin ánimo de lucro, de carácter nacional, que se rige por la Constitución, las normas civiles, la ley 964 de 2005 y las normas que la desarrollan, por sus estatutos y reglamentos y por los principios que se aplican a los organismos de autorregulación.

Cuatro días después de su creación, AMV radicó ante la Superintendencia Financiera de Colombia, la solicitud para obtener el certificado de autorización como organismo de autorregulación en los términos de la ley 964 de 2005 y el decreto 1565 de 2006. Así mismo, se adjuntaron los Estatutos y el Proyecto de Reglamentos de AMV, acompañados de los demás requisitos exigidos por el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero para obtener el certificado en mención. Después de llevarse a cabo la etapa de verificación, la Superintendencia Financiera autorizó a AMV para funcionar como autorregulador del mercado de valores, mediante la expedición de la Resolución número 1171 del 7 de julio de 2006.

Una definición sencilla y genérica de la autorregulación no sería otra cosa que los mecanismos mediante los cuales los agentes de cualquier negocio o industria se ponen de acuerdo en unas reglas de juego, cuyo incumplimiento tiene repercusiones de distinta índole y en donde no interviene el Estado. Es un elemento esencial a la industria bursátil, por la especialidad de las materias de ese mercado y por la rapidez y agilidad con que en el mismo se opera. El autorregulador en el mercado de valores generalmente emite normatividad, supervisa y vela por su cumplimiento y disciplina a sus miembros. Eventualmente puede desempeñar funciones de registro o arbitraje y conciliación. La autorregulación en el mercado de valores procura elevar los estándares profesionales y vela por un mercado íntegro y transparente donde exista libre formación

23. Nombrar, remover y distribuir a los servidores de la Superintendencia, de conformidad con las disposiciones legales.

24. Organizar grupos internos de trabajo, comités, comisiones e instancias de coordinación internas para el mejor desempeño de las funciones de la entidad, en línea con el marco de supervisión.

25. Aprobar el anteproyecto de presupuesto anual de la Superintendencia para su posterior incorporación al proyecto de Presupuesto General de la Nación.

26. Adelantar y resolver en segunda instancia los procesos disciplinarios respecto de aquellas conductas en que incurran los servidores y ex servidores de la Superintendencia.

27. Fijar las tarifas de las contribuciones que deban pagar las entidades vigiladas y controladas, de conformidad con la ley.

28. Las demás inherentes a la naturaleza del Despacho y que no correspondan a otras dependencias. (Funciones del despacho del superintendente, s.f. en internet)

⁷ El texto "funciones del autorregulador del mercado de valores" se ajustó a partir del documento "¿qué es autorregulación?" y la información pública que ofrece la web de la entidad, Véase: <http://www.amvcolombia.org.co/index.php?pag=home&id=1910> (consultado el 29 de junio de 2017).

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

de precios y condiciones adecuadas de seguridad para los inversionistas y para el público en general.

El concepto de la autorregulación está muy ligado a la característica que tiene el mercado de valores y bursátil de involucrar el interés público, tal como lo prevé el artículo 335 de la Constitución Nacional. Así mismo, este concepto trasciende asuntos de las empresas como su Gobierno Corporativo, la implementación de códigos de ética o de conducta, el control interno, etc. El objetivo último de la Autorregulación es la confianza y algunas de las muchas ventajas que justifican su existencia son:

- El marco regulatorio, la supervisión y la sanción es más eficiente por la cercanía con la actividad;
- Las reglas suelen ser más precisas y técnicas;
- La inclusión de estándares éticos y de conducta se hace más sencillo;
- El financiamiento privado es más flexible y efectivo, lo cual tiene grandes ventajas en tecnología, capacidad técnica, supervisión, visitas y cumplimiento de la normatividad;
- Generalmente el conocimiento especializado lo ubica más cerca a la curva de aprendizaje del mercado, que por sus características es muy dinámico, ágil e innovador.
- Su aceptación por parte de los actores puede ser más fácil en la medida en que participan directa o indirectamente.

Por regla general, genera mayor oportunidad en la supervisión y en la sanción.

Aunque existen antecedentes previos, más recientemente, desde la Ley 27 de 1990 donde se establece como obligación de las Bolsas de Valores contar con la existencia de un órgano social de fiscalización y vigilancia de las actividades de sus miembros, denominado Cámara Disciplinaria, que debía contar con una participación razonable y equitativa de miembros externos, y que debía representar a las entidades emisoras de valores inscritas, a los inversionistas institucionales y a otros gremios y entidades vinculadas a la actividad bursátil.

Con la Constitución de 1991 se consagró la actividad bursátil como de interés público y se facultó al gobierno para adecuar la Comisión Nacional de Valores a su nueva naturaleza de Superintendencia, por lo que el Decreto 2739 de 1991 creó la Superintendente de Valores. La Autorregulación se constituyó, entonces, en el mecanismo a través del cual las bolsas de valores cumplían con su responsabilidad fundamental, consistente en mantener el funcionamiento de un mercado bursátil

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

debidamente organizado, que ofreciera a los inversionistas y al público en general condiciones suficientes de seguridad, honorabilidad y corrección.

Antes de la entrada en vigencia de la ley de valores, podía afirmarse que la autorregulación en el mercado de valores era una obligación de las sociedades comisionistas de bolsa que se ejercía a través de las bolsas. La Ley 964 de 2005 entendió que la autorregulación comprende varias facetas como la facultad de adoptar normas sobre el funcionamiento de la actividad de intermediación en el mercado de valores; la función de verificar el cumplimiento de dichas normas y de las demás normas del mercado de valores y la función de imponer sanciones a quienes no las cumplan. Se amplió el ámbito de la autorregulación a todas las personas que realicen intermediación de valores obligando a los bancos, corporaciones financieras, compañías de financiamiento comercial, fiduciarias, fondos de pensiones y compañías de seguros, entre otros, a tener un ente autorregulador que cumpliera las siguientes funciones:

- Establecer procedimientos e iniciar de oficio o a petición de parte acciones disciplinarias por el incumplimiento de los reglamentos y de las normas del mercado de valores.
- Formular los cargos.
- Notificar a los investigados.
- Dar la oportunidad a los investigados para que se defiendan.
- Decretar, practicar y valorar pruebas.
- Determinar la posible responsabilidad disciplinaria de las personas investigadas.
- Imponer sanciones disciplinarias.
- Informar a la Superintendencia sobre las decisiones adoptadas.

El proceso disciplinario se rige por los principios de oportunidad, economía y celeridad y no se le pueden aplicar analógicamente otros procesos como el penal, el civil o el arbitral.

La disposición relativa a los procesos y acciones disciplinarias que se podrán dirigir tanto a los intermediarios del mercado de valores como a las personas naturales vinculadas a estos, se eleva a carácter de ley y por ende sube de categoría. Pese a que este alcance ya se encontraba en los reglamentos de las bolsas, al dejarlos explícitamente en la ley, el legislador envió un mensaje claro en el sentido que los autorreguladores deben supervisar y disciplinar también a las personas naturales que son

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

en últimas quienes incurrir directamente en las infracciones. Los organismos de autorregulación podrán negar o cancelar la inscripción de personas que hayan sido expulsadas de alguna bolsa o de otros organismos de autorregulación o de un miembro que presente dificultades financieras o realice prácticas que pongan en peligro la seguridad de los inversionistas, a otros agentes del mercado o a la misma entidad de autorregulación. En estos eventos, se deberá informar previamente a la Superintendencia Financiera.

3.1.3. Funciones de la Bolsa de Valores de Colombia BVC⁸

La Bolsa de Valores de Colombia (BVC) es el aliado estratégico del sector financiero y bursátil en servicios de negociación, tecnología, información, y compensación y liquidación. La BVC es una bolsa multi-producto y multi-mercado que administra los sistemas de negociación y registro de los mercados de acciones, renta fija, derivados, divisas, OTC y servicios de emisores. También provee soluciones tecnológicas especializadas para el sector financiero, genera información centralizada de mercado y valoración de activos. Además participa en toda la cadena de valor de la industria bursátil a través de participaciones accionarias en el Depósito Centralizado de Valores (Deceval), la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC) y en la Cámara de Compensación de Divisas (CCDC).

La Bolsa de Valores de Colombia S. A. es un establecimiento mercantil de carácter privado, constituido como sociedad anónima del cual puede ser accionista cualquier persona natural o jurídica, salvo que las normas que rigen a dicha persona no se lo permitan. Cada una de las sociedades comisionistas miembros debe poseer un número de acciones no inferior al que establezca el reglamento de la bolsa, y en ningún caso un mismo beneficiario real podrá tener una participación superior al diez por ciento (10%) del capital suscrito de la bolsa.

La Bolsa de Valores de Colombia S.A. pone en contacto a oferentes y demandantes de títulos valores mediante la intervención de instituciones especializadas y autorizada para ello, las sociedades comisionistas de bolsa. Es vigilada por la Superintendencia Financiera, entidad adscrita al Ministerio de Hacienda y Crédito Público, quien suministra el marco conceptual, normativo y regulatorio dentro del cual pueden realizarse las transacciones en el mercado público de valores, así como las pautas de actuación de la bolsa, de las sociedades comisionistas y de sus funcionarios.

⁸ Información extractada de la página oficial de la bolsa de valores de Colombia.

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

La Bolsa de Valores de Colombia S.A. es una institución clave para el desarrollo de la economía puesto que facilita el financiamiento de diversas actividades económicas, como las que desarrolla el sector real, conformado por empresas industriales, comerciales y de servicios, las cuales permanentemente requieren recursos para adelantar su tarea productiva. Su función principal es canalizar los recursos del público hacia la inversión en empresas (sociedades anónimas), mediante su capitalización, función que se considera como la de mayor importancia para la economía.

3.2. Análisis de la nueva regulación en Colombia

La crisis bursátil del año 2012, protagonizada por la quiebra de la Sociedad Comisionista de Bolsa Interbolsa S. A. (en adelante Interbolsa scb) encendió las alarmas en torno a la importancia de los conglomerados financieros para la estabilidad del contexto económico local y global, siguiendo la línea de lo considerado por The Joint Forum en 2012, sobre el deber ser en la supervisión de conglomerados financieros. Igualmente mostró que la mixtura en la composición de tales, donde concurren actividades reguladas y no reguladas, advierte los desafíos para la supervisión específica de conglomerados (Aguirre, 2016, 4).

El Decreto 663 de 1993, Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, contiene las funciones asignadas a las entonces Superintendencias Bancaria y de Valores, disposición que es aplicable siempre que no sea contraria a lo dispuesto en el Decreto 4327 del 2005, “por el cual se fusiona la Superintendencia Bancaria de Colombia en la Superintendencia de Valores y se modifica su estructura” y se crea la SFC, como resultado de la fusión de la Superintendencia Bancaria de Colombia en la Superintendencia de Valores. El Decreto 4327 del 2005 prescribe el objeto y las funciones generales del organismo de supervisión, entre otros aspectos, siendo la Superintendencia Financiera de Colombia la entidad mediante la cual el Presidente de la República ejerce la inspección, vigilancia y control sobre aquellos que realicen las actividades financiera, bursátil, aseguradora, y toda aquella relacionada con el manejo, aprovechamiento o inversión de recursos captados del público. La aludida fusión que dio origen a la nueva entidad es el resultado de lo proyectado en la Ley 964 de 2005, conocida como ley marco del mercado de valores (Rosillo, 2004).

De igual manera, la Ley 964 de 2005 establece como funciones adicionales del supervisor del mercado de valores las siguientes: instruir a las entidades vigiladas sobre el adecuado cumplimiento de las normas legales aplicables en la materia, así como señalar criterios y procedimientos que permitan su cabal aplicación; vigilar que sean

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

cumplidas las disposiciones adoptadas por el Banco de la República en relación con las personas sujetas a su inspección y vigilancia permanente; y suspender la negociación de valores, cuando exista temor fundado de daño a los inversionistas o al mercado de valores, entre otras.² De otro lado, la supervisión puede ser realizada bajo dos esquemas: el especializado y el integrado. El primero se caracteriza por la existencia de varias agencias donde cada una se ocupa de manera especializada de la supervisión de asuntos bancarios, otra de seguros y otra de valores. El segundo se distingue por la existencia de un megasupervisor, el cual integra las agencias que se ocupan por separado de la supervisión de los distintos mercados financieros (Rosillo, 2004)

Con la Ley 964 de 2005 se establecieron los objetivos y criterios de la intervención del Gobierno Nacional en el mercado de valores, y se fijaron competencias al supervisor, concebido como un megasupervisor para el sistema financiero amplio, como resultado de la integración de las superintendencias existentes para entonces, que fue proyectada en esta norma (Blanco, 2011)

Según Aguirre, así fue como a través del Decreto 4327 de 2005, hoy incorporado en el Decreto 2555 de 2010, se reemplazó el tradicional esquema especializado de supervisión, para entronizarse en el integrado, según las consideraciones consignadas en el Decreto 4327 de 2005. Tal fusión se dio principalmente por las razones que enseguida serán objeto de análisis y crítica:

- Austeridad fiscal: para el entrante gobierno de entonces resultó eficiente disminuir los diecisiete ministerios existentes a trece, naturalmente reduciendo el presupuesto de estos, y pasar a concentrar las funciones de las entonces Superintendencia de Valores y la Superintendencia Bancaria, en una sola entidad.
- Eficiencia administrativa: se persiguió concentrar las funciones no solo de los ministerios suprimidos en nuevos multiministerios creados, sino de las entonces Superintendencia de Valores y Superintendencia Bancaria en una nueva entidad, con el fin de hacer más eficiente la supervisión de los vigilados por las anteriores entidades (2016, 8).

Frente al particular cabe decir que dicha eficiencia administrativa se funda en la tesis consistente en que el esquema de supervisión integrado en una sola autoridad facilita vigilar de manera comprensiva y consolidada a los conglomerados o grupos financieros, incluyendo sus operaciones internacionales, con el fin de prevenir los riesgos sistémicos más efectivamente (Rosillo, 2004).

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

En el mismo sentido, el Consejo Nacional de Política Económica y Social (Conpes), en documento Conpes 3399 del 28 de noviembre de 2005, justificó la reforma en los profundos cambios que había sufrido el sistema financiero en los últimos diez años, y con esto la dinámica de las operaciones y los riesgos implícitos (Conpes, 2005). Por lo tanto, el ajuste institucional condujo a una transición de la concepción de supervisores diferentes sustentada en la distinción de actividades y agentes que participan en ellas, hacia una institución que reconoce la integración de los mercados y la creciente participación de los distintos agentes del sistema en los mercados de activos financieros (Conpes, 2005).

El impasse de Interbolsa ha servido para que las autoridades financieras revisen el marco normativo existente, buscando posibles “rendijas” de elusión, al tiempo que los jueces y la fiscalía completan sus investigaciones referidas a claras violaciones de las leyes existentes. Fue así como el gobierno expidió el Decreto 2878 de diciembre de 2013, con el fin de fortalecer la regulación de las operaciones repo, simultáneas y Transferencias Temporales de Valores (TTVs). En términos generales, dicha norma busca mejorar la transparencia, las garantías y la seguridad operativa, acogiendo nuevos estándares internacionales sobre la materia, en el llamado mundo pos-Lehman (2008) (Clavijo, 2014, 1).

El Decreto 2878 de 2013 del Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) estableció un régimen de garantías para los repos y sus límites de exposición, aspectos que venían siendo fijados directamente por la Bolsa de Valores de Colombia (BVC). De esta manera, el MHCP considera que se acotarán posibles conflictos de interés hacia el futuro en el mercado monetario y bursátil.

Con relación a las garantías, se busca contar con colaterales de mayor calidad que permitan mitigar posibles incumplimientos. Para ello, se establecen las siguientes disposiciones:

Se estableció que los repos negociados en el mercado mostrador (Over The Counter-OTC) por cuenta propia o de terceros se rigen por las disposiciones ya comentadas. No obstante, aquellos repos que se compensen -liquiden a través de una Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC) estarán sujetos al régimen de garantías establecido por dicha entidad.

- Límite máximo consolidado: El valor de todos los compromisos derivados de las mencionadas operaciones no podrá ser superior al equivalente de 14 veces el patrimonio técnico del respectivo intermediario de valores.
- Límite por tipo de valor: Los compromisos asociados a títulos de renta fija no pueden superar 14 veces el patrimonio técnico del intermediario de valores. Con relación a los activos de renta variable, sus compromisos no pueden sobrepasar 7 veces el patrimonio técnico. En todo caso, el total de compromisos (en renta fija y renta variable) no puede superar el límite máximo consolidado.

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

- Límite máximo por cuenta de un mismo tercero : Los compromisos por cuenta de un mismo tercero no pueden superar el 30% del patrimonio técnico del intermediario de valores.
- Límite por especie : Los compromisos sobre una especie de renta variable no pueden superar el 100% del patrimonio técnico .
- Límites en operaciones sobre valores emitidos por vinculados : Los compromisos asociados a títulos emitidos por entidades vinculadas al intermediario de valores no pueden superar, de manera agregada, el 200% de su patrimonio técnico . En el caso de los compromisos referidos a una misma especie emitida por un vinculado, éstos no pueden sobrepasar el 50% del patrimonio técnico.

Si alguno de los anteriores límites es incumplido , el intermediario de valores debe suspender inmediatamente la realización de nuevas operaciones por cuenta de terceros . Adicionalmente, debe elaborar un informe en el cual describa las medidas utilizadas para restablecer los límites y evitar que dicha situación vuelva a ocurrir . Este informe debe ser enviado a las BVs, a los sistemas, al Autorregulador del Mercado de Valores y a la SFC. (Clavijo, 2014, 3).

Si bien varias de las regulaciones ya existían. Fue necesario que se presentara la crisis y el abuso del uso de los repos, para que se introdujeran límites adicionales con el fin de evitar excesivos apalancamientos , siendo las medidas más relevantes los nuevos límites sobre especies

La responsabilidad del fracaso de Interbolsa se considera responsabilidad de la SFC, que vio pasar varias situaciones que por demás eran llamativas: una compleja autorización de escisión, fusión y nueva licencia para la SCB; muy pocas sanciones en un largo período, por conductas que, luego se evidenció, continuaron después de la sanción, y que en algunos casos involucraban a clientes; un número significativo de alertas por parte del AMV por cuestiones relacionadas con las órdenes de los clientes y las operaciones que tenían que ver con los repos adelantados por la firma, y la incapacidad de vigilar a los conglomerados financieros que involucran a entidades por fuera del ámbito de supervisión de la entidad (Blanco, 2014, 140).

En lo que concierne a la SCB es notable la actuación de la red de seguridad del sistema financiero al momento de la crisis, conformada, además de por la SFC, por el MHCP, el BR y FOGAFIN. E igualmente, se reliva la actividad coordinada desarrollada por las “autoridades” privadas del mercado, como son la BVC y DECEVAL, en la culminación de las operaciones que se encontraban abiertas al momento de la intervención de la firma. El trabajo deja más preguntas que respuestas. Sin embargo, lo acontecido induce a pensar que sería conveniente realizar una revisión de las estructuras y competencias de supervisión a fin de aumentar la capacidad de supervisión estatal de intervenir antes de que se materialice una crisis; mejorar las

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

competencias en el caso de la supervisión de conglomerados; evaluar y mejorar la suficiencia de las sanciones administrativas para prevenir conductas contra el mercado; revisa las competencias de sanción de la bolsa en el caso de las operaciones de reporto; eliminar, si es del caso, la figura del contralor normativo, y evaluar el papel de las revisorías fiscales (Blanco, 2014, 140)

3.3. El caso Interbolsa

Según estudios del profesor Camilo Díaz (2013), coordinador de la Unidad de Análisis del Mercado Financiero (UAMF), adscrita a la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional de Colombia, Interbolsa SCB ocupó el primer lugar en utilidades en el país, con ganancias de catorce mil setecientos nueve millones de pesos para el cierre del tercer trimestre del año 2012. Interbolsa SCB era parte del Grupo Interbolsa, donde también estaban firmas comisionistas de bolsa en Brasil, Panamá y Estados Unidos; una sociedad administradora de inversión (SAI), Acercasa, que era un intermediario de seguros y portafolio de inversiones propias, entre ellas precisamente se contaban sus posiciones en acciones de Fabricato (Díaz, 2013).

En agosto de 2012, la sociedad comisionista de bolsa SCB Interbolsa, tenía activos valorados en \$1,5 billones. Su participación en el mercado bursátil era de 34% siendo el operador con mayor concentración. A través de varias herramientas y en particular el uso del contrato de reporto (Adquisición de un crédito a corto plazo con acciones como respaldo) logró que las acciones de *Fabricato* pasaran de mano en mano aumentando su bursatilidad y generando una valorización ficticia de su precio. Se realizaron indiscriminadamente *operaciones de reporto*, con las que se consiguió el volumen de liquidez necesario para que el precio de las acciones subiera sin un respaldo en las operaciones de la empresa como productora de textiles. Todo lo anterior ocurrió frente a los ojos de la Superintendencia Financiera de Colombia SFC, el Autorregulador del Mercado de Valores AMV y la Bolsa de Valores de Colombia BVC entidades encargadas de la regulación, control y vigilancia del mercado bursátil colombiano.

Según revista semana (01/2013), los 14 elementos más destacados que motivaron la caída de Interbolsa fueron:

- 1-Manipulación de acciones por la red InterBolsa
- 2- Operaciones riesgosas y ‘autopréstamos’ no reportados en los balances del Fondo Premium Capital
- 3- Control de InterBolsa sobre Fondo Premium Capital

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

- 4- Conocimiento de operaciones riesgosas por parte de miembros de Junta Directiva de InterBolsa
- 5- Información engañosa al público
- 6- No aparecen \$15.000 millones de corredores de InterBolsa
- 7- Triangulación de dineros con la clínica Candelaria I.P.S
- 8- Movimientos de dineros sospechosos, o no consentidos por los clientes
- 9- Fraude e información engañosa a nuevos inversionistas
- 10- Falsificación de firmas y extractos de InterBolsa
- 11- Insolvencias provocadas
- 12- Lavado de activos en comisionistas colombianas
- 13- Evasión tributaria
- 14- Los negocios cruzados

Según Cristina Peña⁹ funcionaria de la SFC entrevistada, las entidades de control que deberían estar al tanto de la situación eran la SFC e indirectamente la superintendencia de sociedades quien también debió haber reconocido la dinámica al interior de Fabricato como sociedad, a la vez, el autorregulador del mercado de valores AMV y la Bolsa de Valores de Colombia. Según comentó la funcionaria, todos los días las entidades vigiladas entregan reportes a la SFC y las alertas debieron ser recurrentes en las pantallas de vigilancia.

Según el AMV, cuando comenzaron a darse las alertas, enviaron a la SFC la información del caso para tomar medidas pero no hubo ningún tipo de intervención. Sin embargo, la gran cortina de humo fue el fondo Premium, ya que no era vigilado por la SFC en la medida en que al no estar ubicado en jurisdicción colombiana, la SFC no tenía competencia.

El exprocurador Ordoñez hizo mención a que el AMV alertó al superintendente delegado para el sector del mercado de capitales, Luis Fernando Cuadrado Zafra, sobre las anomalías presentadas, pero no hizo nada por frenarlas. (Dinero, 2013).

Explica Peña que con el *roll over* de las acciones lo que ocurre es que se sube el precio, con lo que se capitalizan ampliamente y posteriormente generan un precio ficticio de las acciones en el mercado bajo el supuesto de que las acciones de *Fabricato* tendría respaldo a la luz del crecimiento de la empresa dado el TLC con EEUU.

⁹ Cristina Peña, Asesora de la Superintendencia Financiera, analista de riesgo y liquidez.

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

En entrevista con Natalia Sierra,¹⁰ considera que la responsabilidad del AMV puede ser mayor ya que su espectro es más grande porque dado que él no sólo regula, sino que también supervisa y sanciona, el AMV tiene las funciones disciplinarias que anteriormente se encontraban en la sala disciplinaria de la bolsa de valores. Cuando la Bolsa de Valores pierde esas facultades, primero pasa a la supervalores, luego se unifican con la Superintendencia Financiera y pasan a ser funciones del AMV y dado que su obligación es hacer seguimiento a todos los intermediarios del mercado, él tenía que haber mirado con mucho cuidado a la comisionista de bolsa cuando estaba haciendo esta clase de operaciones. La bolsa tiene responsabilidad desde sus sistemas de negociación porque allí se transaban, entonces allí podría haberse enterado y seguramente fue el primero que se enteró de lo que estaba pasando, por que el AMV veía pasar a través de sus sistemas las operaciones y tenía que haber tenido señales de alerta que le dijeran esta acción está en este estado y se está transando en el mayor porcentaje de precio o algo similar. Él tenía la información de la comisionista y de las posiciones de la comisionista y podría darse cuenta en dónde se estaba exponiendo.

El AMV también podría haber visto la estrategia que podría estar tomando las juntas directivas con relación a la estrategia que estaban haciendo con esas operaciones. En opinión de la entrevistada, el espectro de la AMV era muy superior porque podía haber pedido información tanto de la BVC como de la SFC y podía haber ido incluso de visita a Interbolsa para ver qué era lo que estaban haciendo con las acciones de *Fabricato*. Podía haber entrado allí a investigar no intervenir porque eso lo hace sólo la SFC, pero si investigar y según lo que encontrara y la gravedad del asunto sancionar. El AMV nace con la Ley 964 de 2005, (ley del mercado de valores) se le otorgan funciones y se dispone la creación de los autorreguladores del mercado que se requieran, quienes podrán sus propios reglamentos y serán vigilados por la SFC.

Según el profesor Camilo Díaz, la crisis del año 2012 le mostró al regulador colombiano que los mercados son volátiles e inestables, así mismo que el mercado global no cuenta con un sistema de alertas tempranas que pueda avisar posibles desbalances en el mercado, verbigracia el mercado accionario no cuenta con un índice de repos en relación con la capitalización del mercado, al igual tampoco hay regulación sobre el monto máximo de apalancamiento de una persona natural o jurídica (Díaz, 2013). El Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) como regulador económico y la Bolsa de Valores de Colombia como administradora del mercado de valores, deben idear indicadores de riesgos que permitan detectar fácilmente la presencia de apalancamientos excesivos en el mercado, formular límites al apalancamiento con relación a la capitalización bursátil del mercado y de cada especie

¹⁰ Abogada asesora de la vicepresidencia jurídica de Davivienda

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

en particular, e incluso permitir que sea la Cámara Central de Riesgo de Contraparte quien liquide y compense las operaciones repo, evitando el incumplimiento de alguna de las partes en la operación (Díaz, 2013).

En efecto, hacia el 10 de mayo de 2013 el MHCP anunció que la regulación en materia de repos ya no estaría en cabeza de la Bolsa de Valores de Colombia y pasaría a estar a cargo de dicho Ministerio, haciendo énfasis en aspectos tales como el régimen de garantías, pues en adelante solo podrán utilizarse como garantías para operaciones repo títulos tes, acciones de alta bursatilidad que formen parte de un índice bursátil o dinero en efectivo; además dichas garantías deben encontrarse libres de cualquier gravamen. De implementarse esta medida evidentemente se reduce el apalancamiento, pues los títulos que fueron adquiridos con liquidez provista por operaciones repo ya no pueden ser usados para nuevas operaciones repo como garantía. Este anuncio se presentó como el contenido de un proyecto de decreto, que desembocó en la expedición por parte del mhcp del Decreto 2878 del 11 de diciembre del 2013 (Díaz, 2013), “Por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 en relación con las operaciones de reporto o repo, simultáneas y transferencia temporal de valores y se dictan otras disposiciones” (Aguirre, 2016, 8).

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

Conclusiones

En el actual contexto de globalización donde se reconocen toda serie de transacciones internacionales y triangulaciones legales e ilegales como Panamá papers, lista Clinton, entre otras, es fundamental ampliar el horizonte normativo para prevenir situaciones similares posteriormente. Dado el volumen de transacciones internacionales y considerando que las fronteras nacionales son cada vez menos evidentes en términos comerciales se requiere actualizar las normas y hacerlas compatibles con la dinámica de la globalización. Si bien no existe en Colombia mucha experiencia en mercado bursátil, ni hay respeto por los clientes del sistema financiero teniendo un sistema atropellador y unas entidades vigilantes que no son suficientemente eficientes, se requiere una armonización en materia de protección al consumidor financiero y un nuevo esquema de control del mercado financiero.

La operación repo es un sistema ágil y efectivo de financiamiento que tiene bajo riesgo cuando se encuentra debidamente regulada, controlada y estructurada, en la medida en que se tengan contratos muy precisos en los que se detalle la operación y siempre se obtenga el control mediato o inmediato de los títulos, por lo que debe obrarse con prudencia y sobre todo conociendo los efectos jurídicos y patrimoniales que devienen de la operación.

El problema que se plantea en la monografía es un problema de organización dentro de un marco institucional, en donde una de las situaciones documentadas como infracciones tiene que ver con los repos realizados sobre las acciones de fabricato, en donde la regulación era suficiente para limitar las consecuencias negativas hasta el momento conocidas, ya que no se buscaba liquidez sino otro tipo de intereses. Sin embargo, como suele ocurrir, después de que hay una crisis el regulador actúa endureciendo la regulación.

El Decreto 2878 de 2013 ha fortalecido la regulación de las operaciones del mercado monetario (repos, simultáneas y TTVs), acogiendo lineamientos internacionales sobre la materia. En particular, esta norma define un régimen de garantías para dichas operaciones y establece límites a las exposiciones de terceros. También busca elevar sus estándares de revelación de información y de gestión de riesgo. Frente a este último aspecto, cabe destacar los incentivos que se otorgan para las operaciones que se compensen-liquiden a través de Cámaras de Riesgo de Contraparte, las cuales no computan para los límites prudenciales de los clientes de los intermediarios de valores. Hacia el futuro, se espera que la nueva regulación de las

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

operaciones del mercado monetario mejore su transparencia y controles de riesgos . En el caso de los repos sobre acciones , dichas mejoras deberían verse reflejadas en una reactivación de sus volúmenes negociados . Esta mayor utilización posicionaría a los repos como herramientas indispensables para el adecuado funcionamiento del mercado de capitales local y contribuiría a su proceso de desarrollo y profundización .

La crisis del año 2012 debe tenerse como la oportunidad de plantear diferentes visiones acerca del rol del Estado en esta materia, en aras de contribuir desde la academia a la consecución de los fines misionales previstos, mediante balances y diagnósticos que lleven a disminuir la ocurrencia de nuevos eventos de este tipo.

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 335 de la Constitución Política de Colombia la actividad financiera, bursátil y aseguradora, y cualquiera que involucre la gestión, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público, es de interés público y solo puede ser ejercida con previa autorización del Estado dentro de sus atribuciones de intervención en esta actividad, con arreglo a lo dispuesto en la ley respecto a supervisión, regulación y autorregulación. Es decir, que en el sector financiero los agentes solo podrán realizar las actividades que les estén autorizadas en la ley y actos administrativos, respondiendo a la denominada teoría de los estatutos especiales (Aguirre, 2016, 15).

De acuerdo con la profesora Constanza Blanco (2014), la regulación debe avanzar hacia un modelo basado en riesgos, cuyo propósito es que los agentes que manejan el ahorro público no traspasen una línea de riesgo catastrófico, que ha sido trazada por las autoridades y que bien podría conducir a una crisis sistémica. Esta visión de la regulación plantea que la supervisión ex post, donde el supervisor determina el grado de severidad sancionatoria por el incumplimiento de los estatutos, códigos y reglamentos, da paso a una supervisión ex ante en la que se establece la probable magnitud del incumplimiento, que puede ir de leve a severa, y trata de anticiparlo mediante la imposición de límites de exposición al riesgo que permitan pasar de una supervisión con carácter reactivo a una con carácter realmente preventivo. El modelo de regulación basada en riesgo corresponde a una visión de la regulación donde el supervisor pretende que los agentes identifiquen en forma correcta, y mitiguen y controlen adecuadamente el riesgo de sus negocios, lo que permitiría que el supervisor actúe de manera preventiva a la ocurrencia de dichos riesgos (Blanco, 2014).

El Gobierno Nacional mediante la expedición del Decreto 2878 del 11 de diciembre del 2013 asumió esta visión de la regulación en materia de límites al apalancamiento y garantías admisibles en materia de repos, con el propósito de

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

establecer reglas de juego, al igual que mitigar los incumplimientos y los efectos sistémicos (Aguirre, 2016, 19).

Aunque las normas existen, se actúa luego de que ocurran los acontecimientos. El control y vigilancia sirven para prevenir y la regulación se debe aplicar, por lo mismo, en el momento en que Colombia aprenda de su instinto y de su historia, podrá interpretar su realidad y formular políticas que generen “el país que nos hemos negado” en el marco de una sociedad que salga adelante y haga frente a la dinámica del mundo. Si continuamos copiando sin leer nuestro entorno, ni comprender nuestro contexto, seguiremos girando en círculos sin rumbo y sin futuro (Rojas, 2007, 89).

Se logra reconocer que a pesar de que Colombia tiene un exceso de normatividad, su aplicación no es tan eficiente. Los resultados de la ejecución de las normas no sirvieron para evitar la crisis en 2012. Si bien, el contrato de reporto sigue siendo en la actualidad un contrato poco conocido, la modificación del decreto 2555 de 2010, con la incorporación de mejoras en su modo de aplicación a la luz del decreto 2878 de 2013, pueden funcionar para favorecer el ejercicio de las herramientas financieras que surgen a diario dada la rapidez de los mercados. Al identificar los elementos esenciales y los requisitos de existencia y validez del contrato de reporto se logró evidenciar la particularidad con la que debe tratarse y la manera con la que la legislación colombiana hizo sus aproximaciones.

Queda siempre la posibilidad de hacer mejor seguimiento al cumplimiento de la Ley para prevenir situaciones tan lamentables como las acontecidas en la crisis mencionada, sin desconocer que los atributos del contrato de reporto pueden hacer que su uso, tal como en otras latitudes, sea cada vez más frecuente y facilite el crecimiento del mercado de valores en Colombia.

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

Bibliografía

Arata, C., (s.f), *Naturaleza jurídica del contrato de reporte*, Themis, Lima.

Aguirre, D., (2016). *La supervisión de conglomerados financieros en el marco de la crisis bursátil del año 2012*. En: Revista de Derecho Privado, n.55, Universidad de los Andes, Bogotá.

Ariño, G., (2008), *Principios de derecho público económico*, Universidad Externado de Colombia, Bogotá

Arrubla et Al. (2007), *Regulación financiera y bursátil y derechos del consumidor*, Biblioteca Jurídica DIKE, Bogotá.

Banco de la república (s.f.) *Qué son las operaciones repo*, disponible en: <http://www.banrep.gov.co/es/contenidos/page/qu-son-las-operaciones-repo> (consultado el 28 de mayo de 2017)

Bastidas, A., (s.f.), *Significado y sentido de la fundamentación epistemológica: una herramienta para la investigación en educación superior*.

Blanco, C., (2012). *La información como instrumento de protección de los consumidores, los consumidores financieros y los inversionistas consumidores*, en: Opinión Jurídica. ene-jun Vol. 11, p135-152.

.....(2013). *Development planning: Economic, political o legal issue?*, En: Opinión Jurídica. jul-dic, Vol. 12 pp. 169-187. Universidad de Medellín

..... (2014). *Órganos de vigilancia y la crisis bursátil de 2012 en Colombia*, en: Revista Contexto, Universidad Externado de Colombia, • n.º 41 • enero-junio

BNValores, (s.f.). *Reporto tripartito*, disponible en: <https://www.bnvalores.com/app/infobursatil/HTML/reportos.html> (consultado el 23 de junio de 2017).

BVC, (s.f.). *Repo, qué es y cómo funciona*, disponible en: <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc> (consultado el 29 de junio de 2017).

Camacho, J., (2013). *Un mundo riesgoso: sobre contratos derivados y crisis económicas* Inciso, v.15.

....., (2016). *El papel de las instituciones de control financiero sobre los derechos humanos en el contexto latinoamericano*. En: Revista de Direito Internacional, Brasília, v. 13, n. 1, pp. 156-168

Caraballo, N., Domínguez Y., Henao I., Perdomo N., Ruiz S., (2003) *El contrato de reporte*, Caracas.

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

Cárdenas, Abel (2015), El arbitraje en Colombia es de talla mundial, en: portafolio, <http://www.portafolio.co/economia/finanzas/arbitraje-colombia-talla-mundial-37224> (consultado el 10 de junio de 2017)

Clavijo, S., (2014) *Nueva regulación sobre operaciones repo en Colombia*, en: Enfoque, mercado de capitales, n.78, ANIF, Bogotá

Dabove, I., (s.f.) *El Derecho como complejidad de saberes diversos*, disponible en: http://www.der.unicen.edu.ar/uploads/ingreso/libre/diciembre/3.Dabove.El_derecho_como_complejidad_de_saberes_diversos.pdf, (consultado el 29 de junio de 2017)

DECEVAL, (s.f.): *Historia y funciones*, disponible en: <https://www.deceval.com.co/portal/page/portal/Home>, (consultado el 29 de junio de 2017)

Díaz, C., (2013). *Anotaciones sobre el caso Interbolsa*, disponible en: http://www.fcenew.unal.edu.co/index.php?option=com_content&task=view&id=1474&Itemid=1/ (consultado el 23 de junio de 2017)

Ferrajoli, L., (2004). *Epistemología jurídica y garantismo*, Fontamara S.A., México.

Galarza, J., Luciani, J., (2006), *Naturaleza jurídica del contrato de reporto*, Caracas.

Gaviria, J., (2013). *Obstáculos y riesgos para una exitosa interacción entre Derecho y economía en Colombia*, en: con-texto, revista de derecho y economía , n. 39, enero-junio, pp. 13-40, Universidad Externado de Colombia, Bogotá.

Giraldi, (2000). *Introducción al estudio de los contratos bancarios*, México.

Gray, s., Talbot, N., (2006), *Operaciones monetarias*, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, México.

Klimovsky, G., (1994). *Las desventuras del conocimiento científico: Una introducción a la epistemología*, A-Z Editora, Buenos Aires.

Leal, H., (1990). *Contratos Bancarios*, Librería el profesional, Bogotá.

Isern, M., (2005). *La estructura de las revoluciones científicas en el Derecho. Una aproximación*, en: “Revista Telemática de Filosofía del Derecho”, www.filosofyaderecho.com/rtfd.

Maldonado, C., (2007). *De la ciencia a la filosofía y viceversa*, en: Cuestiones de Filosofía No. 9, Tunja.

Medialdea, B., Sanabria A., (2013), *La financiarización de la economía mundial : hacia una caracterización*, en: Revista de Economía Mundial, v. 33, p. 195–227.

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

Mejía, O., (2006). *Elementos para una reconstrucción del estatuto epistemológico de la filosofía del derecho*, en: Humanitas (No. 33), Nuevo León: Centro de Estudios Humanísticos, Universidad Autónoma de Nuevo León, México.

Mendoza, A., (1999). *El contrato de reporto*, en: Derecho Civil y Comercial, Editado por Universidad del Rosario, Bogotá.

Messineo, F., (1979). *Manual de derecho civil y comercial*, Tomo V, No 141-5, Ediciones jurídicas Europa-América, Buenos Aires.

North, D., (2006). *Instituciones, cambio institucional y desempeño económico*. Fondo de Cultura Económico, México.

Ospina, G., Ospina E., (2000). *Teoría general del contrato y del negocio jurídico*, Temis, Bogotá.

Pinzón, M., (2010). *Aproximaciones al análisis económico del derecho*, Universidad Externado de Colombia, Bogotá.

Rendón, A., (s.f.): *Hacia un nuevo paradigma de la ciencia del derecho*, en: Revista Amicus Curiae, Año IV, No3, México.

Revista de derecho privado, (1991). *Usufructo, prenda, anticresis y reporto de acciones*, Universidad de los Andes, Vol. 5, N. 9, Capítulo 5, Temis, Bogotá.

Rodríguez, S., (2002). *Contratos Bancarios, su significación en América Latina*, Legis, Bogotá.

Rodríguez, A., Undurraga, S., (1987). *Los bienes y los derechos reales*, tomo I, Nos 96, Imprenta universal, Santiago de Chile.

Rojas, H., (2007), *Made in the world is better: las misiones económicas en Colombia y nuestro descreimiento ancestral*, en: revista de la facultad de ciencias económicas Vol. XV- No 1, Jun, Universidad Militar Nueva Granada, Bogotá.

.....(2014a), *Comercio no ayuda*, en: Cuando el sur piensa el sur, Universidad Externado de Colombia, Bogotá.

.....(2014b), *Le capitalisme socialiste à la chinoise*, Éditions Universitaires Européennes, Paris.

Rosillo, M., (2004). *Arreglos institucionales para la regulación y la supervisión financiera: la integración de la supervisión financiera en Colombia*. En: Revista de derecho privado, n.32, Universidad de los Andes, Bogotá.

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

Semana.com., (01/2013), *Los 14 'pecados' de InterBolsa*, disponible en: <http://www.semana.com/economia/articulo/los-14-pecados-interbolsa/329832-3> (consultado el 29 de junio de 2017)

SFC., (s.f.). *Contrato de reporto*, disponible en: <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?lServicio=Buscador&lTipo=busqueda&lFuncion=BuscadorArchivos&idRecurso=15662> (consultado el 28 de mayo de 2017)

..... *Funciones del despacho del superintendente*, disponible en: <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?lServicio=Publicaciones&lTipo=publicaciones&lFuncion=loadContenidoPublicacion&id=20189> (consultado el 29 de junio de 2017)

Sunstein, C., (2009), *Leyes de miedo: más allá del principio de precaución*, Katz Editores, Madrid.

Taleb, N., (2008), *El Cisne Negro: el impacto de lo altamente improbable*, Paidós Ibérica S.A, Barcelona.

UEC, (2000). *Colección de derecho económico: Homenaje a Enrique Low Murtra*, Universidad Externado de Colombia, Bogotá.

UGC, (s.f.). *Líneas de Investigación*, Dirección de Investigación, Facultad de Derecho, Universidad La Gran Colombia, Bogotá.

Velez, C., (1990). *El contrato de reporto*, en: Revista de derecho privado, Vol. 4, Universidad de los Andes, Temis, Bogotá

Fuentes jurídicas

Colombia, (2005), Consejo Nacional de Política Económica y Social. (Noviembre 28 de 2005). Documento Conpes 3399. *Programa de renovación de la administración pública: reforma de la institucionalidad para la regulación y la supervisión de los mercados financieros*

Colombia, (2017), Constitución Política de Colombia, Ed. 37, Legis, Bogotá.

Colombia, (2017), Código Civil, Ed. 38, Legis, Bogotá

Colombia, (2016), Código de Comercio, Ed. 36, Legis, Bogotá

Colombia, Decreto 663 del 2 de abril de 1993, *Por medio del cual se actualiza el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero y se modifica su titulación y numeración.*

Colombia, Decreto 2555 del 15 de Julio de 2010, *Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones.*

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

Colombia, Decreto 2878 de 11 de diciembre de 2013), *Por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 en relación con las operaciones de reporto o repo, simultáneas y transferencia temporal de valores y se dictan otras disposiciones.*

Colombia, SFC, Circular Externa 018 de marzo de 2007, *De las operaciones del mercado monetario y de las operaciones relacionadas con el mercado monetario.*

Diccionarios

Carbonell, S., (1950), *Dizionario Italiano.Spagnolo*, 1er tomo, Editore Ulrico Hoepli, Milán.

EJO, (s.f.), *Enciclopedia jurídica online*, disponible en: [http://mexico.leyderecho.org/reposito/#Reporto en la Legislacion Mexicana](http://mexico.leyderecho.org/reposito/#Reporto%20en%20la%20Legislacion%20Mexicana), (consultado el 20 de junio de 2017)

RAE, (2017), disponible en: <http://dle.rae.es/?id=5TkGdE0>, (consultado el 29 de junio de 2017)

Páginas Web

- <http://blogs.elespectador.com/actualidad/detras-de-interbolsa>
- <http://www.bluradio.com/judicial/nunca-hemos-dejado-de-asistir-una-sola-audiencia-abogado-caso-interbolsa-127085>
- <http://www.elespectador.com/noticias/economia/interbolsa-historia-de-un-desplome-articulo-385920>
- <http://www.elespectador.com/noticias/economia/interbolsa-historia-de-un-desplome-articulo-385920>
- <http://www.eltiempo.com/noticias/interbolsa>
- <http://www.eltiempo.com/noticias/interbolsa>
- <http://www.fiscalia.gov.co/colombia/tag/interbolsa/page/3/>
- <http://www.larepublica.co/sites/default/files/larepublica/INTERBOLSA%20escritorio.pdf>
- <http://www.semana.com/nacion/articulo/la-verdad-sobre-comisionista-interbolsa/267355-3>
- <https://www.youtube.com/watch?v=LoJVMgNIEVg>

OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

TABLAS

Tabla 1

¿Quiénes participan en las operaciones Repo?	
Entidad	Función
Superintendencia Financiera de Colombia (SFC)	Es la entidad encargada de realizar la supervisión y regulación del mercado de valores en Colombia. La SFC otorga las autorizaciones a las SCB para realizar operaciones en el mercado público de valores, a las compañías locales y extranjeras para convertirse en emisores de valor.
Bolsa de Valores de Colombia (BVC)	La BVC es la encargada de proveer la infraestructura necesaria para realizar las operaciones Repo. A través del sistema de negociación X-Stream, las SCB ingresarán las órdenes de cada uno de los clientes. La BVC provee el Sistema de Administración de las Garantías donde se realiza la administración y consolidación de los valores y efectivo que es entregado como garantía en las operaciones Repo.
Autorregulador del Mercado de Valores (AMV)	Es la entidad encargada de supervisar el cumplimiento de todas las normas de mercado, disciplina a quien las infrinja y certifica la idoneidad técnica de los profesionales del mercado, adicionalmente atiende quejas relacionadas con la actividad de los intermediarios del mercado de valores.
Sociedades Comisionistas de Bolsa (SCB)	Son las entidades a las que acuden los inversionistas con el fin de tener acceso al mercado, las SCB prestan la asesoría a los clientes con el fin de buscar el mejor rendimiento sobre las inversiones.
Deposito Centralizado de Valores (Deceval)	Es el administrador de los valores en Colombia y es la entidad encargada de realizar la transferencia de los valores desde lo vendedores a los compradores.

Fte: Elaboración propia basada en: BVC, Presentación de productos - Mercado Renta Variable

Tabla 2

Consideración de contrato de reporto como contrato real		
País	Artículo	Documento
Honduras	930	C.Co
Venezuela	46	LGBOIF
México	260	LGTOC
Guatemala	745	C.Co
El Salvador	1160	C.Co

Elaboración propia, basada en Rodríguez Azuero (2002).