



## Entidades Interesadas

- Sociedades Comisionistas de Bolsa

## Funcionarios Interesados

- Operadores de Renta Variable, Carteras Colectivas y Fondos de Pensiones.
- Área de Riesgos.
- Área de Cumplimiento

## Publicación:

29 de noviembre de 2007

## Información de contacto:

Felipe Rincón, Director de Regulación

[frincon@amvcolombia.org.co](mailto:frincon@amvcolombia.org.co)

## Regulación aplicable:

- Decreto 1802 de 2007
- Resolución 1200 de 1995

## ESTUDIO SOBRE LA NORMATIVIDAD DE OPERACIONES PREACORDADAS Y PROPUESTA DE ACCIÓN INMEDIATA

### RESUMEN EJECUTIVO

Se presenta la evolución regulatoria en materia de operaciones preacordadas analizando los aspectos legales, económicos y de mercado, de los actuales estándares de regulación.

Como resultado del análisis se plantean alternativas de acción inmediata, sin determinar la conveniencia de ajustar las normas existentes.

### OBJETIVOS

- Analizar el marco regulatorio existente sobre operaciones preacordadas.
- Establecer alternativas de acción que permitan mitigar los efectos de las normas sobre operaciones preacordadas en el mercado.

# ESTUDIO SOBRE LA NORMATIVIDAD DE OPERACIONES PREACORDADAS Y PROPUESTA DE ACCIÓN INMEDIATA



*Preparado por el AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES DE COLOMBIA*  
Bogotá, D.C. 15 de Noviembre de 2007

## TABLA DE CONTENIDO

<b>1. ANTECEDENTES</b>	<b>4</b>
1.1. ANTECEDENTES NORMATIVOS	4
1.2. INTERPRETACIÓN SOBRE EL ALCANCE DE LA NORMA	4
1.3. CONCEPTO DE AMV	5
1.4. DECRETO 1802 DE 2007	5
1.5. PROPUESTA DE LOS ADMINISTRADORES DE LOS SISTEMAS DE NEGOCIACIÓN	5
<b>2. ANÁLISIS DE MERCADO</b>	<b>7</b>
2.1. LA DINÁMICA DEL MERCADO DE VALORES EN COLOMBIA	7
<b>3. FUNCIONAMIENTO ACTUAL DE LOS SISTEMAS DE NEGOCIACIÓN</b>	<b>13</b>
3.1. SISTEMA ELECTRÓNICO DE NEGOCIACIÓN – SEN	13
3.2. MERCADO ELECTRÓNICO COLOMBIANO - MEC PLUS	14
3.3. RUEDA ELECTRÓNICA DE ACCIONES	16
<b>4. EXPERIENCIA INTERNACIONAL</b>	<b>17</b>
4.1. EEUU	17
4.2. BRASIL	17
4.3. MÉXICO	18
4.4. ESPAÑA	18
<b>5. ANÁLISIS DE AMV</b>	<b>18</b>
5.1. RAZONES PARA LA INCORPORACIÓN DE UNA REGULACIÓN SOBRE OPERACIONES PREACORDADAS	18
5.2. APLICACIÓN DE LOS PRINCIPIOS IOSCO	19
5.3. SUPOSICIONES DE LA NORMA SOBRE PREACORDADAS	21
5.3.1. GARANTIZAR LA PARTICIPACIÓN DE TERCEROS MEDIANTE TIEMPOS DE EXPOSICIÓN HACE QUE EXISTA UN MEJOR PROCESO DE FORMACIÓN DE PRECIOS	21

5.3.2. CUALQUIER TIPO DE ACERCAMIENTO PREVIO ENTRE LAS PARTES TIENE POR OBJETO CREAR CONDICIONES MANIPULATIVAS O LLEVAR A CABO UNA ACTIVIDAD FRAUDULENTO.	23
5.4. EFECTOS DE LA NORMA SOBRE PREACORDADAS	24
5.4.1. OBLIGA A LA INDUSTRIA A UTILIZAR MECANISMOS MENOS EFICIENTES PARA LA NEGOCIACIÓN DE VALORES, EN ALGUNOS CASOS	24
5.4.2. CANALIZACIÓN DE RECURSOS A TRAVÉS DE ALTERNATIVAS TRADICIONALES, A COSTA DEL MERCADO DE VALORES	26
5.4.3. REEMPLAZO DE LA GESTIÓN DE SUPERVISIÓN MEDIANTE LA REGULACIÓN	27
5.5. SITUACIÓN ACTUAL DEL MERCADO DE RENTA VARIABLE	27
5.6. CONCLUSIÓN	28
<b>6. PROPUESTA AMV</b>	<b>28</b>
6.1. ASPECTOS FORMALES	28
6.2. PRIMERA ALTERNATIVA – PRECISIÓN DE CONCEPTOS Y AUTORIZACIÓN DEL PREMERCADERO Y DE LOS PREACUERDOS	29
6.3. SEGUNDA ALTERNATIVA – PERMITIR ROL ACTIVO DE LA AUTORREGULACIÓN	30
6.4. EXCEPCIÓN EN EL MERCADO DE RENTA VARIABLE	30
6.5. SUBASTAS EN EL MERCADO PRIMARIO Y OPERACIONES DE MANEJO DE DEUDA PÚBLICA – PROGRAMA DE CREADORES DE MERCADO	31
6.6. MEDIDAS COMPLEMENTARIAS A LA DEROGATORIA DEL DECRETO 1802 DE 2007	32
<b>ANEXOS</b>	<b>34</b>

Este documento presenta una visión integral y esquemática sobre la coyuntura que se ha generado con ocasión de la aplicación de la regulación relacionada con las operaciones preacordadas en el mercado de valores.

En el documento se describe brevemente la evolución regulatoria en la materia, y se analizan los aspectos legales, económicos y de mercado, del estándar regulatorio actual.

El propósito final es poner a consideración unas alternativas de acción inmediata, sin perjuicio de que se continúe estudiando el tema de estructura de mercados con mayor profundidad, por parte de las autoridades y el mercado.

Por lo anterior, en el documento no se discute la conveniencia de ajustar las normas que actualmente establecen obligaciones a ciertas entidades para realizar sus operaciones de compra y venta de valores a través de sistemas de negociación.

## **1. ANTECEDENTES**

### **1.1. Antecedentes normativos**

La regulación vigente en relación con las operaciones preacordadas está contenida en el Decreto 1802 de 2007. El antecedente normativo del citado decreto es el artículo 4.1.1.1, numeral 1 de la Resolución 1200 de 1995 (adicionado mediante la Resolución 0127 de 2002 de la Superintendencia de Valores), el cual fue derogado de manera expresa por aquel.

Dicho artículo recogía las conductas contrarias a los sanos usos y prácticas en el mercado de valores, entre las cuales se encuentran las denominadas operaciones preacordadas.

### **1.2. Interpretación sobre el alcance de la norma**

Bajo la vigencia del artículo 4.1.1.1, numeral 1 de la Resolución 1200 de 1995, y especialmente durante el año 2006, se dio una interpretación sobre el alcance de dicha norma por parte de algunas autoridades del mercado de valores.

Tal interpretación creó la percepción en los participantes del mercado, de que era ilegal realizar cualquier tipo de contacto con otra persona para discutir intenciones de compra y venta de valores.

En opinión de una buena parte de los participantes del mercado, la percepción sobre el alcance de la norma llevó a que muchos operadores se abstuvieran de discutir posibles intenciones de compra o venta. Tal circunstancia ha sido, en criterio de tales participantes, uno de los elementos que ha

afectado de mayor forma, la dinámica del mercado de valores, como se explica en mayor detalle a lo largo de este documento.

### **1.3. Concepto de AMV**

El Autorregulador del Mercado de Valores, a petición de uno de sus miembros, emitió un concepto<sup>1</sup> mediante el cual se pretendió aclarar que no siempre que se discuten intenciones de compra o venta existe un preacuerdo. Para tal efecto, se hizo referencia al concepto de premercado, actividad que resulta ajustada a la normatividad y no es reprochable. Igualmente, se explicaron cuáles son los elementos de una operación preacordada que por sus características defraudatorias, es reprochable legalmente.

### **1.4. Decreto 1802 de 2007**

Como respuesta a la situación descrita anteriormente, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público expidió el Decreto 1802 de 2007 “por el cual se dictan disposiciones sobre operaciones preacordadas”.

En la norma mencionada, se adoptó un criterio para diferenciar entre las operaciones preacordadas legítimas y aquellas que no lo son, fundamentándose en el concepto de exposición. En síntesis, se estableció que las operaciones preacordadas no deben considerarse como prohibidas cuando las puntas correspondientes se ingresen a un sistema de negociación que prevea un tiempo de exposición.

### **1.5. Propuesta de los administradores de los sistemas de negociación**

Como consecuencia de la expedición del Decreto 1802 de 2007, el Banco de la República<sup>2</sup> y la Bolsa de Valores de Colombia<sup>3</sup> presentaron a la industria y a las autoridades, propuestas en las cuales se establecieron unas sesiones de negociación paralelas a las sesiones de negociación actuales<sup>4</sup> con calce automático. En tales sesiones se negociarían los mismos títulos, pero con sujeción a un tiempo de exposición. Así, éstas serían las ruedas a las que tendrían que acudir aquellas partes que hubieren realizado un preacuerdo.

Dichas propuestas no se ha implementado de manera definitiva en la actualidad, debido a diferentes preocupaciones de las autoridades, de la industria, y de los administradores de

---

<sup>1</sup> Consulta operaciones Preacordadas – Premercado – Corporación Financiera Colombiana, Marzo 16 de 2007, <http://www.amvcolombia.org.co> sección Publicaciones – Conceptos Jurídicos

<sup>2</sup> Reforma aprobada mediante Resolución 1493 del 24 de agosto de 2007.

<sup>3</sup> Propuesta de modificación del artículo 3.3.7 de la circular única de la BVC, relacionada con la implementación del Decreto 1802 de 2007, relativos a los acuerdos previos en los sistemas de negociación, <http://www.bvc.com.co>

<sup>4</sup> Las modalidades de negociación de los sistemas electrónicos actuales se describen en el anexo.

sistemas de negociación. Específicamente, existen dudas sobre el impacto en la implementación de dos sesiones de negociación paralelas, una de las cuales sea de calce automático y otra con un término de exposición. Entre los aspectos del modelo propuesto que han generado controversia, se pueden citar:

- **Fraccionamiento:** Se genera un fraccionamiento del mercado toda vez que existen dos foros de negociación diferentes. Lo anterior afectaría la liquidez y la profundidad del mercado. En un mercado de valores como el colombiano, que se encuentra en su etapa de desarrollo inicial, parecería razonable buscar la unificación de los foros de negociación, con el fin de fortalecer la liquidez y profundidad, y no fraccionarlos de manera artificial. Vale la pena recordar que esta fue una de las razones que llevó a la unificación de las bolsas regionales en 2001.
- **Dos metodologías de adjudicación:** La coexistencia de dos metodologías de adjudicación diferentes le resta eficiencia al mercado toda vez que entorpece la adecuada formación de precios.
- **Arbitraje:** En la medida en que un mismo activo tiene dos fuentes de formación de precios diferentes, y cuya diferencia principal radica en que una adjudica inmediatamente y otra adjudica pasado un determinado tiempo de exposición, se abre la posibilidad de arbitrajes entre los dos mercados.
- **Efecto de los tiempos de exposición:** Los tiempos de exposición pueden quitarle dinamismo a la negociación de valores si son muy largos. En mercados líquidos no parece tener sentido obligar a los participantes a exponer sus ofertas de compra o venta por largos periodos. De hecho, muchas veces se recomienda el calce automático para incrementar la liquidez de determinados valores. Tal circunstancia reduce el número de operaciones que pueden realizarse en un tiempo dado.
- **Efectos para las operaciones cruzadas:** El hecho de que las operaciones cruzadas siempre deban realizarse en las ruedas en las que exista exposición, le resta agilidad a este tipo de operaciones.

Adicionalmente, la nueva metodología de negociación impediría que se calzaran automáticamente operaciones cruzadas que no necesariamente provienen de preacuerdos. En efecto, las ofertas que hubieran sido ingresadas al mercado no podrían calzarse con otras del mismo agente a pesar de ser compatibles. Este es el caso de operaciones cruzadas que resultan entre operadores de la misma entidad ubicados en diferentes ciudades que se encuentran atendiendo órdenes de sus clientes.

Por lo anterior, cuando un agente ha ingresado una oferta (la cual estaría expuesta dentro de la pila esperando por el ingreso de otra oferta compatible) y posteriormente, recibe la orden de ingresar una oferta contraria compatible por parte de otro cliente, no podría hacerlo dentro de la misma rueda, sino que tendría que retirar la oferta inicialmente ingresada, para ingresar las ofertas en la rueda de preacordadas. Esto implicaría perder la posición en la que se encontraba inicialmente y exponerse a que las condiciones de mercado cambien, lo cual puede afectar los intereses del cliente a quien se le ingresó la primera oferta.

- **Costos:** La necesidad de estar haciendo seguimiento a dos sesiones diferentes puede requerir la utilización de un mayor número de pantallas, lo cual hace que la operación sea más compleja y costosa. Así mismo podría implicar un aumento en los costos de los agentes debido a que se requeriría de un mayor número de colaboradores para lograr cubrir la totalidad de ruedas de negociación. Esto es especialmente delicado, si se tiene en cuenta la situación coyuntural del mercado.
- **Carga para los administradores de sistemas:** El esquema planteado implica una mayor carga operativa para los administradores de sistemas de negociación, por cuanto deberían modificar la estructura de las plataformas para crear nuevos escenarios, replicando los que ya existen.
- Eventualmente podría conformarse una nueva problemática por cuanto los operadores especializados en “cazar” puntas en el mercado ingresarían ofertas con una diferencia mínima al límite del tiempo de exposición para lograr adjudicarse un negocio, sin que ello necesariamente implique una mejora en el precio de negociación pero sí un desincentivo para quienes adelantaron la labor de premercado del valor,.

Por todo lo anterior, la utilización del concepto de exposición como criterio determinante para diferenciar entre las operaciones preacordadas que deben autorizarse y las que no, genera una problemática aún mayor para el mercado, afectando su funcionamiento eficiente y desarrollo. Lo anterior hace que no sea recomendable acudir a tal fórmula.

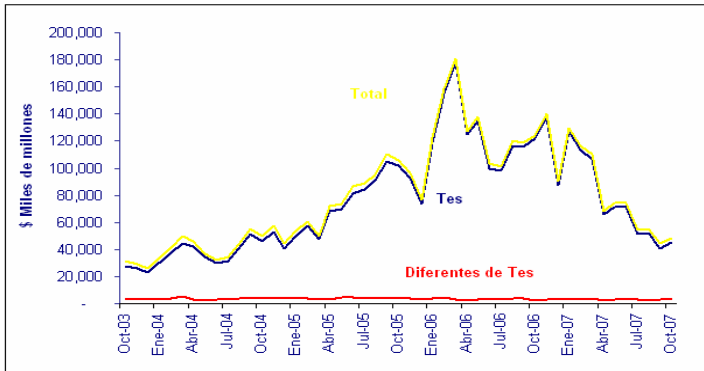
## 2. ANÁLISIS DE MERCADO

### 2.1. La dinámica del mercado de valores en Colombia

En opinión de algunos operadores del mercado, dada la inadecuada interpretación de la norma de preacuerdos, las entidades han optado por abstenerse de realizar algunas operaciones, hecho que se ha visto reflejado en una reducción en el volumen de operaciones y el consecuente deterioro en la liquidez de buena parte de los títulos transados en el mercado de valores.



**Gráfico 1**  
**Saldo de deuda pública. Cifras en miles de millones de pesos**



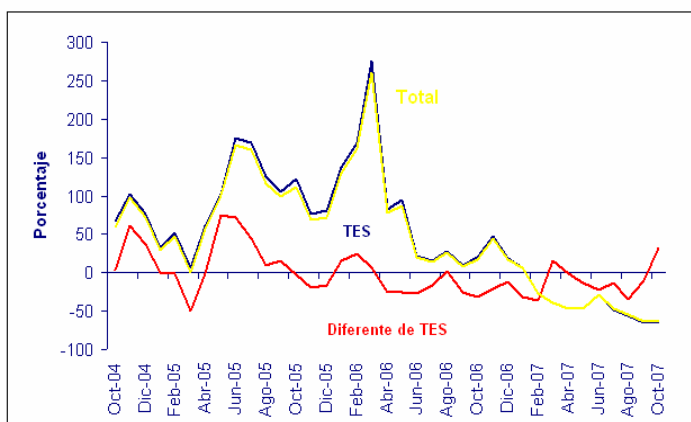
*Fuente: Bolsa de Valores de Colombia*

En este sentido, conviene analizar la dinámica reciente observada en los mercados de deuda pública y privada. Los resultados se presentan a continuación:

El promedio mensual de deuda pública en el 2006 fue de \$125.6 billones. En lo corrido de 2007, dicho monto es de tan solo \$77.29 billones. Comportamiento similar se observa sobre el saldo total de TES (Gráfico 1)

De otra parte, la deuda pública creció en el 2006 a un ritmo promedio de 71% anual. Por el contrario, hasta octubre del 2007 dicho saldo se ha reducido en 40.67% anual (gráfico 2)

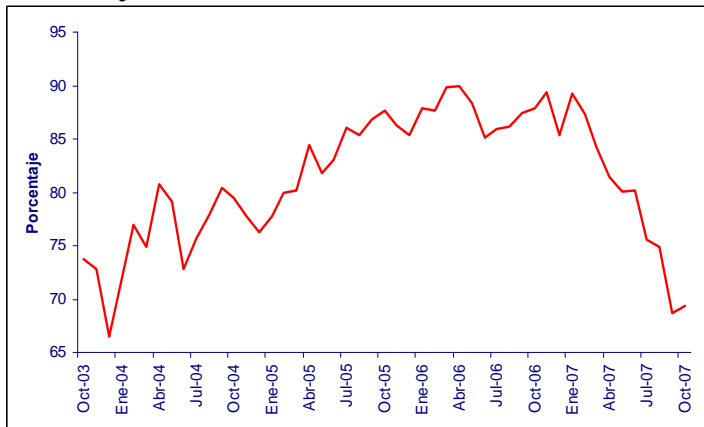
**Gráfico 2**  
**Crecimiento anual de la deuda pública**  
**(Porcentaje)**



*Fuente: Bolsa de Valores de Colombia*

En promedio, durante el 2006 la deuda pública representó el 88,9% del total de la deuda. Similar comportamiento se observa hasta octubre de 2007. El saldo de TES constituye el 95,7% de la deuda pública y el 79,09% del total de la deuda (gráfico 3)

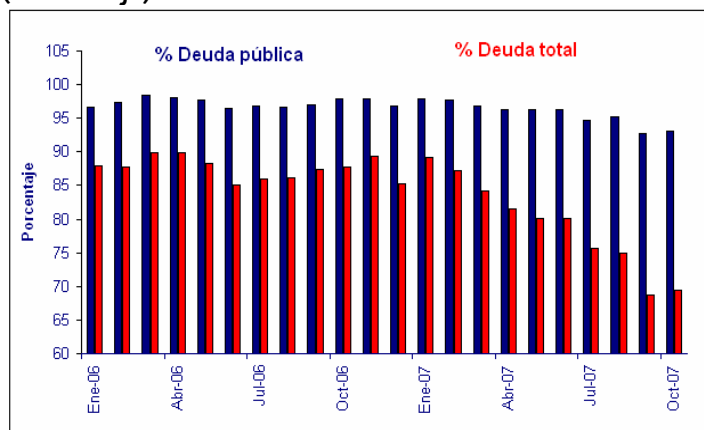
**Gráfico 3**  
Participación de los TES en el saldo de deuda pública  
(Porcentaje)



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia

Así mismo, la participación de TES en el total de la deuda se ha mantenido en niveles cercanos al 85%. Como es de amplio conocimiento, los TES concentran la mayor parte de deuda pública (98%) (gráfico 4)

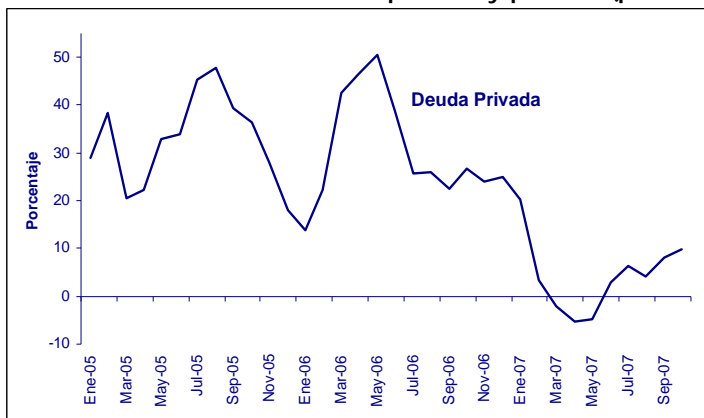
**Gráfico 4**  
Participación de los TES en el saldo de deuda pública y la deuda total  
(Porcentaje)



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia

Ahora bien, en relación con el mercado de deuda privada, es necesario tener en cuenta que pese a que el promedio mensual de deuda privada se ha mantenido alrededor de los \$14 billones durante los últimos dos años, es evidente el deterioro que se ha registrado en su dinámica de crecimiento. En efecto, al analizar el crecimiento anual de la deuda privada se observa un marcado deterioro. Basta con señalar que en promedio, mientras en el 2006 dicho mercado creció a tasas del 30% anual, durante el 2007 tan sólo alcanza un 4% (Gráfico 5)

**Gráfico 5**  
Crecimiento anual de la deuda privada y pública (promedio móvil de orden 4)



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia

Con el ánimo de aportar algunos argumentos adicionales para verificar si efectivamente ha habido una contracción en los volúmenes transados en el mercado de valores colombiano, conviene tener en cuenta las siguientes cifras que muestran una dramática reducción en su dinámica. Las últimas cifras disponibles a octubre de 2007 permiten concluir que el volumen promedio diario en los sistemas transaccionales MEC, Inverlace y SEN se han reducido anualmente en 48,7%, 32,3% y 29,9%. El total del volumen para el mismo periodo de análisis se ha reducido en 41,2% (cuadro 1)

**Cuadro 1**  
Volumen promedio diario

(Cifras en billones de pesos y crecimiento porcentual anual)

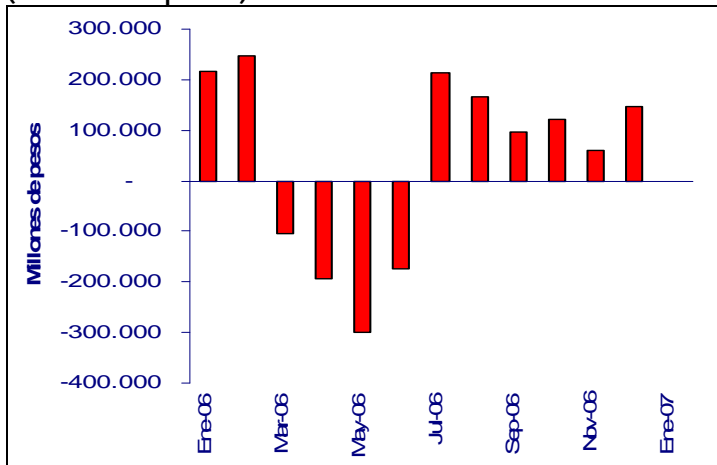
Volumen Promedio Diario (Billones)			
Sistema Transaccional	Oct-06	Oct-07	Variación
MEC	6,613	3,391	-48,72%
Inverlace	2,071	1,401	-32,35%
SEN	2,712	1,901	-29,90%
<b>Total</b>	<b>11,396</b>	<b>6,693</b>	<b>-41,27%</b>

Fuente: Sistemas transaccionales, cálculos AMV

Las hipótesis que se tejen en el mercado, en relación con este deterioro, tienen que ver, entre otros, con dos aspectos fundamentalmente: los efectos de la valoración de los títulos y la interpretación de la normatividad sobre operaciones preacordadas.

En relación con los efectos de la valoración de los títulos de deuda privada, no parece haber indicios de que se esté afectando negativamente el mercado. Los efectos negativos se vieron en el primer semestre de 2006. La situación ahora es muy distinta (gráfico 6)

**Gráfico 6**  
**Utilidades y pérdidas por valoración**  
**(Millones de pesos)**



*Fuente: Bolsa de Valores de Colombia*

Adicionalmente, la deuda privada es muy baja en comparación con la pública. La pérdida o ganancia por efecto de valoración es marginal. De acuerdo con las cifras presentadas, todo indica que la valoración no parece ser una causa del deterioro en la liquidez del mercado de deuda privada.

Un aspecto que vale la pena tener en cuenta en el presente análisis, está relacionado con la percepción de los agentes sobre la dinámica actual del mercado. Durante los meses de agosto y septiembre de 2007, el Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia sostuvo algunas reuniones con representantes de los diferentes grupos de intermediarios de la industria financiera y bursátil (Sociedades Comisionistas de Bolsa, Bancos, Corporaciones Financieras, Fondos de Pensiones, Aseguradoras, Creadores de Mercado, entre otros).

La opinión generalizada de los asistentes a las reuniones es que la incertidumbre generada por la inadecuada interpretación de la norma aplicable a las operaciones preacordadas ha tenido un efecto nefasto sobre la dinámica del mercado de valores en Colombia. Los agentes han mitigado el riesgo de un eventual incumplimiento a la norma, absteniéndose de realizar operaciones.

Conclusiones similares se obtuvieron en una encuesta realizada por AMV en julio de 2007 a los sujetos de autorregulación. En esa ocasión, al analizar la percepción de la industria sobre la confianza y transparencia del mercado de valores colombiano, cerca del 60% de los encuestados sugirieron que uno de los mayores problemas que afecta el mercado de valores está relacionado con la incertidumbre regulatoria originada por la normatividad sobre operaciones preacordadas.

Pese a lo anterior, tampoco es probable que la dinámica del mercado obedezca exclusivamente a la reacción de los agentes ante la interpretación de la norma de operaciones preacordadas. Es necesario tener en cuenta otros factores más estructurales que pueden estar explicando tal dinámica:

- El tamaño de las emisiones primarias. Al parecer existe un umbral mínimo para asegurar la transabilidad en el mercado secundario (\$400 mil millones). Solo empresas grandes están en capacidad de superar ese umbral.
- Inversionistas institucionales prefieren la deuda pública, dándole un manejo residual a la deuda privada.
- Buena parte de la deuda privada se clasifica al vencimiento, lo cual le resta liquidez a los instrumentos.
- Falta de referente de precios para las emisiones privadas. La curva de TES no siempre es un buen referente.
- Existe una altísima heterogeneidad de los títulos de deuda privada que afecta la transabilidad en el mercado secundario.
- El incremento generalizado en las tasas de interés, de captación y colocación han desincentivado la toma de decisiones de corto plazo por parte de emisores e inversionistas. En la medida en que existe incertidumbre sobre la dinámica alcista de las tasas de interés es muy probable que los agentes hayan decidido aplazar sus decisiones de emisión e inversión hasta tanto tengan un panorama más claro sobre la tendencia en el precio de buena parte de los activos financieros.

### 3. FUNCIONAMIENTO ACTUAL DE LOS SISTEMAS DE NEGOCIACIÓN

#### 3.1. Sistema Electrónico de Negociación – SEN<sup>5</sup>

El Sistema Electrónico de Negociación -SEN- es el Sistema Centralizado de Información para Transacciones administrado por el Banco de la República, a través del cual las entidades inscritas pueden efectuar, mediante estaciones de trabajo remotas, operaciones de compraventa al contado o a plazo, operaciones de Reporto o Repo, operaciones Simultáneas, operaciones de Transferencia Temporal de Valores (TTV) con títulos de deuda pública interna o externa que se encuentren registrados o depositados en un depósito centralizado de valores. Además, mediante este sistema las entidades financieras legalmente facultadas pueden realizar y registrar operaciones de préstamo de dinero en el mercado interbancario.

Actualmente el SEN opera bajo el mecanismo de calce automático, el cual se aplica cuando se presenten las siguientes condiciones para un mismo instrumento:

- Cuando las condiciones de precio de compra y de venta, el valor nominal y el plazo de cumplimiento son iguales.
- Cuando el precio antiguo en compra es mejor a una oferta nueva en venta, en cuyo caso se cierra con el precio de la oferta de compra.
- Cuando el precio antiguo en venta es mejor a una oferta nueva en compra, en cuyo caso se cierra con el precio de la oferta de venta.
- Cuando siendo la oferta de compra o de venta, las condiciones de precio y de plazo de cumplimiento iguales, el valor nominal difiere, se produce el cierre con el menor valor nominal, siempre y cuando la oferta sea parcial y respete los montos mínimos, factor de divisibilidad y lote padrón definidos para la especie.

Las Ruedas o Sesiones se agrupan en Escalones, los que a su vez se clasifican según permitan o no la participación de forma exclusiva a los participantes en el Programa de Creadores de Mercado del Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

En el *Primer Escalón* únicamente podrán participar las entidades que designe el Ministerio de Hacienda y Crédito Público como Creadores de Mercado o Aspirantes a Creadores de Mercado. Podrán concurrir al Primer Escalón otras entidades por expresa autorización del Administrador del Sistema o del Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Por su parte, En el *Segundo Escalón* podrán operar, además de los mencionados para el Primer Escalón, los otros Agentes inscritos al SEN.

A su vez cada escalón puede subdividirse en ruedas de negociación como son:

---

<sup>5</sup> Información compilada de la Circular Reglamentaria DFV: 135 de agosto 29 de 2007.

	PRIMER ESCALÓN			SEGUNDO ESCALÓN	
Nombre	Compraventa con Cumplimiento el mismo día (CT+0)	Compraventa con Cumplimiento Posterior a la Fecha de Negociación (T1T2)	Rueda de Simultáneas (SIML)	Compraventas (CVSE)	Dinero (DINE)
Tipo de Operación	Compraventa T+0	Compraventa T+1 y T+2	Simultáneas T>=0	Compraventa T>0	Repos Simultáneas Interbancarias
Mecanismo Cierre	Calce automático	Calce automático	Calce automático	Calce automático	Calce automático
Horario	8:00 – 1:00	9:00 y 3:40	8:00 - 3:40	8:00 – 3:00	8:00 – 3:00

### 3.2. Mercado Electrónico Colombiano - Mec Plus<sup>6</sup>

EL Sistema MEC es un conjunto de programas que permiten realizar operaciones por pantalla y realizar gestiones en el ámbito del Back Office. Está integrado por las siguientes aplicaciones:

- El **Servicio de Datos** provee acceso a datos a las aplicaciones. Este servicio, se inicia antes de comenzar una jornada normal de trabajo, una vez iniciado se ejecuta el Server de Comunicaciones y los diferentes puestos de trabajo.
- El **Server de Comunicaciones MEC** (Monitor) gestiona la conexión con el “Mercado”, todas las demás aplicaciones dialogan con él y él a su vez con el “Mercado”.
- El **Administrador MEC** permite la configuración del sistema en los aspectos de: seguridad, cobertura, permisos de acceso, grupos de agentes y otras funciones que hacen al comportamiento y funcionamiento del sistema.
- La aplicación Sistema **MEC Negociación** contiene las tareas fundamentales del sistema: operaciones, cotizaciones y ofertas. Es la aplicación para el usuario final que permite la negociación por pantalla y sobre la cual se profundiza a continuación.

El aplicativo de negociación contiene varias ruedas donde se han agrupado los títulos según sus características más relevantes. Atendiendo a este criterio la deuda pública de orden nacional se negocia en las ruedas SPOT, SOLO, R&S, BALO y DEXT; mientras que la deuda privada y pública de orden no nacional se transa en las ruedas DEES, R&SE, SUBA y DESER. Finalmente, en la rueda COTI se negocia cualquier título según el criterio de quien convoca la cotización.

<sup>6</sup> Reglamento MEC, Título III, Capítulo III, De las Sesiones de Negociación y Circular Única del MEC, Parte II, Capítulo I, De las Sesiones Definidas

En el caso de la *deuda pública de orden nacional* las ruedas de negociación cuentan con las siguientes características:

- La Rueda SPOT (Mercado Spot Sobre Lote) es de calce automático<sup>7</sup>, donde se realizan compraventas de títulos para liquidación T+0 y la cantidad de lote mínimo para el ingreso de ofertas corresponde a \$500.000.000.
- La Rueda SOLO (Mercado Sobre Lote T+N) también opera bajo la modalidad de calce automático y en esta se negocian títulos para liquidación de T+1 a T+5, y a plazo.
- La Rueda R&S es de calce voluntario<sup>8</sup>, dedicada exclusivamente a la negociación de repos y simultáneas. En este caso el agente puede decidir con quién desea calzar la operación sin que la contraparte necesariamente haya ofrecido la mejor punta contraria.
- La Rueda BALO (Mercado Bajo Lote) opera bajo la modalidad de calce automático y en ella se pueden negociar títulos a contado y a plazo, pero la particularidad es que sólo se pueden negociar sumas inferiores a \$500.000.000.
- La Rueda DEXT (Mercado de Deuda Externa) también es de calce automático y permite la compraventa de títulos a contado y a plazo con la característica que sólo incluye papeles de deuda pública externa.

Por su parte, las ruedas donde se negocia *la deuda privada y pública de orden no nacional* contienen las siguientes sesiones:

- La Rueda DEES (Mercado de Renta Fija Estandarizada) es de calce automático para compraventa de títulos al contado y a plazo emitidos de forma estandarizada.
- La Rueda R&SE (repos y simultáneas) es de calce voluntario para títulos de deuda pública del orden no nacional y de deuda privada. Al igual que en la Rueda R&S el agente puede decidir con quién desea calzar la operación sin que la contraparte necesariamente haya ofrecido la mejor punta contraria.
- La Rueda SUBA opera con la metodología de negociación de subasta holandesa, donde se ordenan todas las ofertas en estricto orden descendente de tasa y se aprueban todas las

---

<sup>7</sup> Bajo este criterio las ofertas y demandas compatibles son adjudicadas automáticamente por el sistema estableciendo preferencia por aquella demanda u oferta contraria de mejor precio o tasa según corresponda.

<sup>8</sup> Se refiere al mecanismo mediante el cual el afiliado toma una oferta o demanda disponible en el mercado y la acepta. Momento a partir del cual el sistema, a fin de realizar la adjudicación, establece preferencia sobre aquella oferta contraria con iguales condiciones.



ofertas con tasa superior o igual a la tasa donde se completa el cupo de la subasta, es decir, la tasa de corte. La subasta holandesa también se podrá realizar con precios. Todas las ofertas aprobadas tendrán la misma tasa o precio de corte. Cuando el valor de dos o más ofertas a la tasa o precio de corte supere el remanente del cupo de la subasta, el remanente se distribuirá en forma proporcional al valor de las ofertas que acepten aprobación parcial. En esta rueda sólo se hacen compraventas de títulos al contado que sean estandarizados de deuda pública o privada.

- La Rueda DSER funciona para títulos no estandarizados de deuda pública o privada. Opera bajo el criterio de remate serializado donde las ofertas previamente inscritas se difunden en orden cronológico de ingreso, permitiendo la recepción de posturas y adjudicaciones en forma independiente para cada oferta durante un tiempo determinado. La adjudicación se realiza a la mejor postura vigente en el sistema al final de dicho plazo. Actualmente aplican tres minutos de maduración de las ofertas (para ingreso de ofertas) y otros tres para el remate de la oferta. Estos plazos no son prorrogables.

Finalmente, la Rueda COTI aplica para todos los títulos emitidos de deuda pública o privada emitidos en forma estandarizada. Opera bajo una metodología de negociación mediante la cual un afiliado solicita la presentación de ofertas y/o demandas sobre un valor específico a un grupo de entidades previamente seleccionados, quienes pueden presentar sus respuestas en los términos requeridos, dentro de un tiempo prefijado (oscila entre 1 y 3 minutos a criterio de quien convoca la cotización), luego del cuál el afiliado que solicitó la cotización podrá ingresar una contraoferta y el sistema realizará la adjudicación respectiva con las ofertas compatibles, al precio o tasa agredida. Esta rueda opera bajo el criterio de calce automático.

En el anexo se encuentra información detallada sobre el funcionamiento de las ruedas que conforman el MEC PLUS.

### **3.3. Rueda Electrónica de Acciones**

La rueda electrónica de negociación de acciones se basa en la generación de operaciones a través de pujas de ofertas compatibles de compra y venta, por lo cual se calzan las ofertas compatibles siempre y cuando no exista una mejor oferta, sea por compra o venta, después de transcurrido el tiempo de exposición, que actualmente es de 20 segundos prorrogables cada vez que se mejore una oferta. El horario de la rueda es de 9:00 a.m. a 1:00 p.m., destacando el hecho que en la medida que el volumen negociado aumentó y el mercado obtuvo mayor liquidez se ha venido ampliando el horario.

Es importante anotar que en el caso de los títulos de renta variable se debe tener en cuenta la existencia de un precio base de negociación así como unos márgenes dentro de los cuales puede

fluctuar el precio de negociación. El precio base es aquel sobre el cual se calculan los límites máximo y mínimo de negociación, entre los cuales se deben ubicar las diferentes ofertas o demandas durante una rueda; y se calcula de acuerdo con la cotización de la acción. El límite establecido actualmente es de 10% al alza o a la baja respecto del precio base.

#### **4. EXPERIENCIA INTERNACIONAL**

Se ha realizado un estudio sobre la regulación de valores en diferentes jurisdicciones, entre las cuales se destaca Estados Unidos, México, Brasil y España.

Al estudiar dichas regulaciones, se observa que en ningún caso se considera que los preacuerdos *per se*, sean conductas contrarias a los sanos usos y prácticas del mercado de valores, ni en el mercado de renta fija ni en el mercado de renta variable.

A continuación se señalan algunos aspectos de la práctica internacional en esos países:

##### **4.1. EEUU**

El sistema de Estados Unidos se centra en unos principios básicos que sustentan el funcionamiento y estructura de dicho mercado. Podemos resaltar algunos de estos aspectos en los siguientes puntos: i) el principio de mejor ejecución para los agentes (*best execution*); iii) el principio de conocimiento del cliente (*suitability*); iii) la protección de los inversionistas; iv) la confianza en el profesionalismo de los agentes autorizados para intervenir en el mercado; iv) una coordinación importante entre el regulador y el autorregulador; y v) un sistema de supervisión y disciplina que busca sancionar conductas que impliquen fraude, uso de información privilegiada, manipulación del mercado, abuso de clientes, conflictos de interés, entre otros. Igualmente, se sancionan violaciones sistemáticas de la normatividad que tengan impacto en el mercado.

En la normatividad de ese país no existe una norma que tenga por objeto prohibir que los agentes o sus profesionales acuerden de manera previa las condiciones de las operaciones. Se considera que esto corresponde a una situación normal y natural en el desarrollo del mercado.

No obstante, se busca que mediante este tipo de actuaciones no se generen efectos perjudiciales para el mercado, como que los precios acordados no correspondan a condiciones de mercado, que exista un propósito manipulativo o defraudatorio, y que no se hayan obtenido las mejores condiciones para el cliente.

##### **4.2. Brasil**

En Brasil, los preacuerdos no constituyen un elemento de importancia y son considerados naturales en el desarrollo de los mercados. Los sistemas de registro, se han constituido en el principal

mecanismo para supervisar el mercado de renta fija, y para suministrar información a todos los participantes.

Los supervisores y autorreguladores utilizan sistemas de alerta para detectar conductas indebidas, que puedan afectar la integridad de mercado. Esta gestión es posible por la existencia de un sistema de registro desarrollado.

Los mayores avances se han dado en la detección de operaciones a precios fuera de mercado, lo que a su vez facilita la supervisión del cumplimiento del deber de mejor ejecución.

En suma, la existencia de un sistema eficiente de registro ha favorecido la transparencia del mercado, por lo cual nunca se ha considerado necesario contar con normas similares a las existentes en Colombia en materia de preacuerdos.

#### **4.3. México**

En el mercado mexicano no existe el concepto de preacuerdos. El objetivo fundamental de los reguladores y supervisores es que entre los intermediarios del mercado de valores existan conductas y prácticas adecuadas a los sanos usos del mercado y que las operaciones sean ejecutadas bajo condiciones justas. En este sentido, no existe en esta jurisdicción ningún tipo de regulación, ni mecanismo de supervisión enfocado hacia los preacuerdos.

#### **4.4. España**

El estudio de la experiencia española permite concluir que no existe limitación ni prohibición alguna para la realización de operaciones preacordadas. Por supuesto, no hay ningún mecanismo en materia de regulación, supervisión o sanción en ese sentido.

En síntesis, dentro de los países objeto de estudio, Colombia es el único que cuenta con regulación concerniente a preacuerdos y por consiguiente, el único en el cual éstos se encuentran prohibidos.

### **5. ANÁLISIS DE AMV**

#### **5.1. Razones para la incorporación de una regulación sobre operaciones preacordadas**

Con el fin de proteger la libre concurrencia de los participantes en el mercado de valores, se recogió en nuestro ordenamiento jurídico, desde el año 2002, la prohibición para la realización de operaciones preacordadas.

El fundamento de tal norma es la consideración de que mediante dicha práctica, se restringe la posibilidad de que todos los agentes intervengan o participen en relación con una operación

determinada. A su vez, se considera que la imposibilidad para intervenir puede afectar el desenvolvimiento y transparencia del mercado.

Igualmente, se ha considerado que las operaciones preacordadas pueden ser utilizadas para incurrir en conductas que constituyen abusos de mercado o que afectan la integridad del mismo y los intereses de sus participantes. Así, existen mecanismos de manipulación de mercado que se implementan mediante la realización de operaciones acordadas. Por ejemplo, se puede dar una apariencia de liquidez mediante la realización de una serie de operaciones de compraventa preacordadas, en las cuales simplemente se transfiere transitoriamente una posición, revirtiendo posteriormente el efecto económico mediante la realización de las operaciones contrarias, directamente o utilizando terceras personas.

Similarmente, pueden infringirse disposiciones relacionadas con la debida administración de conflictos de interés mediante la realización de operaciones preacordadas. Un ejemplo de este caso la constituye la utilización de los denominados “vuelteros”, para transferir títulos entre carteras colectivas administradas por una entidad. En este caso, se preacuerdan las operaciones para llegar al fin deseado.

## 5.2. Aplicación de los principios IOSCO

Consideramos que para el análisis sobre la razonabilidad y conveniencia de la prohibición de realizar operaciones preacordadas, se deben tener en cuenta los objetivos de la regulación del mercado de valores, así como estándares internacionales.

Para el efecto, es necesario acudir a lo que ha establecido por IOSCO (*Internacional Organization for Securities Commissions*) en la materia. En efecto, esta organización ha señalado en su documento *“Objectives and Principles of Securities Regulation”* que la regulación debe estar orientada hacia tres objetivos fundamentales, a saber: la protección de los inversionistas, la garantía de un mercado limpio<sup>9</sup>, eficiente y transparente, y la reducción del riesgo sistémico<sup>10</sup>.

Mediante la protección de los inversionistas, como objetivo de regulación del mercado de valores, se busca *que estos sujetos sean salvaguardados de las prácticas engañosas, de manipulación o fraudulentas que eventualmente puedan llegar a presentarse en el mercado*. Este objetivo se garantiza principalmente mediante *la revelación y divulgación de información relevante para la toma*

---

<sup>9</sup> Traducción de la palabra “fair” en Inglés. En algunos textos se utiliza la expresión “justo”, pero consideramos que es más precisa la expresión “limpio” o “juego limpio”, dado que el concepto de justicia puede tener un alcance mucho más amplio y llevar a interpretaciones no deseadas.

<sup>10</sup> IOSCO (International Organization of Securities Commissions, Objectives and Principles of Securities Regulation) May 2003, Pag. i. Documento disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>

*de decisiones, así como mediante el establecimiento de requisitos para los intermediarios y un adecuado programa de inspección, supervisión y cumplimiento.*

En relación con el segundo objetivo, IOSCO ha entendido que el contar con un mercado en el que exista juego limpio, resulta fundamental y se encuentra directamente relacionado con el primer objetivo (protección a los inversionistas). Los inversionistas deben ser tratados equitativamente, tanto en relación con las condiciones del acceso al mercado, como en el acceso a la información, y *especialmente la información sobre los precios*. Por otra parte, resulta una expresión del estándar de juego limpio, la prevención de prácticas de negociación indebidas, por lo cual la regulación que se expida sobre la materia debe *detectar, impedir y penalizar la manipulación del mercado y las prácticas desleales en la negociación*.

Por su parte, la eficiencia del mercado implica la difusión y revelación de información relevante de manera puntual y generalizada. De igual manera, la exigencia de la transparencia del mercado de valores es entendida como el grado de disposición de información al público sobre la negociación, concretamente *la información relacionada con el precio, tanto de manera previa como posterior a la celebración del negocio*.

Por último, el tercer objetivo de la regulación del mercado de valores es el de prevenir la ocurrencia de situaciones que generen riesgo sistémico, la gestión del mismo y la reducción de su impacto, para lo cual deberán adoptarse requisitos exigibles a los intermediarios.

Visto todo lo anterior, es claro que la regulación del mercado de valores no se construye sobre la protección exclusiva de un principio. Para el diseño de la estructura de la regulación del mercado de valores resulta necesario **buscar el equilibrio entre cada uno de los objetivos** señalados.

Consideramos que la pretensión de garantizar con una norma la prevalencia absoluta de un principio u objetivo sin tener en cuenta la importancia de otros, hace que se genere un desequilibrio que termina por afectar los intereses de los inversionistas. En el caso puntual, parecería que la regulación vigente se enfoca a la protección de los inversionistas (del acceso de los inversionistas al mercado) mediante una prohibición genérica que puede abarcar situaciones legítimas y deseables, sin que haya existido un análisis sobre la forma en que se afectan los demás principios.

Es importante destacar además, que dentro de los principios de IOSCO no encontramos ninguno que haga expresa referencia a la necesidad de permitir siempre la libre concurrencia al mercado. Entendemos entonces, que el principio de libre concurrencia, el cual ha inspirado la existencia de una prohibición sobre preacordadas, se enmarca dentro del principio de protección a los inversionistas de IOSCO.

### 5.3. Suposiciones de la norma sobre preacordadas

Teniendo en cuenta el marco conceptual anterior, debemos pasar a considerar si la protección del principio de la libre competencia a través de la norma de preacuerdos, pudo haber afectado los demás principios y valores fundamentales del mercado de valores, así como el normal desarrollo y dinámica del mismo.

Como hemos mencionado, la prohibición legal de celebrar operaciones preacordadas encuentra sustento en la protección al principio de exposición y libre competencia, entendido como la posibilidad de participación de todos los agentes en el mercado. A su vez, la mencionada prohibición está asociada a ciertas suposiciones, que no necesariamente son del todo ciertas:

#### 5.3.1. Garantizar la participación de terceros mediante tiempos de exposición hace que exista un mejor proceso de formación de precios

Como se ha explicado anteriormente, el fundamento de la norma sobre preacordadas es la creencia de que pactar de antemano las condiciones de la operación e impedir la participación de terceros afecta el proceso de divulgación de información al mercado, y en consecuencia, el proceso de formación de precios.

Aún cuando en algunas circunstancias, la afirmación anterior puede ser acertada, consideramos que el hecho de permitir en todos casos la interferencia de terceros no puede convertirse en un dogma. Las siguientes son las razones:

- **No es un estándar reconocido internacionalmente.** Como vimos, los principios de IOSCO no establecen de manera alguna que deba garantizarse la posibilidad de interferencia mediante tiempos de exposición. Tampoco establece que deban prohibirse los preacuerdos como regla general.

Al estudiar la regulación internacional, no hemos observado que existan normas similares a las establecidas en Colombia en materia de preacordadas.

- **No existen estudios o evidencia empírica:** No existe ningún documento o evidencia empírica mediante la cual se pueda afirmar que la prohibición de preacordadas o la existencia de tiempos de exposición garantice que exista un mejor proceso de formación de precios.

Teniendo en cuenta que Colombia se ha apartado de la práctica internacional mediante el establecimiento de una norma sobre preacuerdos, parecería necesario contar con estudios

específicos sobre la materia y no basarse exclusivamente en intuiciones sobre el posible efecto negativo de las preacordadas.

- **El sistema de calce automático no va en contra de la transparencia y calidad del mercado:** Se ha señalado que la existencia de tiempos de exposición es necesaria para garantizar la posibilidad de que intervengan terceros y en consecuencia, para favorecer la debida formación de precios.

No obstante, en los sistemas de negociación de calce automático todos los participantes cuentan con información sobre las puntas expuestas o vigentes, lo cual les permite tomar decisiones para agredir el mercado en cualquier momento. Tal información constituye un insumo importante para que exista un proceso de formación de precios adecuado. Las pantallas de los sistemas son el principal proveedor de liquidez del mercado permitiendo que quienes deseen comprar o vender conozcan, en igualdad de condiciones, las ofertas vigentes en un momento dado, lo cual permite llegar a un precio justo de mercado.

De la misma manera, las personas interesadas en comprar o vender a determinados niveles pueden, como regla general, ingresar sus ofertas a la pantalla directamente. En consecuencia, no tiene que limitarse a esperar a que exista una oferta para intervenir y participar en el mercado.

De otro lado, la metodología de negociación prevista para cada rueda asegura que se calcen operaciones entre las mejores puntas y que se resuelvan eficientemente las necesidades de obtención de recursos (mediante la figura de repos y simultáneas).

La norma asume que mediante las operaciones preacordadas se afecta la divulgación de la información al mercado y se altera el proceso de formación natural de precios. Sin embargo, las partes que realizan operaciones preacordadas siempre tienen el deber de informar al mercado a través de los sistemas previstos para el efecto, existiendo la posibilidad de intervención por parte de terceros.

En suma, el mercado es debidamente informado sobre las condiciones de las operaciones, lo cual hace que pueda existir un proceso de formación de precios adecuado.

- **El proceso de formación de precios puede verse entorpecido mediante el establecimiento de tiempos mínimos de exposición.** La debida formación de precios también se garantiza cuando los agentes pueden actuar ágilmente con el objeto de encontrar demandantes y oferentes para las especies existentes.

El establecimiento de tiempos de exposición necesariamente reduce el número de operaciones que se pueden realizar en un periodo de tiempo dado, afectando la dinámica y agilidad en la negociación.

Hoy en día, los sistemas tienen la capacidad para absorber y atender el ingreso simultáneo de ofertas de compra y venta, con lo cual se fomenta el dinamismo y la liquidez del mercado, y mejora el proceso de formación de precios.

- **El proceso de formación de precios puede verse entorpecido por el fraccionamiento de los foros de negociación.** Como hemos explicado en más detalle en otras secciones, el mecanismo de formación de precios pierde eficiencia cuando existen diferentes foros de negociación en los cuales existirán niveles diferentes de compra y venta por parte de los actores.

Buscar la unificación de los foros de negociación, o por lo menos evitar el fraccionamiento artificial (regulatorio), hace que se concentren todos los operadores y que toda la información con que ellos cuentan tenga un impacto sobre el precio de los valores.

El fraccionamiento que se podría generar con la propuesta de los administradores de sistemas de negociación, parecería ir en contravía del fin que se buscaba con la creación y unificación de la plataforma de negociación de SEN y MEC PLUS. En efecto, mediante tal proceso se buscó reorganizar la estructura del mercado de renta fija, con el ánimo de hacerla más sencilla y transparente.

### **5.3.2. Cualquier tipo de acercamiento previo entre las partes tiene por objeto crear condiciones manipulativas o llevar a cabo una actividad fraudulenta.**

La norma asume que los acercamientos previos y el acuerdo sobre los elementos de la operación tienen un componente manipulativo y engañoso.

Sobre el particular, es importante considerar que los mercados tienen diversas maneras de llegar al cierre de las operaciones (premercado, puja, calce automático, gestión de los *market makers*, etc.) y que lo que resulta relevante es que la operación no tenga un contenido de fraude, engaño o manipulación que afecte a los inversionistas.

Cuando las partes han acordado los elementos de una operación y acuden a los sistemas existentes para cerrar la misma, sin que exista un propósito manipulativo, defraudatorio o engañoso, no puede considerarse que exista necesariamente una situación o un componente reprochable.



## 5.4. Efectos de la norma sobre preacordadas

La prohibición general para realizar operaciones preacordadas tiene las siguientes consecuencias:

### 5.4.1. Obliga a la industria a utilizar mecanismos menos eficientes para la negociación de valores, en algunos casos

Los particulares llevan a cabo su actividad económica bajo criterios de racionalidad económica, y específicamente, propendiendo por la eficiencia. Es decir, buscan producir determinada cantidad de bienes y servicios con una calidad mínima, y utilizando la menor cantidad posible de recursos.

Por lo anterior, es natural que los participantes del mercado busquen realizar la actividad de compra y venta de valores de la manera más fácil posible. Dependiendo de la liquidez de una especie, lo más eficiente puede ser acudir a un sistema de negociación e ingresar puntas de compra y de venta. En tal circunstancia resulta absolutamente innecesario contactar a otros interesados vía telefónica.

En sentido contrario, cuando se trata de especies de poca liquidez, resulta ineficiente limitarse a ingresar puntas en un sistema transaccional. En tal caso, puede ser más eficiente una gestión directa de búsqueda y convencimiento de posibles interesados en comprar y vender papeles. En otras palabras, limitarse a ingresar ofertas en una pantalla esperando a que algunos terceros puedan interesarse, puede resultar en precios inferiores para el cliente o el intermediario, así como en mayores costos de transacción y de oportunidad. Tal hecho puede incluso convertirse en un incumplimiento del principio de mejor ejecución.

Dicho de otra forma, existen especies de media y baja liquidez, en las cuales los sistemas transaccionales no brindan la suficiente interacción entre las fuerzas de oferta y demanda, la cual es necesaria para que los precios allí formados sean los mejores posibles. Esta deficiencia fue suplida por el mercado mediante las labores de premercadeo<sup>11</sup> realizadas por los intermediarios de valores, quienes mediante conversaciones telefónicas con posibles interesados en negociar una determinada especie, logran obtener múltiples cotizaciones de compra y/o venta. En tales circunstancias, los intermediarios pueden ofrecer a su cliente la mejor opción posible para que éste decida si está interesado en realizar la operación.

---

<sup>11</sup> **Premercadeo:** Es la labor de indagación que realizan los intermediarios con el fin de conocer los potenciales intereses de los inversionistas o participantes del mercado, en relación con los valores, precios o rangos de precios en que estarían dispuestos a negociar, y que faciliten el proceso de formación de precios, sin que exista un acuerdo previo entre el comprador y el vendedor sobre los elementos esenciales de la compraventa de valores.

Sin embargo, al establecer que acordar previamente los elementos de una operación es una práctica contraria a los sanos usos prácticos del mercado, la labor de premercado y la celebración de preacuerdos no defraudatorios, que en nuestro concepto resultan legítimas, se vieron afectadas. Lo anterior debido a la inexistencia de criterios técnicos y objetivos que claramente diferenciaron la actuación que se pretendía abolir, es decir, el verdadero preacuerdo con ánimo y efectos defraudatorios, frente a otras prácticas similares que son deseables para el desarrollo del mercado, como es el caso del premercado y el preacuerdo no defraudatorio.

Así las cosas, la prohibición generalizada de los preacuerdos puede afectar la negociación de especies ilíquidas, restando la poca liquidez de éstas y generando un ciclo vicioso: No es posible premercar una especie ilíquida. A su vez, la imposibilidad de premercarla deteriora aún más su liquidez. Este incentivo indebido limita las posibilidades de inversión con que cuentan los inversionistas a la hora de elegir hacia qué instrumento y emisor canalizar sus recursos, a la vez que entorpece el desarrollo del mercado de valores, y las posibilidades de financiamiento que éste brinda al sector productivo.

En el caso de la negociación de especies ilíquidas, las labores de premercado constituyen un mecanismo eficiente para la búsqueda de demandantes y oferentes, y por lo tanto favorecen la formación de precios y los intereses de los inversionistas. Por otra parte, el premercado le imprime liquidez a estos valores, mejorando sus precios.

Otro de los aspectos que se debe tener en cuenta en el presente análisis es el efecto que ha propiciado la prohibición generalizada de los preacuerdos sobre alternativas que son de la mayor importancia para garantizar adecuadas condiciones de liquidez de corto plazo. Nos referimos al caso de las operaciones, repos y simultáneas. La limitación de los preacuerdos ha desincentivado el uso de estos instrumentos por parte de los intermediarios, que anteriormente se constituían en excelentes opciones para la realización de inversiones en especies líquidas e ilíquidas. En general, la interpretación sobre preacuerdos ha deslegitimado la utilización de estas alternativas de fondeo de gran importancia para nuestro mercado.

De otro lado, es importante tener en cuenta que los repos y las simultáneas no son operaciones homogéneas, toda vez que deben ser diseñados para las necesidades específicas de las partes (montos, plazos, tasas), y existe una gran cantidad de factores a considerar para la celebración de este tipo de operaciones. Por ejemplo, en adición a factores como el precio o la tasa, también puede ser relevante tener en cuenta la calidad crediticia de la contraparte. De esta manera, en muchas ocasiones resulta más eficiente que las partes negocien directamente las condiciones de la operación, y no que se limiten a ingresar puntas en un sistema de negociación.

No puede olvidarse que las ineficiencias en el funcionamiento del mercado de valores no solamente afecta a los intermediarios y a los inversionistas, sino a los emisores. Evidentemente, en la medida en que el mercado sea menos eficiente en la negociación de valores, es menos atractivo para los inversionistas acudir a éste. En la medida en que se afecte la demanda de

valores, se cerrará o se reducirá de manera importante la posibilidad de financiación de las empresas a través del mercado de valores.

Este último aspecto es de vital importancia para la economía del país, toda vez que la imposición de mecanismos ineficientes de negociación afecta negativamente la canalización de recursos de inversión hacia actividades productivas. De esta manera, se pierde la posibilidad de aprovechar precios inferiores a los ofrecidos por la banca mediante el sistema de créditos tradicional.

Como regla general, es aconsejable permitir que los participantes del mercado puedan acudir a los mecanismos de negociación más eficientes. En la medida en que esto sea posible, se va a fomentar la creación de un círculo virtuoso: (1) La existencia de sistemas de negociación eficientes reduce los costos y aumenta los niveles de retorno sobre la inversión. (2) Esto a su vez incentiva la presencia de inversionistas. (3) La existencia de un mayor número de inversionistas se traduce en demanda de oportunidades de inversión. (4) Esto a su vez hace que una mayor cantidad de emisores pueda participar en el mercado. (5) Finalmente, la presencia de estas múltiples alternativas de inversión genera mayor competencia, lo cual se convierte en una poderosa forma de proteger a los inversionistas. (6) En la medida en que los inversionistas se vean mejor protegidos, existirá mayor disponibilidad para canalizar sus excedentes al mercado de valores, lo cual a su vez genera más demanda de oportunidades de inversión.

De esta forma se imprime dinamismo al mercado el cual facilita el acceso al capital de las empresas productivas colombianas, reduciendo sus costos de financiamiento y haciéndolas más competitivas. Conclusiones similares se pueden argumentar en el caso de la financiación por parte de la Nación.

#### **5.4.2. Canalización de recursos a través de alternativas tradicionales, a costa del mercado de valores**

Por elemental racionalidad económica, los participantes del mercado no acuden a mercados que son ineficientes debido a la regulación. Cuando ésta obliga a los agentes a cumplir una función de manera ineficiente, ellos deben buscar alternativas que sean mucho más racionales, dentro del campo de la legalidad.

Por lo anterior, la regulación sobre preacordadas simplemente se convirtió en un incentivo (probablemente no el único) para dejar de operar y buscar otras alternativas para la canalización de los recursos. Esto explica, por lo menos en parte, la reducción significativa de las operaciones y de las personas dedicadas a comprar y vender valores.

Es así como se ha observado que los fondos y carteras colectivas acuden cada vez más a las cuentas de ahorro y CDT para la colocación de sus recursos, desnaturalizando su razón de ser. En efecto, las últimas cifras disponibles del Banco de la República, correspondientes al mes de octubre de 2007, permiten identificar que tanto las cuentas de ahorro como los CDT se han incrementado en 16% y 28% durante el último año. Tal circunstancia es muy positiva siempre y cuando no sea a costa del mercado de valores colombiano, cuyo desarrollo resulta estratégico para la competitividad del país.

### **5.4.3. Reemplazo de la gestión de supervisión mediante la regulación**

La prohibición sobre preacordadas corresponde a una estrategia regulatoria, en la cual se reemplaza la gestión de supervisión mediante la expedición de normas. Es decir, que en lugar de implementar un programa de supervisión mediante el cual se puedan detectar y sancionar las conductas que por sus características son reprochables, se establece una prohibición genérica sobre un tipo de actividad (preacuerdos) abarcando de manera indiscriminada, prácticas que son naturales, legítimas y a la vez deseables para el desarrollo del mercado.

En nuestra opinión, las autoridades (incluyendo los organismos de autorregulación) deben establecer un adecuado programa de inspección, supervisión y cumplimiento mediante el cual se detecten y penalicen prácticas contrarias al mercado. De esta manera, solamente se sancionarían los preacuerdos que tengan propósitos fraudulentos o manipulativos, y no se perseguirían actividades completamente legítimas.

La estrategia regulatoria descrita resulta perjudicial para el mercado, pues limita la utilización de un instrumento que resulta de la mayor importancia para generar dinámica y desarrollo del mercado. La problemática se ha pretendido manejar a través de una restricción normativa y no mediante programas de supervisión efectivamente dirigidos hacia las prácticas indebidas.

## **5.5. Situación actual del mercado de renta variable**

Es importante anotar que el debate sobre la norma de preacordadas no impacta de la misma forma al mercado de renta variable, por lo menos en la actualidad. Ello se debe principalmente a que la funcionalidad actual del sistema de renta variable contempla la existencia de un tiempo de exposición.

Adicionalmente, antes de la implementación del Decreto 1802 de 2007 ya existían disposiciones relacionadas con el manejo que debe darse en el caso de operaciones preacordadas. El Decreto citado sólo reafirmó las disposiciones existentes, reduciendo el plazo para anunciar el preacuerdo a un mes, y en caso de operaciones entre beneficiarios reales, a 5 días comunes.

Por lo anterior, en caso de que se elimine la prohibición de la celebración de operaciones preacordadas, sería necesario estudiar la conveniencia de mantener la obligación de informar previamente al mercado cuando se realicen operaciones preacordadas en el mercado de renta variable.

En el estudio realizado por AMV, se encontró que los miembros de la industria no consideran que dicho mecanismo resulte contraproducente para el desarrollo del mercado de valores y por el contrario, tienen claridad sobre el procedimiento y su importancia dado que en el mercado de renta variable está en juego el control de las empresas y por tanto, es importante que quienes intervienen en el mercado tengan la oportunidad de asimilar e intervenir este tipo de operaciones. Sin embargo, en la experiencia de supervisión de AMV, se ha encontrado que el plazo de un mes para anunciar un preacuerdo puede ser excesivo, y en tal sentido constituir un incentivo para que no se siga el procedimiento previsto.

De otro lado, es necesario precisar cuál es el tratamiento que se debe establecer en relación con las denominadas operaciones cruzadas, en el mercado de renta variable.

## **5.6. Conclusión**

Después del análisis expuesto en las secciones anteriores, parece razonable tratar de acoger estándares internacionales en materia de preacuerdos, sin olvidar que pueden existir preacuerdos mediante los cuales se afecte la integridad del mercado y los intereses de los inversionistas.

Así pues, la libre concurrencia como valor y objetivo del mercado de valores, no se logra tutelar mediante el establecimiento de reglas como las operaciones preacordadas. Los objetivos y valores del mercado se logran garantizando que las operaciones no sean abusivas, fraudulentas o engañosas en sí.

Para lo anterior es importante mejorar los programas de inspección, supervisión y cumplimiento, con el fin de que se corrijan los comportamientos, actuaciones y conductas que resulten contrarios a los sanos usos y prácticas del mercado.

## **6. PROPUESTA AMV**

### **6.1. Aspectos formales**

Teniendo en cuenta lo expuesto a lo largo del presente documento, la propuesta de AMV desde el punto de vista formal se materializa mediante la expedición de un decreto por medio del cual se modifique o derogue el Decreto 1802 de 2007.

De esta manera se volvería al estado anterior de la expedición de dicho decreto pero con un ingrediente adicional, toda vez que ya no existiría norma alguna que establezca que preacordar los elementos de una operación sea contrario a los sanos usos y prácticas del mercado. Lo anterior debido a que el Decreto 1802 de 2007 derogó de manera expresa el artículo 4.1.1.1 de la Resolución 1200 de 1995 del Superintendente de Valores, y no es posible que dicho artículo pueda considerarse vigente por el hecho de que sea derogada la norma que lo derogó.<sup>12</sup>

La derogatoria del decreto podría ir acompañada de cualquiera de las siguientes dos alternativas que consideramos contribuirían de igual manera a la consecución de los fines ya expuestos.

## **6.2. Primera alternativa – Precisión de conceptos y autorización del premercado y de los preacuerdos**

Una primera alternativa regulatoria consistiría en autorizar expresamente las labores de preacuerdo y premercado, para lo cual se definirían tales conceptos así:

**Premercado:** Es la labor de indagación que realizan los intermediarios con el fin de conocer los potenciales intereses de los inversionistas o participantes del mercado, en relación con los valores, precios o rangos de precios en que estarían dispuestos a negociar, y que faciliten el proceso de formación de precios, sin que exista un acuerdo previo entre el comprador y el vendedor sobre los elementos esenciales de la compraventa de valores.

### **Preacuerdo:**

Opción 1: Es un acuerdo al que llegan dos partes para ingresar ofertas de compra y de venta a un sistema de negociación, que resultan compatibles entre sí.

Opción 2: Es el acuerdo realizado de manera previa y concertada entre el comprador y el vendedor respecto de los elementos esenciales de la compraventa de valores, el cual está sujeto a la condición de acudir al sistema de negociación en donde el contrato se perfeccionará.

Teniendo en cuenta que los preacuerdos ya no estarían prohibidos, existe la posibilidad de que este mecanismo se utilice con objetivos reprochables o que afecten la integridad del mercado, los cuales denominaremos **preacuerdos no aceptados**. Tales preacuerdos estarán expresamente prohibidos y se podrían definir así:

---

<sup>12</sup> Ley 153 de 1887, Art. 14. "Una ley derogada no revivirá por solas referencia que a ella se hagan, ni por haber sido abolida la ley que la derogó, Una disposición derogada solo recobrará su fuerza en la forma en que aparezca reproducida en una ley nueva."

### **Preacuerdos NO Aceptados**

Se considerarán como no aceptados, aquellos preacuerdos que tengan como propósito, entre otros:

- a. Defraudar a clientes, intermediarios de valores o terceros mediante operaciones de compra y venta de valores.
- b. Perseguir fines diferentes a mercado, como generar un efecto económico similar o que equivalga a la anulación o corrección de operaciones, compensar saldos, pagar primas, cumplir obligaciones, transferir recursos a Sebra, entre otros
- c. Ser utilizado como mecanismo para infringir la normatividad del mercado de valores. (ejemplos: utilizar información privilegiada, manipular el mercado, entre otros)

La propuesta planteada aporta las herramientas necesarias para establecer una clara distinción entre lo que se puede y no se puede hacer en el mercado en materia de preacuerdos. Los preacuerdos quedarían autorizados por regla general, salvo que sean utilizados para propósitos que afectan a los clientes, los participantes del mercado o la integridad del mismo. Consideramos que existe amplia aceptación sobre lo anterior.

### **6.3. Segunda Alternativa – Permitir rol activo de la autorregulación**

Derogar el Decreto 1802 e incorporar un artículo en el cual se establezca que los organismos de autorregulación podrán adoptar normas y estándares para evitar la ocurrencia de prácticas que afecten la integridad del mercado. Con ocasión del ejercicio de esta facultad, serían los organismos de autorregulación quienes definirían cuáles son los preacuerdos que por su naturaleza o impacto deben definirse como no aceptados.

Evidentemente, AMV propondría a la industria la incorporación de unas normas que definan los conceptos de preacuerdo, premercado y preacuerdo no aceptado. Igualmente se autorizarían de manera expresa los dos primeros. La ventaja de esta propuesta es que, al incorporar la normatividad vía autorregulación, existiría mayor flexibilidad para incorporar los ajustes que sean necesarios y se evitaría el tortuoso camino de ajustar el Decreto cada vez que se requiera.

### **6.4. Excepción en el mercado de Renta Variable**

Como hemos mencionado anteriormente, el mercado de renta variable tiene una connotación especial toda vez que en éste se negocia el capital de las compañías y por consiguiente, el control de las sociedades listadas. Adicionalmente, es el mercado al que acuden por regla general los pequeños inversionistas.

Con el ánimo de fomentar un mayor dinamismo en este mercado, es conveniente para los inversionistas que existan mecanismos de revelación sobre los preacuerdos que se realicen.

En este sentido, consideramos que en el caso de las especies cuya bursatilidad sea alta o media se puede establecer que los preacuerdos deben ser revelados con cinco días hábiles de anterioridad a la fecha en que se realizará la operación respectiva. De otro lado, para aquellas acciones cuya bursatilidad sea baja, mínima o nula, el plazo de revelación anticipada es de diez días hábiles. Lo anterior sin perjuicio que sobre todas las acciones se puedan realizar actuaciones de premercadeo.

La implementación de un mecanismo de revelación permitirá al mercado tener acceso adecuado a información sobre intenciones concretas de compra y venta, y de esta manera adoptar las medidas que considere necesarias para absorber ofertas o demandas, permitiendo que exista mayor posibilidad para que todos los participantes se beneficien de tales transacciones.

Lógicamente no se incluirían dentro de estas disposiciones las operaciones especiales como OPAS, martillos, subastas, etc, que tienen un tratamiento y una regulación especial.

#### **6.5. Subastas en el mercado primario y operaciones de manejo de deuda pública – Programa de Creadores de Mercado**

Consideramos que la orientación normativa del Decreto 1802 de 2007 en lo relacionado con las operaciones realizadas en desarrollo del programa de creadores de mercado debe mantenerse, con algunos ajustes.

Por lo anterior, proponemos mantener el inciso primero del artículo 3, contenido en el citado Decreto. En tal sentido, se mantendría la autorización para realizar preacuerdos, cuando se trate de actividades de distribución de títulos de deuda pública de la Nación, adquiridos en subastas para la suscripción primaria o en operaciones de manejo de deuda.

Adicionalmente y con el fin de evitar el doble registro, podría mantenerse el segundo inciso del artículo referido. Así se aclara que los precios resultantes de las operaciones efectuadas entre los creadores de mercado y la Nación en los términos señalados anteriormente, computarán como registro válido para efectos de formación de precios y no será necesario realizar operaciones de distribución en sistemas de negociación.

Como medida adicional para contribuir con la eficiencia y evitar prácticas indebidas, se propone que las operaciones de distribución se deban realizar el mismo día en que se celebró la operación. En tal caso, sería deseable establecer las siguientes obligaciones:

- Obligación de enviar planilla **con posterioridad** a la adjudicación en la cual se relacionen las especies y montos que fueron adquiridas para distribución posterior a terceros, así como el nombre de tales terceros.



- Obligación de que la orden se imparta a través de un mecanismo que permita dejar constancia de las condiciones en tiempo real.

## **6.6. Medidas complementarias a la derogatoria del Decreto 1802 de 2007**

### **6.6.1. Fortalecimiento del esquema de supervisión**

Lo anteriormente planteado genera la necesidad, en el corto plazo, de contar con esquemas de supervisión adecuados, los cuales deben enfocarse en verificar operaciones cuyos precios o tasas o sus volúmenes sean inusuales, ya que a partir de estos dos criterios se generan alertas que se deben verificar y solamente en ese momento se puede determinar si el preacuerdo es permitido o no. De esta forma se logra delimitar la supervisión hacia los casos realmente reprochables.

Ahora bien, en un escenario de mediano y largo plazo y en la medida en que se consoliden los resultados de la supervisión de los preacuerdos con los criterios señalados atrás, se pueden desarrollar otras metodologías especializadas que permitan detectar más fácilmente preacuerdos prohibidos.

AMV asume el compromiso de adecuar la supervisión de los mercados para prevenir y perseguir los preacuerdos indebidos, de conformidad con la normatividad vigente y el memorando de entendimiento recientemente suscrito con la Superintendencia Financiera de Colombia.

### **6.6.2. Desarrollo del principio de mejor ejecución**

Para el desarrollo de un mercado profesional resulta de fundamental importancia considerar la incorporación y aplicación de un parámetro de conducta como es el de mejor ejecución. Este deber de conducta exige a los agentes que intervienen en el mercado la obtención para las órdenes de sus clientes de los mejores términos y condiciones que se encuentren disponibles bajo las circunstancias y condiciones existentes en el mercado.

En este orden de ideas, la mejor ejecución recoge una obligación para los agentes del mercado consistente en un deber de diligencia que implica para éstos averiguar o establecer el mejor precio en el mercado para determinado valor, bien sea para compra o para venta, de tal manera que el precio para el cliente sea el más favorable posible bajo las condiciones que prevalecen en el mercado.

Así mismo, este principio resulta de gran utilidad para una actividad como la intermediación de valores en la medida que para su aplicación se deben considerar los hechos y circunstancias del mercado para un momento determinado y tener en cuenta criterios de razonabilidad. Esto

reconoce que el mercado de valores, los medios y sistemas de negociación y la información disponible hacen parte de una realidad cambiante y en evolución. De esta manera, antes que establecer unas prohibiciones o restricciones previas a la realización de una negociación se establece un estándar, como el deber de mejor ejecución, que permite que los órganos de supervisión del mercado puedan analizar la conducta de los agentes bajo situaciones reales y concretas y en última instancia evaluar su actuación profesional. Por otra parte, implica incorporar en el análisis aspectos que se pueden considerar como criterios de razonabilidad para evaluar la actuación de un actor determinado. Estos criterios pueden implicar mirar el estado del mercado para una especie determinada en aspectos como precio, volatilidad, liquidez, información disponible, el tamaño y tipo de transacción, la posibilidad de conseguir cotizaciones, los mercados analizados, entre otros.

Este principio impone a los agentes el deber de conocer el mercado, generar mecanismos de seguimiento y evaluación que les permita cumplir con sus deberes profesionales y en última instancia la obligación de poder explicar en un momento determinado la razón por la cual determinada operación representa una aplicación del principio de mejor ejecución. El análisis anterior implica avanzar en una vía que, por una parte, da un nivel de confianza al mercado y sus agentes sobre su calidad de profesionales, y, por la otra, establece un criterio de valoración de conducta para sus actuaciones que en caso de no cumplirse implicará la aplicación de los procedimientos de supervisión y disciplina que se estimen pertinentes por las autoridades.

Próximamente les estaremos remitiendo una propuesta de decreto para su consideración, la cual recoge los planteamientos efectuados en este estudio.

## ANEXO - RUEDAS DE NEGOCIACIÓN DEL MEC PLUS

SPOT: Mercado spot sobre lote (t+0) cuyo horario va de 8:00 a.m. a 3:40 p.m.

<b>Metodología de Negociación</b>	Calce automático, las ofertas y demandas compatibles son adjudicadas automáticamente por el sistema estableciendo preferencia por aquella demanda u oferta contraria de mejor precio o tasa según corresponda.
<b>Tipos de Operación</b>	Compra Venta de títulos para liquidación T+0
<b>Valores Negociados</b>	Títulos de deuda pública del orden nacional
<b>Revelación de Contraparte</b>	Semiciego, es decir, ciego en negociación con revelación de la contraparte en complementación y cumplimiento.
<b>Criterio de Negociación y Calce</b>	Precio limpio y tasa para cupón y principal
<b>Cantidad de Lote Mínima</b>	Col \$500.000.000 / USD 250.000 / 5.000.000 UVR
<b>Múltiplos</b>	Col \$500.000.000 / USD 250.000 / 5.000.000 UVR
<b>Factor Divisibilidad</b>	Todas las ofertas serán divisibles en los múltiplos establecidos
<b>Ofertas de Punta (Spread)</b>	Diferencia máxima entre tasas de compra y venta: 200 PB Diferencia máxima entre precio limpio de compra y venta: 700 PB
<b>Anulaciones</b>	Se avisa a la contraparte, pero decide el comité y ejecuta administrador
<b>Deposito</b>	DCV

SOLO: Mercado sobre lote (t+n) con horario de 8:00 a.m. a 5:00 p.m.

<b>Metodología De Negociación</b>	Calce automático, las ofertas y demandas compatibles son adjudicadas automáticamente por el sistema estableciendo preferencia por aquella demanda u oferta contraria de mejor precio o tasa según corresponda.
<b>Tipos De Operación</b>	Compra Venta de títulos para liquidación de T+1 a T+5 y Plazo
<b>Valores Negociados</b>	Títulos de deuda pública del orden nacional
<b>Revelación De Contraparte</b>	Semiciego, ciego en negociación con revelación de la contraparte en complementación y cumplimiento.
<b>Criterio De Negociación y Calce</b>	Precio limpio y tasa para cupón y principal
<b>Cantidad de Lote Mínima</b>	Col \$500.000.000 / USD 250.000 / 5.000.000 UVR
<b>Múltiplos</b>	Col \$500.000.000 / USD 250.000 / 5.000.000 UVR

<b>Factor Divisibilidad</b>	Todas las ofertas serán divisibles en los múltiplos establecidos
<b>Ofertas De Punta (Spread)</b>	Diferencia máxima entre tasas de compra y venta: 200 PB. Diferencia máxima entre precio limpio de compra y venta: 700 PB.
<b>Anulaciones</b>	Se avisa a la contraparte, pero decide el comité y ejecuta administrador
<b>Deposito</b>	DCV

RYS: Repos y simultáneas (Deuda pública) cuyo horario se extiende de 8:00 a.m. a 5:00 p.m.

<b>Metodología De Negociación</b>	Calce Voluntario, mediante la cual el afiliado toma una oferta o demanda disponible en el mercado y la acepta, momento a partir del cual el sistema, a fin de realizar la adjudicación, establece preferencia sobre aquella oferta contraria con iguales condiciones.
<b>Tipos De Operación</b>	Repos y simultaneas
<b>Valores Negociados</b>	Títulos de deuda pública del orden nacional y de deuda pública externa
<b>Revelacion De Contraparte</b>	Ciego en negociación con revelación de la contraparte en complementación y cumplimiento
<b>Criterio De Negociacion Y Calce</b>	Tasa de la simultanea o repo
<b>Cantidad De Lote Minima</b>	Los definidos para la especie
<b>Multiplos</b>	Los definidos para la especie
<b>Anulaciones</b>	Solo de acuerdo entre las partes
<b>Deposito</b>	DCV y DECEVAL para deuda externa

BALO: Mercado Bajo lote. Esta rueda cuenta con dos horarios: para las operaciones de contado es de 8:00 a.m. a 3:40 p.m., mientras que para las operaciones a plazo es de 8:00 a 5:00 p.m.

<b>Metodología de Negociación</b>	Calce automático, las ofertas y demandas compatibles son adjudicadas automáticamente por el sistema estableciendo preferencia por aquella demanda u oferta contraria de mejor precio o tasa según corresponda.
<b>Tipos De Operación</b>	Compra Venta de títulos al contado y plazo
<b>Valores Negociados</b>	Títulos de deuda pública del orden nacional

<b>Revelación De Contraparte</b>	Ciego en negociación con revelación de la contraparte en complementación y cumplimiento.
<b>Criterio De Negociación Y Calce</b>	Precio Limpio y tasa para cupones y principales
<b>Cantidad De Lote Mínima</b>	Los definidos para la Especie
<b>Múltiplos</b>	Los definidos para la Especie
<b>Máximo A Negociar</b>	Col\$ 500.000.000
<b>Anulaciones</b>	Solo de acuerdo entre las partes siempre, que éste por fuera del túnel de tasas, con decisión del administrador
<b>Deposito</b>	DCV

DEXT: Mercado deuda externa que opera en un horario de 8:00 a.m. a 5:00 p.m.

<b>Metodología De Negociación</b>	Calce automático, las ofertas y demandas compatibles son adjudicadas automáticamente por el sistema estableciendo preferencia por aquella demanda u oferta contraria de mejor precio o tasa según corresponda.
<b>Tipos De Operación</b>	Compra Venta de títulos al contado y plazo
<b>Valores Negociados</b>	Títulos de deuda pública externa
<b>Revelación De Contraparte</b>	Ciego en negociación con revelación de la contraparte en complementación y cumplimiento.
<b>Criterio De Negociación Y Calce</b>	Precio Limpio y tasa para cupones y principales
<b>Cantidad De Lote Mínima</b>	Los definidos para la Especie
<b>Múltiplos</b>	Los definidos para la Especie
<b>Anulaciones</b>	Solo con acuerdo entre las partes
<b>Deposito</b>	DECEVAL, DTC, EUROCLEAR, CLEARSTREAM

DEES: Mercado Renta fija estandarizada cuyo horario para operaciones de contado es de 8:00 a.m. a 3:40 p.m. y para operaciones a plazo es de 8:00 a.m. a 5:00 p.m.

<b>Metodología De Negociación</b>	Calce automático, las ofertas y demandas compatibles son adjudicadas automáticamente por el sistema estableciendo preferencia por aquella demanda u oferta contraria de mejor precio o tasa según corresponda.
<b>Tipos De Operación</b>	Compra Venta de títulos al contado y a plazo
<b>Valores Negociados</b>	Títulos emitidos en forma estandarizada de deuda privada y deuda pública de orden no nacional
<b>Revelación De Contraparte</b>	Ciego en negociación con revelación de la contraparte en complementación y cumplimiento.
<b>Criterio De Negociación Y Calce</b>	Precio Limpio
<b>Cantidad De Lote Mínima</b>	Los definidos para la Especie
<b>Múltiplos</b>	Los definidos para la Especie
<b>Anulaciones</b>	Solo con acuerdo entre las partes
<b>Deposito</b>	DECEVAL

RYSE: Repos y simultáneas para deuda estandarizada que cuenta con un horario de 8:00 a.m. a 5:00 p.m.

<b>Metodología De Negociación</b>	Calce Voluntario, mediante la cual el afiliado toma una oferta o demanda disponible en el mercado y la acepta, momento a partir del cual el sistema, a fin de realizar la adjudicación, establece preferencia sobre aquella oferta contraria con iguales condiciones.
<b>Tipos De Operación</b>	Repos y Simultaneas
<b>Valores Negociados</b>	Títulos de deuda pública del orden no nacional y de deuda privada
<b>Revelación De Contraparte</b>	Ciego en negociación con revelación de la contraparte en complementación y cumplimiento.
<b>Criterio De Negociación Y Calce</b>	Tasa
<b>Cantidad De Lote Mínima</b>	Los definidos para la Especie
<b>Múltiplos</b>	Los definidos para la Especie
<b>Anulaciones</b>	Solo con acuerdo entre las partes
<b>Deposito</b>	DECEVAL

SUBA: Rueda de subastas que se encuentra habilitada entre 8:00 a.m. y 2:00 p.m.

<b>Metodología De Negociación</b>	Subasta Holandesa, se ordenan todas las ofertas en estricto orden descendente de tasa y se aprueban todas las ofertas con tasa superior o igual a la tasa donde se completa el cupo de la subasta, en adelante la tasa de corte. La subasta holandesa también se podrá realizar con precios. Todas las ofertas aprobadas tendrán la misma tasa o precio de corte. Cuando el valor de dos o más ofertas a la tasa o precio de corte supere el remanente del cupo de la subasta, el remanente se distribuirá en forma proporcional al valor de las ofertas que acepten aprobación parcial.
<b>Tipos De Operación</b>	Compra venta de títulos al contado
<b>Valores Negociados</b>	Títulos emitidos en forma estandarizada de deuda privada y deuda pública
<b>Revelación De Contraparte</b>	Ciego en negociación con revelación de la contraparte en complementación y cumplimiento
<b>Criterio De Negociación Y Calce</b>	Precio Sucio y Tasa
<b>Cantidad De Lote Padrón Mínima</b>	Los definidos para la Especie
<b>Múltiplos</b>	Los definidos para la Especie
<b>Anulaciones</b>	No se Anula
<b>Deposito</b>	DECEVAL

DSER: Rueda títulos no estandarizados que cuenta con dos horarios: para operaciones de contado es de 8:00 a.m. a 3:40 p.m. y para operaciones a plazo es de 8:00 a.m. a 5:00 p.m.

<b>Metodología De Negociación</b>	Remate Serializado, se refiere a un remate de ofertas de venta en el cual las ofertas previamente inscritas se difunden en orden cronológico de ingreso, permitiendo la recepción de posturas y adjudicaciones en forma independiente para cada oferta durante un tiempo determinado. La adjudicación se realizará a la mejor postura vigente en el sistema al final de dicho plazo. Actualmente aplican tres minutos de maduración de las ofertas y otros tres para el remate de la oferta. Estos plazos no son prorrogables.
<b>Tipos De Operación</b>	Compra Venta de títulos al contado y a plazo, repos y simultaneas
<b>Valores Negociados</b>	Títulos emitidos en forma no estandarizada de deuda privada y deuda pública

<b>Revelación De Contraparte</b>	Ciego en negociación con revelación de la contraparte en complementación y cumplimiento.
<b>Criterio De Negociación Y Calce</b>	Precio Sucio y Tasa
<b>Cantidad De Lote Mínima</b>	Los definidos para la Especie
<b>Múltiplos</b>	Los definidos para la Especie
<b>Anulaciones</b>	Contado y Plazo: de común acuerdo entre las partes, con autorización del administrador. Repos y Simultaneas: de común acuerdo entre las partes.
<b>Deposito</b>	DECEVAL

COTI: Rueda de cotizaciones cuyo horario va de 8:00 a.m. a 3:40 p.m. Proceso mediante el cual una Afiliado solicita la presentación de ofertas y/o demandas sobre un valor específico a un grupo de Afiliados previamente seleccionados, quienes pueden presentar sus respuestas en los términos solicitados, dentro de un tiempo prefijado (oscilantes entre 1 y 3 minutos a criterio de quien convoca la cotización), luego del cuál el Afiliado que solicitó la cotización podrá ingresar una contraoferta y el sistema realizará la adjudicación respectiva con las ofertas compatibles, al precio o tasa agredida.

<b>Metodología De Negociación</b>	Calce Automático, las ofertas y demandas compatibles son adjudicadas automáticamente por el sistema estableciendo preferencia por aquella demanda u oferta contraria de mejor precio o tasa según corresponda.
<b>Tipos De Operación</b>	Compra Venta Contado y Plazo
<b>Valores Negociados</b>	Títulos emitidos en forma estandarizada de deuda privada y deuda pública.
<b>Revelación De Contraparte</b>	Ciego en negociación con revelación de la contraparte en complementación y cumplimiento.
<b>Criterio De Negociación Y Calce</b>	Precio Limpio y tasa para cupón y principal
<b>Cantidad De Lote Mínima</b>	Las ofertas entrantes deben ser mayores a \$10.000 Millones
<b>Anulaciones</b>	No se Anula
<b>Deposito</b>	DCV y DECEVAL