

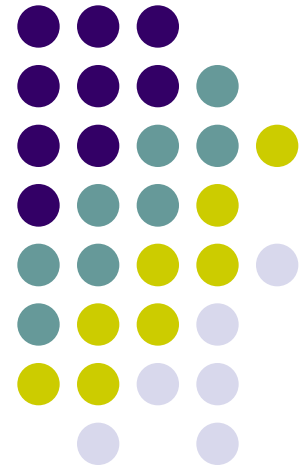
# EL MOR A LA LUZ DE LA NORMATIVIDAD DEL MERCADO DE VALORES

CONSULTOR:

JAIME RESTREPO PINZÓN

E-mail: [jaimerestrepopinzon@gmail.com](mailto:jaimerestrepopinzon@gmail.com)  
[jaimere.strepo@restrepopinzon.com](mailto:jaimere.strepo@restrepopinzon.com)

BOGOTA D.C., Abril 14 de 2009



# Objeto del Trabajo con base en el documento CREG 077 - 2008



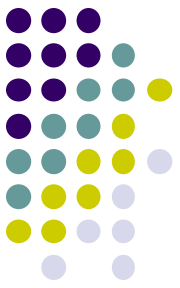
- ¿Es el Producto del MOR un Valor y, por tanto, resulta aplicable la normatividad del Mercado de Valores?
- ¿Cuáles serían las principales implicaciones de la aplicación de la normatividad del Mercado de Valores al MOR?
- ¿En caso de que se aplique la normatividad del Mercado de Valores al MOR, cuáles serían los potenciales conflictos de competencias entre autoridades y cómo deben resolverse?
- ¿Cuáles serían las ventajas y desventajas de la aplicación de la normatividad del Mercado de Valores al MOR?
- ¿Qué ajustes se requerirían a la propuesta del MOR para que pudiera funcionar de acuerdo con la normatividad del Mercado de Valores?

# 1. ¿Es el Producto del MOR un Valor y, por tanto, resulta aplicable la normatividad del Mercado de Valores?



- La ley 964 de 2005 tiene el carácter de ley marco y establece los instrumentos de intervención para regular la captación de recursos del público mediante valores con sujeción a los criterios y objetivos en ella previstos.
- El ámbito de la ley es flexible y está asociado a los conceptos de: i) Actividades del Mercado de Valores y ii) Valor. La ley trae una enumeración no taxativa que puede ser ampliada por el Gobierno Nacional
- El límite para el Gobierno Nacional se encuentra en la relación que tengan las actividades o instrumentos con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público mediante valores.

# 1. ¿Es el Producto del MOR un Valor y, por tanto, resulta aplicable la normatividad del Mercado de Valores?



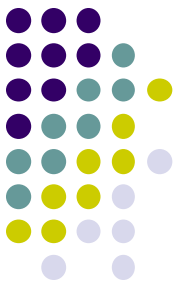
- No existe definición constitucional de captación de recursos del público, luego el alcance de este concepto puede ser determinado por el legislador. Si bien existe una definición para fines penales, el concepto puede ser más amplio atendiendo al sentido económico y financiero de la operación.
- En este contexto por captación de recursos del público puede entenderse la recepción de cualquier suma de dinero por una persona con la obligación de devolverla posteriormente, siempre y cuando dicha conducta trascienda la esfera privada de tal forma que involucre el interés público y, por tanto, sea necesaria la intervención del Estado de acuerdo con el mandato del artículo 335 de la Constitución Política para la protección de los inversionistas.
- Para que una actividad o un instrumento estén sujetos a lo previsto en la ley 964 de 2005 se requiere que el Gobierno Nacional así lo reconozca de manera expresa.

# 1. ¿Es el Producto del MOR un Valor y, por tanto, resulta aplicable la normatividad del Mercado de Valores?



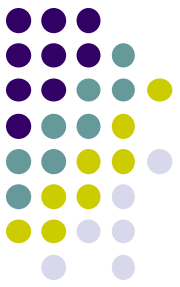
- Esta ley permite regular no solamente lo que tradicionalmente se conoce como Mercado de Valores, sino también algunos aspectos del mercado de derivados financieros y de los mercados de productos agropecuarios, agroindustriales y de otros “commodities”.
- La expresión “commodities” no tiene definición legal y, por tanto, su alcance puede comprender un número importante de mercados. El Gobierno solo tendría competencia para regular sobre materias que tengan relación con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público mediante Valores.
- La ley 964 de 2005 es aplicable a los mercados de derivados cuando se reúnen dos condiciones: i) que los derivados sean estandarizados y ii) los mismos puedan ser transados en bolsas de valores o en otros sistemas de negociación de valores.

# 1. ¿Es el Producto del MOR un Valor y, por tanto, resulta aplicable la normatividad del Mercado de Valores?



- Para ser un Valor, el Producto del MOR debería reunir los elementos del mismo: i) sea un derecho negociable, es decir que pueda ser transferido por cualquier medio previsto por la ley ii) haga parte de una emisión, es decir que pueda ser creado en virtud de un acto o contrato, y iii) tiene por objeto o efecto la captación de recursos del público. Este requisito no es cumplido por el Producto del MOR, en tanto que constituye simplemente un instrumento para cubrir el riesgo de volatilidad de los precios de la energía por parte de los generadores y comercializadores de ésta.
- Como se mencionó, la ley 964 de 2005 permite regular los derivados financieros pero para ello se deben cumplir con las siguientes condiciones, i) que sean estandarizados y ii) que sean susceptibles de ser transados en las bolsas de valores o en otros sistemas de negociación de valores. Si bien el Producto del MOR está propuesto como un instrumento derivado estandarizado, el mismo no sería transado en sistemas de negociación de valores, de tal suerte que no se le debe aplicar la normatividad del Mercado de Valores.

# 1. ¿Es el Producto del MOR un Valor y, por tanto, resulta aplicable la normatividad del Mercado de Valores?



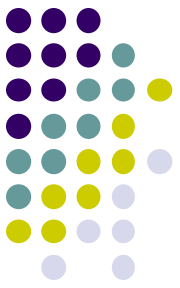
- Las competencias de la ley 964 de 2005 frente al Mercado MOR

“Artículo Segundo. Concepto de Valor. ....

Parágrafo 4°. El Gobierno Nacional podrá reconocer la calidad de valor a los contratos y derivados financieros que tengan como subyacente energía eléctrica o gas combustible, previa información a la Comisión de Regulación de Energía y Gas, para lo cual esta última tendrá en cuenta la incidencia de dicha determinación en el logro de los objetivos legales que le corresponde cumplir a través de las funciones que le atribuyen las Leyes 142 y 143 de 1994, así como aquellas que las modifiquen, adicionen o sustituyan.”

- La normatividad del Mercado de Valores sólo podría aplicar previa determinación del Gobierno Nacional con el debido respecto de las competencias de la CREG y los principios correspondientes al servicio público de energía.

## 2. ¿Cuáles serían las principales implicaciones de la aplicación de la normatividad del Mercado de Valores al MOR?



- Si el Producto del MOR es reconocido como un Valor, la actividad desarrollada en el MOR correspondería a la intermediación de valores y sus participantes tendrían la calidad de intermediarios de valores.
- En función de estas categorías el Gobierno Nacional podría utilizar los instrumentos de intervención previstos en la ley 964 de 2005 para regular todos los aspectos relacionados con: i) el Producto del MOR, ii) el administrador del sistema del MOR, iii) las operaciones y garantías, iv) el sistema de compensación y liquidación del mercado y las entidades encargadas del mismo, v) los participantes del MOR, vi) la información del MOR y vii) la actividad general dentro del MOR.
- Respecto del MOR habría que tener en cuenta que su administrador debería cumplir las funciones de una Sociedad Administradora de Sistemas de Negociación de Valores y el Gobierno Nacional podría regular la constitución, funcionamiento y operaciones, así como otros aspectos debido al carácter de entidad vigilada por la Superintendencia Financiera.

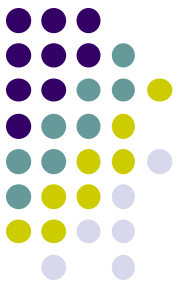


## 2. ¿Cuáles serían las principales implicaciones de la aplicación de la normatividad del Mercado de Valores al MOR?



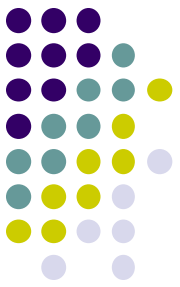
- Los participantes del MOR serían considerados como Intermediarios de Valores y eventualmente se les podría reconocer la calidad de entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera, de tal suerte que respecto de ellos el Gobierno Nacional podría prácticamente regular todos los aspectos, como lo ha hecho con las entidades cuyo objeto social es participar en los mercados financiero, bursátil y asegurador. Una determinación en este sentido tendría vicios de ilegalidad.
- El Producto del MOR debería inscribirse en el Registro Nacional de Valores y Emisores, el administrador del sistema y los participantes del mercado en el Registro Nacional de Agentes del Mercado, y las personas naturales que transen el Producto en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores, todos ellos parte del Sistema de Integral de Información del Mercado de Valores –SIMEV-, cumpliendo para el efecto los requisitos y condiciones previstas en la normatividad respectiva.

## 2. ¿Cuáles serían las principales implicaciones de la aplicación de la normatividad del Mercado de Valores al MOR?



- La Superintendencia Financiera estaría encargada de supervisar la actividad del MOR y sus participantes, pudiendo ejercer las competencias que tiene asignadas de acuerdo con la normatividad aplicable, que le otorgan facultades de i) aprobación y/o objeción, ii) control y vigilancia, iii) supervisión, iv) prevención y sanción, y v) regulación.
- Adicionalmente, por tratarse de una actividad de intermediación de valores los participantes del MOR deberían cumplir con la obligación de autorregularse .
- La aplicación de la normatividad vigente del Mercado de Valores y su esquema de regulación y supervisión no podría implementarse en todo su alcance al MOR porque ello conduciría a desconocer los principios y objetivos previstos en la Constitución Política para los servicios públicos y las normas que la desarrollan (leyes 142 y 143 de 1994), así como de las competencias asignadas a la Comisión de Regulación de Energía y Gas - CREG y la Superintendencia de Servicios Públicos Domiciliarios.

### 3. ¿En caso de que se aplique la normatividad del Mercado de Valores al MOR, cuáles serían los potenciales conflictos de competencias entre autoridades y cómo deben resolverse?



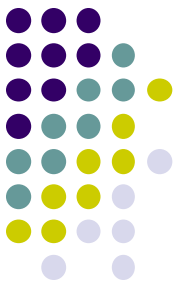
- Existen diferencias en el esquema de intervención previsto en la Constitución Política para el sector de servicios públicos y para los sectores financiero, bursátil y asegurador y cualquier otra actividad relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público.
- En el sector de servicios públicos la competencia general le corresponde al Congreso de la República y el Gobierno Nacional tiene una competencia residual. Por el contrario, en relación con las actividades relacionadas con el manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público, el Congreso de la República debe fijar los objetivos y criterios generales de intervención y el Gobierno Nacional, de conformidad con los mismos, tiene la competencia general.

### 3. ¿En caso de que se aplique la normatividad del Mercado de Valores al MOR, cuáles serían los potenciales conflictos de competencias entre autoridades y cómo deben resolverse?



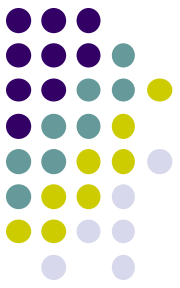
- Los fines constitucionales de la intervención son diferentes para cada uno de los sectores. Para el caso de los servicios públicos la Constitución Política establece que éstos tienen una finalidad social y, por tanto, su prestación debe ser eficiente. Por otra parte, la finalidad principal de la intervención en el Mercado de Valores es asegurar el interés público involucrado en el mismo para proteger el ahorro del público captado mediante Valores.
- Teniendo en cuenta la diferencia en los esquemas de intervención y sus fines, la aplicación de la normatividad del Mercado de Valores al MOR tendría como consecuencia necesaria la existencia de conflictos entre normas sustantivas de estos sectores y de competencias entre las autoridades correspondientes.
- El Gobierno Nacional para efectos del ejercicio de las facultades de regulación previstas en la ley 964 de 2005 debe limitarse a aquellos aspectos relacionados con la captación de recursos del público y no puede por esta vía desconocer los fines de la normatividad aplicable al sector de servicios públicos y/o las competencias atribuidas a sus autoridades.

### 3. ¿En caso de que se aplique la normatividad del Mercado de Valores al MOR, cuáles serían los potenciales conflictos de competencias entre autoridades y cómo deben resolverse?



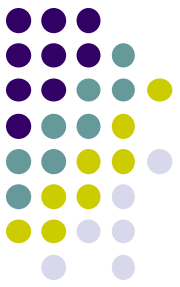
- En términos generales debería primar la normatividad de los servicios públicos y de sus autoridades en atención a la finalidad social de los mismos y su vinculación con los derechos fundamentales.
- De aplicarse la normatividad del Mercado de Valores al MOR se presentarían conflictos de competencias entre la Superintendencia Financiera y la Superintendencia de Servicios Públicos Domiciliarios, los cuales podrían ser resueltos en su gran mayoría a través de una regulación especial.
- La regulación del Mercado Mayorista de Energía se extiende a la finalidad de la operaciones en el mismo, en tanto que la del Mercado de Valores permite a los participantes realizar las operaciones para conseguir sus objetivos dentro de un mercado justo, eficiente y transparente.
- En caso que al MOR le aplicara la normatividad vigente del Mercado de Valores sería conveniente revisar algunos aspectos de la propuesta contenida en el Documento CREG -077 de 2008.

### 3. ¿En caso de que se aplique la normatividad del Mercado de Valores al MOR, cuáles serían los potenciales conflictos de competencias entre autoridades y cómo deben resolverse?



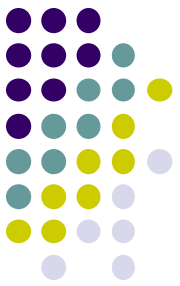
- Sin embargo, de acuerdo con la normatividad vigente, y título simplemente ilustrativo, podrían enunciarse, como situaciones que puedan dar origen a dichos conflictos las siguientes: i) intervención de la Comisión de Regulación de Energía y Gas – CREG para regular el MOR de acuerdo con sus fines, ii) la naturaleza del administrador del sistema del MOR y la autorización para su constitución por parte de la Superintendencia Financiera, iii) el cumplimiento de requisitos y condiciones para el funcionamiento del sistema de negociación de valores y los mecanismos de compensación y liquidación de operaciones, iv) los requisitos para ejercer la actividad por parte de los participantes del MOR y las personas naturales que transen el producto, v) los requerimientos de información, vi) las facultades de inspección, vigilancia y control de las Superintendencias a cargo de estos mercados, y vii) el alcance de las sanciones por conductas en el Mercado de Valores.

## 4. ¿Cuáles serían las ventajas y desventajas de la aplicación de la normatividad del Mercado de Valores al MOR?



- Las potenciales ventajas de la aplicación de la regulación del Mercado de Valores al MOR podrían ser i) liquidez del producto, ii) participación de especuladores, iii) distribución de riesgos entre los participantes del mercado de valores, iv) instrumentos de cobertura para los usuarios respecto de la volatilidad de los precios de energía, v) participación de otros actores que contribuyan a la formación de precios, y vi) mecanismos de protección para que las operaciones sean compensadas y liquidadas de forma segura.
- De acuerdo con la propuesta del Documento CREG-077 de 2008 la principal ventaja de la normatividad del Mercado de Valores para el MOR estaría relacionada con la potencial aplicación de los estándares previstos por la ley 964 de 2005 para la compensación y liquidación de las operaciones sobre Valores. En particular, el principio de finalidad, la protección de las garantías, la anotación en cuenta y la Cámara de Riesgo Central de Contraparte, podrían contribuir de manera importante para darle seguridad al esquema de compensación y recaudo previsto en la propuesta del MOR.

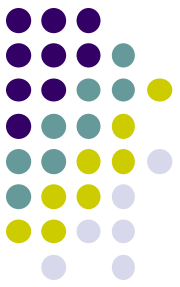
## 4. ¿Cuáles serían las ventajas y desventajas de la aplicación de la normatividad del Mercado de Valores al MOR?



- La aplicación de la normatividad del Mercado de Valores al MOR puede generar dificultades, las que en su mayoría se podrían superar mediante la expedición de una regulación especial que precise su alcance.
- Las potenciales desventajas podrían ser las siguientes: i) dificultad para alcanzar la armonía de los principios y fines de los dos mercados de manera que la operación del MOR no afecte a los usuarios del servicio de energía eléctrica, ii) existencia de potenciales conflictos de competencias entre las autoridades regulatorias de los respectivos mercados, iii) posibles conflictos de competencias entre la Superintendencia Financiera y la Superintendencia de Servicios Públicos Domiciliarios, iv) pérdida de control de la Comisión de Regulación de Energía y Gas – CREG para regular el MOR de manera que se puedan conseguir los fines previstos por ella de conformidad con la normatividad aplicable al sector de servicios públicos en general y al sector de energía eléctrica en particular, v) requisitos exigentes de suministro de información al Mercado de Valores, incluyendo la información relevante del mercado de energía eléctrica, y vi) atención de requerimientos de potenciales inversionistas en el Producto del MOR.



## 5. ¿Qué ajustes se requerirían a la propuesta del MOR para que pudiera funcionar de acuerdo con la normatividad del Mercado de Valores?



- La estructuración del MOR conforme a la normatividad del Mercado de Valores requería de una regulación expedida por el Gobierno Nacional que determine tres aspectos: i) la normatividad del Mercado de Valores que pueda ser aplicada al MOR, ii) las competencias de las autoridades de los dos mercados, y iii) las reglas y condiciones especiales para el funcionamiento del MOR.
- En caso que al MOR se le aplicara la normatividad vigente del Mercado de Valores sería conveniente revisar ciertos aspectos de la propuesta contenida en el Documento CREG -077 de 2008, como son los siguientes: i) características del Producto del MOR ii) el esquema de demanda objetivo, iii) el esquema de subasta iv) los mecanismos de compensación y liquidación v) las garantías vi) mercado secundario.

# FIN

MIL GRACIAS POR SU ATENCION

