

La bolsa de valores de Colombia, su naturaleza y su posición sobre las sociedades comisionistas de bolsa: el planteamiento del *Service Level Agreement* (SLA) como posible forma de mitigación

The Colombian Stock Exchange, Its Nature and Position concerning the Stockbrokers: Service Level Agreement (SLA) as a Way of Mitigation

NÉSTOR DAVID RODRÍGUEZ RODRÍGUEZ*

Universidad Militar Nueva Granada

Resumen: Las bolsas de valores son agentes importantes para el desarrollo de los mercados de capitales y de valores de un país. Este artículo propone una definición para las bolsas de valores en Colombia al exponer sus características desde un punto de vista legal, financiero y de mercado. Posteriormente, se profundiza en la relación contractual de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) con los agentes del mercado (en particular, con las sociedades comisionistas de bolsa SCB), para concluir que existe posición dominante y un monopolio a favor de la BVC. Al final, se propone el uso del «*Service Level Agreement*» (SLA) como una forma de mitigar los efectos del monopolio y la posición dominante de la BVC. Para los fines pertinentes, el presente trabajo se desarrolla bajo el método de investigación dogmático-jurídico y de análisis jurisprudencial y legal, mediante el uso de herramientas metodológicas, descriptivas, comparativas y propositivas.

Palabras clave: sociedades comisionistas de bolsa, Bolsa de Valores de Colombia, posición dominante, monopolio, *Service Level Agreement*, cláusulas abusivas

Abstract: Stock exchanges are vital agents for capital market development and the stock market of a country. This article defines «stock exchange» in Colombia and analyzes its characteristics from a legal, financial and market point of view. Furthermore, this article reviews the contractual relationship between the Colombian Stock Exchange and the market agents, especially with the Colombian Stock Brokerage Firms, in order to conclude the existence of both dominant position and a monopoly that favors the Colombian Stock Exchange. Finally, the «*Service Level Agreement*» is proposed as a way to alleviate both the monopoly and dominant position's effects of the Colombian

* Abogado egresado de la Universidad Militar Nueva Granada (Colombia). Especialista en Legislación Financiera de la Universidad de los Andes (Colombia) y Magíster en Derecho Privado de la misma universidad.

Código ORCID: 0000-0002-0692-7080. Correo electrónico: davidrodrigondr@hotmail.com

Stock Exchange. For the relevant purposes, this article was developed by using the dogmatic-legal investigation, jurisprudential, and legal analysis method, and through the use of methodological, descriptive, comparative and propositional tools.

Key words: Stock Brokerage Firms, Colombian Stock Exchange, dominant position, monopoly, Service Level Agreement, unfair terms

CONTENIDO: I. INTRODUCCIÓN.- II. CONTEXTUALIZACIÓN DE LA BOLSA DE VALORES EN COLOMBIA.- II.1. DEFINICIÓN E IMPORTANCIA DE LAS BOLSAS DE VALORES.- II.1.1. DEFINICIONES EN EL CONTEXTO INTERNACIONAL Y NACIONAL.- II.1.2. IMPORTANCIA DE LAS BOLSAS DE VALORES DENTRO DE LOS MERCADOS DE VALORES.- II.2. LAS BOLSAS DE VALORES EN LA LEGISLACIÓN COLOMBIANA.- II.2.1. NORMATIVIDAD APLICABLE, SUS DEBERES LEGALES.- II.2.2. DEBERES RELACIONADOS CON SUS SERVICIOS.- II.2.3. LA BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA DENTRO DEL CONCEPTO DE «INTERÉS GENERAL».- II.2.4. SUPERVISIÓN DE LA BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA.- III. VICISITUDES ACTUALES DE LA POSICIÓN DE LA BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA EN EL MERCADO.- III.1. LOS SERVICIOS DE LA BVC DESDE EL PUNTO DE VISTA CONTRACTUAL: ANÁLISIS DE ALGUNAS CLÁUSULAS CONTROVERSIAS.- III.1.1. CONTRATO MARCO DE VINCULACIÓN «SAE» Y SUMINISTRO DE INFORMACIÓN DE LA BVC.- III.2. MONOPOLIO, POSICIÓN DOMINANTE Y CLÁUSULAS ABUSIVAS.- III.2.1. LA BVC, SU MONOPOLIO Y SU POSICIÓN DOMINANTE CONTRACTUAL.- III.2.2. POSICIÓN DE LA SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA EN SITUACIONES SIMILARES.- III.2.3. ¿PODRÍAN LAS SCB SER CONSUMIDORES FINANCIEROS?- IV. ¿COMÓ MITIGAR LOS EFECTOS DEL MONOPOLIO Y LA POSICIÓN DOMINANTE EN EL MERCADO DE VALORES?- IV.1. LA IMPLEMENTACIÓN DE UN «SERVICE LEVEL AGREEMENT» (SLA).- IV.2. CARACTERÍSTICAS DE UN SLA.- IV.3. CONSECUENCIAS DEL SLA.- IV.4. NECESIDAD DEL SLA EN COLOMBIA.- V. CONCLUSIONES.

I. INTRODUCCIÓN

Las bolsas de valores son un elemento clave para el desarrollo del mercado de capitales de toda nación basada en el sistema capitalista, ya que permiten el traslado de recursos de agentes superavitarios a las actividades productivas que generan riqueza. Sin embargo, la eficiencia de las bolsas de valores es un tema que muchas veces se pasa por alto, al igual que el consecuente impacto positivo o negativo que la bolsa de valores puede tener sobre el mercado de valores y la economía de un país.

Para el caso colombiano, poco se ha dicho sobre las bolsas de valores y específicamente sobre la Bolsa de Valores de Colombia (BVC). Definir su naturaleza dentro de nuestra legislación, resaltar sus deberes legales y revisar la relación de la misma con las sociedades comisionistas de bolsa

(SCB) se hace indispensable para poder comprender a la BVC dentro de su entorno natural en el mercado de valores. Además de su tratamiento legal especial, su condición de única oferente de servicios de acceso a las ruedas de negociación del mercado de valores la hace una entidad única que amerita un estudio profundo.

Sobre la base de lo expuesto, surge la necesidad de estudiar la naturaleza de las bolsas de valores en Colombia desde un punto de vista integral, es decir, desde una perspectiva jurídica, financiera y de mercado para, a partir de ello, revisar el comportamiento contractual de la BVC para con sus clientes. Para ello, se revisarán definiciones foráneas de bolsa de valores, la legislación aplicable y los contratos mediante los cuales la BVC permite el ingreso a los agentes del mercado a sus sistemas para negociar valores. A partir de ello, se estudiarán sus comportamientos contractuales para finalmente proponer la introducción de un «Service Level Agreement», como un elemento catalizador ante la posición dominante y el monopolio que la BVC tiene en el mercado de valores colombiano.

II. CONTEXTUALIZACIÓN DE LA BOLSA DE VALORES EN COLOMBIA

II.1. Definición e importancia de las bolsas de valores

II.1.1. Definiciones en el contexto internacional y nacional

Antes de hacer referencia a las bolsas de valores, es necesario definirlas y establecer su papel dentro de los mercados de valores. Esto permitirá tener un punto de partida que ilustre sobre la importancia de los servicios que la BVC presta a las SCB y, como consecuencia, la relevancia de los términos contractuales que rigen dichas relaciones. Luego de haber revisado el estado de la cuestión, no se encontró una definición jurídica de bolsa de valores en Colombia que satisfaga la realidad actual del mercado. Por lo tanto, es necesario recurrir a definiciones en diferentes legislaciones. Así, tenemos que se le concibe como un

Mercado financiero organizado y regulado donde los valores (bonos, pagarés, acciones) se compran y venden a precios regidos por las fuerzas de la demanda y la oferta. Las bolsas de valores sirven básicamente como (1) mercados primarios [...]; y (2) mercados secundarios [...]. Las bolsas de valores imponen reglas estrictas, requisitos de cotización y requisitos legales que son vinculantes para todas las partes que cotizan y comercializan en bolsa (definición de «stock exchange» según *Business Dictionary*).

Otra definición nos dice que las bolsas de valores son: «Organizaciones formales, aprobadas y reguladas por la *Securities and Exchange Commission*

LA BOLSA DE
VALORES DE
COLOMBIA, SU
NATURALEZA Y SU
POSICIÓN SOBRE
LAS SOCIEDADES
COMISIONISTAS
DE BOLSA: EL
PLANTEAMIENTO
DEL SERVICE LEVEL
AGREEMENT (SLA)
COMO POSIBLE
FORMA DE
MITIGACIÓN

THE COLOMBIAN
STOCK EXCHANGE,
ITS NATURE
AND POSITION
CONCERNING THE
STOCKBROKERS:
SERVICE LEVEL
AGREEMENT (SLA)
AS A WAY OF
MITIGATION

(SEC), que brindan facilidades para intercambiar ciertas acciones ordinarias a los integrantes que las componen» (definición de «stock exchanges» según *Nasdaq*). Finalmente, según la Bolsa de Valores de Londres, «[u]na bolsa de valores permite a las empresas recaudar fondos proporcionándoles acceso a un grupo de inversores privados e institucionales» («The Role of a Stock Exchange» según *London Stock Exchange*). De otro lado, dentro de la legislación colombiana, la única definición de bolsa de valores puede ser encontrada en el artículo primero del Decreto 2969 de 1960: «Las bolsas de valores son establecimientos mercantiles cuyos miembros se dedican a la negociación de toda clase de valores y demás bienes susceptibles de este género de comercio, en los términos del presente decreto. El Superintendente Bancario ejercerá la inspección y vigilancia...».

Esta definición que data de más de hace cincuenta años atrás no está acorde con la realidad de un mercado dinámico como lo es el mercado bursátil. Mucho menos explica la naturaleza jurídica de dicha realidad. Por este motivo, retomando las definiciones expuestas, proponemos una definición moderna y adecuada, la cual será sustentada en cuanto a los aspectos no mencionados en las definiciones foráneas más adelante en este artículo.

Así, para el caso colombiano, una bolsa de valores es una persona jurídica (sociedad anónima) autorizada, regulada y vigilada por la Superintendencia Financiera de Colombia (entidad estatal), cuya razón social principal consiste en permitir a las empresas recaudar capital o invertirlo al permitir el ingreso a un sitio virtual para facilitar la negociación de valores entre los diferentes agentes que recurren a ella; característica que la convierte en un proveedor de infraestructura. Adicionalmente, como resultado de su calidad de administrador de los sistemas de negociación, sirve como una fuente de información para los entes supervisores.

El objeto social de una bolsa de valores consiste en prestar servicios a los agentes del mercado. Dichos servicios van desde permitir el acceso a sus sistemas de negociación de valores, compensación y liquidación de las operaciones sobre valores hasta el registro de operaciones, sin perjuicio de los demás servicios que por vía regulación le sean permitidos.

Las actividades llevadas a cabo por una bolsa de valores son de tal relevancia que caen dentro de la órbita del concepto constitucional de «interés general» y, como consecuencia, son objeto de una «intervención estatal reforzada» (Corte Constitucional, Sentencia C-860/06). Esto es resultado de su capacidad para generar profundidad del mercado y permitir el financiamiento de proyectos provenientes de los diferentes sectores de la economía (primario, secundario, etcétera).

II.1.2. Importancia de las bolsas de valores dentro de los mercados de valores

II.1.2.1. Perspectiva legal

Desde el punto de vista legal, el artículo 335 de la Constitución Política de Colombia establece lo siguiente:

Las actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos de captación a las que se refiere el literal d) del numeral 19 del artículo 150 son de interés público y solo pueden ser ejercidas previa autorización del Estado, conforme a la ley, la cual regulará la forma de intervención del Gobierno en estas materias y promoverá la democratización del crédito (las cursivas son nuestras).

Al encontrar la palabra «bursátil»¹ en dicho artículo, es perentorio incluir dentro del alcance del mismo toda operación, servicio o cualquier otra actividad (entiéndase producto) que tenga lugar al interior de una bolsa de valores. Luego, siguiendo una lógica formal, cualquier servicio que preste una bolsa de valores en principio debe ser considerado de «interés público».

Esa categorización tiene consecuencias legales, económicas y por tanto sociales, motivo que ha llevado incluso a la Corte Constitucional de Colombia a manifestarse al respecto:

Frente a la actividad bursátil, que interesa a esta causa, la Corte ha sostenido que, tal y como ocurre con la actividad financiera, dicha actividad, por expresa disposición constitucional, es de interés público. *Ello significa* que el mercado bursátil se encuentra sometido al poder de policía administrativo, es decir, a la inspección, vigilancia y control del Estado través de la Superintendencia de Valores, hoy Financiera de Colombia, la cual debe intervenir para mantener el mercado bursátil debidamente organizado, y velar porque quienes participan en él desarrollen su actividad en condiciones de igualdad, transparencia y no se ponga en peligro ni se lesione el interés público y específicamente el interés de los inversionistas (Sentencia C-692/07; las cursivas son nuestras).

Cabe mencionar que el carácter de «interés general» se sigue de los rasgos propios de un Estado social de Derecho que, ante el evento de que una bolsa de valores de una u otra forma afecte el mercado, habilita al Estado para intervenir las bolsas de valores de acuerdo con la normatividad vigente. En todo caso, de no tener la facultad legal que derive de norma anterior², le permite al Congreso de la República expedir o modificar

LA BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA, SU NATURALEZA Y SU POSICIÓN SOBRE LAS SOCIEDADES COMISIONISTAS DE BOLSA: EL PLANTEAMIENTO DEL SERVICE LEVEL AGREEMENT (SLA) COMO POSIBLE FORMA DE MITIGACIÓN THE COLOMBIAN STOCK EXCHANGE, ITS NATURE AND POSITION CONCERNING THE STOCKBROKERS: SERVICE LEVEL AGREEMENT (SLA) AS A WAY OF MITIGATION

1 Según el Diccionario de la Real Academia Española, la palabra bursátil tiene el siguiente significado: «Perteneciente o relativo a la bolsa, a las operaciones que en ella se hacen y a los valores cotizables».

2 En cumplimiento del principio de legalidad. Sin embargo, en la mayoría de arquitecturas legales de los sistemas financieros y bursátiles del mundo, se prevé una especie de «cláusula residual de

normas que faculten al poder ejecutivo (gobierno nacional) a proteger el «interés general» como fin esencial del Estado. De hecho, el nivel de regulación financiera o intervención estatal en la economía depende del nivel de cumplimiento de los fines del Estado, tales como el «bienestar general y en la satisfacción de las necesidades y aspiraciones de la colectividad» (Corte Constitucional, Sentencia C-692/07).

Así, desde el punto de vista jurídico puede sustentarse la importancia de las bolsas de valores haciendo referencia a su función dentro del desarrollo de una actividad de interés público. Esta es precisamente la base de su especial protección y supervisión por parte del Estado. Las bolsas de valores, dado su papel dentro del adecuado funcionamiento de un mercado, coadyuvan a su vez a mejorar el bienestar general de una nación al permitir la utilización de los recursos monetarios de los agentes superavitarios en proyectos que estimulan la economía mediante la creación de empleos, industrias, etcétera; habilitando al gobierno para cumplir con sus fines constitucionales.

Como segunda característica desde la perspectiva legal se encuentra la obligación de colaborar (con fines de control y sanción) con las entidades encargadas de la supervisión del mercado bursátil. Esta obligación emana de la función básica y natural de las bolsas de canalizar las transacciones sobre valores a través de sus sistemas de negociación. Esta consiste en reunir, analizar y trasmitir información a los entes de control sobre aspectos del mercado como el volumen de las negociaciones, la variación de precios, la identificación de operaciones sospechosas, entre otras. En efecto, es a partir de esa clase de información que el supervisor puede comprender el mercado y, como resultado, estar en capacidad de identificar prácticas lesivas con el fin de investigar y sancionar a los responsables.

A modo de sinopsis, desde el punto de vista jurídico, la importancia de las bolsas de valores radica en (i) su aptitud para colaborar con el adecuado funcionamiento del mercado de valores al prestar servicios a los agentes del mercado que son considerados de «interés público», así como en el impacto directo que el buen funcionamiento del mercado de valores tiene sobre la economía, la cual concierne directamente al Estado como ente abstracto cuyo fin es proteger el interés general. Asimismo, la importancia de las bolsas de valores radica en (ii) su vocación de fungir

intervención», mediante la cual se da potestad a un funcionario técnico (tecnócrata) de alto rango del Estado para que intervenga (previa consulta con un órgano colegiado generalmente) o detenga a cualquier agente del mercado que atente o pueda poner en riesgo la integridad del mercado de valores. Esta clase de intervención tiene un argumento lógico: los sistemas financieros y bursátiles en una nación tienen la capacidad de afectar a toda la economía de forma inmediata con secuelas financieras y sociales a mediano y largo plazo. De ahí, la importancia de supervisarlos y proteger a los consumidores financieros e incluso, a los mismos agentes del mercado.

como instrumento de canalización de información que permite a los entes públicos conocer y supervisar el mercado de valores.

II.1.2.2. Perspectiva financiera

Como es natural, todo bien y servicio tiene un precio en el mercado. El precio en materia de mercado de valores es un tanto complejo, a título de ejemplo, existen autores que han diseñado modelos de valoración como el denominado «*Capital Asset Pricing Model*», el cual divide la formación del precio en dos componentes: uno de mercado y otro de idiosincrasia (Lechalle & Laruelle, 2013). A pesar de su complejidad, el precio es de vital importancia desde el punto de vista financiero y de mercado, más aún si forma parte de una cadena de precios que finalmente se traduce en costos más altos para el consumidor final del bien o servicio. Luego, si las tarifas de los servicios de una bolsa de valores no son adecuadas, estas pueden impactar de forma negativa la totalidad de los costos y, por tanto, la utilidad final de una determinada operación bursátil³.

A partir del razonamiento anterior, el inversionista —antes de establecer si existe una buena probabilidad de rentabilidad— debe considerar la estructura de costos relacionada con cada operación. En ese punto, si las tarifas para operar en un mercado de valores son adecuadas o no resulta de gran relevancia para las decisiones que los inversionistas toman con respecto a inversión e incentivos⁴.

Las bolsas de valores son, entonces, entidades con gran importancia desde el punto de vista financiero para un mercado ya que, de ser inefficientes y por tanto costosas para operar, tienen la capacidad de desestimular el ingreso de nuevos jugadores al mercado. Esto tiene un impacto, a su vez, sobre el número de inversionistas y, por tanto, el volumen del capital transado⁵. Finalmente, esta situación se traduce en una menor capacidad de financiamiento para los proyectos del sector real y de interés general (infraestructura) de un país.

LA BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA, SU NATURALEZA Y SU POSICIÓN SOBRE LAS SOCIEDADES COMISIONISTAS DE BOLSA: EL PLANTEAMIENTO DEL SERVICE LEVEL AGREEMENT (SLA) COMO POSIBLE FORMA DE MITIGACIÓN

THE COLOMBIAN STOCK EXCHANGE, ITS NATURE AND POSITION CONCERNING THE STOCKBROKERS: SERVICE LEVEL AGREEMENT (SLA) AS A WAY OF MITIGATION

3 Ello, sin hacer alusión a las consecuencias funestas que traería consigo una disminución en el volumen de transacciones en un mercado para el sector real y financiero de una nación.

4 Independientemente de la clase de inversionista (nacional o extranjero) o de su interés por entrar a un mercado (arbitrar, especular, cubrirse), el precio de las tarifas de los servicios de las bolsas de valores constituye un gasto fijo que debe asumirse independientemente del éxito o no de la operación (por conducto de la SCB). Por eso es importante la competitividad de dichos precios. Desde el punto de vista del inversionista nacional, si es muy costoso operar, puede optar por invertir su dinero en otros segmentos de la economía (que no siempre son los más rentables y, por tanto, no son los más favorables para una nación) o, en el peor de los casos, podría poner sus recursos a disposición de una entidad en el exterior («off shore»). Desde la perspectiva del inversionista extranjero, simplemente podría acudir a otro mercado que ofrezca mejores condiciones (menos costos para operar), evento en el cual el país pierde un flujo de dinero extranjero que podría financiar proyectos de beneficio general.

5 El bajo volumen de capital por regla general está atado a un bajo número de transacciones, lo que trae consigo problemas en la formación de precios de los activos financieros y, por tanto, el debilitamiento de una herramienta que es capaz de financiar a bajo costo y a largo plazo proyectos industriales, tecnológicos, etcétera.

II.1.2.3. Perspectiva de mercado

Desde una perspectiva de mercado, la importancia de las bolsas de valores radica en lo siguiente:

- a. permiten la formación de liquidez al ofrecer un sitio físico o virtual de reunión para los compradores y vendedores de valores;
- b. en una relación causa-efecto, al existir liquidez, tiene lugar una adecuada formación de precios;
- c. una formación constante y adecuada de precios permite a los agentes del mercado ingresar para especular, arbitrar o cubrirse, con la plena seguridad de tener un precio justo cuando quieran liquidar sus posiciones.

Frente a lo expuesto, vale mencionar que el éxito de un mercado de valores (entre otros aspectos) radica en la «liquidez» del mismo. En efecto, parte de la doctrina considera que la liquidez es un elemento esencial para el funcionamiento de un buen mercado. A su vez, la liquidez es considerada como la capacidad de ejecutar una gran cantidad de transacciones con un efecto mínimo en el precio del valor, concepto atado al término «profundidad», que es la capacidad del mercado de absorber cambios en el precio (van der Merwe, 2016, p. 1). La profundidad se consigue, en parte, gracias a (i) una adecuada formación de precios y a (ii) un número considerable de inversionistas dispuestos a entrar o salir del mercado al vender o adquirir valores en el corto, mediano o largo plazo.

Un mercado desprovisto de profundidad es poco atractivo ya que sin ella es complicado liquidar posiciones, lo cual dificulta que los inversionistas recuperen su dinero en un momento específico. Encontramos así un círculo virtuoso si hay una buena formación de precios e inversionistas dispuestos a adquirir o enajenar valores. Sin embargo, en caso de que alguno de los anteriores elementos falle, se presentaría una mutación del círculo virtuoso en un círculo vicioso que se convierte en poco favorable para el mercado. De hecho, la continua negociación de valores a precios justos es vital para que los inversionistas sientan que invertir en acciones es diferente a apostar dinero. Esto ha sido denominado por la doctrina la hipótesis de un mercado eficiente (Vinod & Reagle, 2005, p. 23).

Para concluir, la importancia de las bolsas de valores desde la perspectiva de mercado consiste en que el mercado subsiste si hay adecuada profundidad y los servicios de las bolsas de valores desempeñan un papel importante en garantizar dicha profundidad. Al permitir que por medio de sus sistemas de negociación (dependiendo de su eficiencia y competitividad) se creen estímulos o desestímulos para que los agentes del mercado transen, las bolsas de valores permiten el crecimiento o decrecimiento del mercado. Por último, es importante resaltar que el

tener un mercado de valores menos desarrollado ha sido relacionado con bajos niveles de crecimiento empresarial de un país (Giudici & Roosenboom, 2004, p. 11). Esto afecta a mediano o largo plazo la situación económica de una nación.

II.2. Las bolsas de valores en la legislación colombiana

La Ley 964 de 2005, en su artículo tercero, señala que la administración de sistemas de negociación o de registro de valores, futuros, opciones y demás derivados es una actividad propia del mercado de valores, aplicando consecuentemente la regulación y supervisión especial propia del sector, como se anotó anteriormente. En Colombia, las bolsas de valores históricamente han administrado los sistemas de negociación y de registro de valores⁶. Sin embargo, la Ley 964 de 2005 habilitó a las sociedades administradoras de sistemas de negociación para administrar esa clase de sistemas.

Antes de continuar con el objeto de este estudio, debe acotarse que de la redacción del artículo cuarto se deduce que el legislador trata como figuras similares a las bolsas de valores y a los sistemas de negociación de valores⁷. Dicha asimilación fue un error de redacción legislativa por cuanto los sistemas de negociación son un conjunto de *software* y *hardware* que permiten la negociación de valores en el mercado a través de una plataforma, sin que esto signifique que sean personas jurídicas. De hecho, la «Administración de sistemas de negociación» es una actividad del mercado de valores que requiere una persona jurídica para que ejecute el verbo rector «administrar», el cual, en nuestro caso, debe ser llevado a cabo por (i) bolsas de valores o (ii) sociedades administradoras de sistemas de negociación (Ley 964, artículo 67). En conclusión, la normatividad hace referencia a los sistemas de negociación y a las bolsas de valores sin distinción alguna.

II.2.1. Normatividad aplicable y sus deberes legales

Si se ordenan cronológicamente las diferentes normas que rigen las bolsas de valores en Colombia, encontramos, de forma general y en lo relacionado con sus deberes, las siguientes:

LA BOLSA DE
VALORES DE
COLOMBIA, SU
NATURALEZA Y SU
POSICIÓN SOBRE
LAS SOCIEDADES
COMISIONISTAS
DE BOLSA: EL
PLANTEAMIENTO
DEL SERVICE LEVEL
AGREEMENT (SLA)
COMO POSIBLE
FORMA DE
MITIGACIÓN

THE COLOMBIAN
STOCK EXCHANGE,
ITS NATURE
AND POSITION
CONCERNING THE
STOCKBROKERS:
SERVICE LEVEL
AGREEMENT (SLA)
AS A WAY OF
MITIGATION

-
- 6 Un sistema de negociación y registro de valores, de acuerdo con la definición dada por el Banco de la República de Colombia para su propio sistema, es un sistema «a través del cual los Agentes pueden celebrar, 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...» (Banco de la República - Colombia, «¿Qué es y quiénes se pueden vincular al SEN?»).
- 7 En el literal k) del artículo 4 de la Ley 964 de 2005, se establece la facultad de dictar normas relacionadas con el gobierno corporativo de las (i) bolsas de valores y (ii) de los sistemas de negociación de valores. El inciso segundo del parágrafo segundo del artículo séptimo de la citada ley (modificado por el artículo 90 de la Ley 1328 de 2009) también igualó a las bolsas de valores con los sistemas de negociación habilitándolas (sin hacer diferencia alguna) a administrar sistemas de cotizaciones de valores extranjeros no inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores (en adelante, RNVE).

Artículo 39 del Decreto 2969 de 1960, el cual —como ya se anunció— estableció unas características mínimas que debe cumplir una bolsa de valores además de sus funciones.

Artículo 67 de la Ley 964 de 2005.

Artículo 2.10.2.1.1 del Decreto 2555 de 2010 (en adelante, DU), que establece el deber de las bolsas de valores de implementar un código de conducta, así como, el deber legal que esas entidades tienen de «velar» por el cumplimiento de la normatividad aplicable a las SCB. Norma que denota un rasgo de supervisión en la naturaleza de las bolsas de valores en Colombia.

La parte III («Mercado Desintermediado»), título cuarto («Proveedores de Infraestructura y otros agentes»), capítulo primero («Bolsas de Valores») de la Circular Básica Jurídica de la Superintendencia Financiera de Colombia (2014; en adelante, CBJ), al referirse a las bolsas de valores, hizo (i) una remisión al Capítulo III, Título IV de la Parte III (Sistemas de Negociación y Registro) de esa circular y (ii) estableció unos parámetros sobre los cuales las bolsas de valores deben llevar a cabo operaciones de democratización cuando las mismas se efectúen al interior de una bolsa de valores⁸.

II.2.2. Deberes relacionados con sus servicios

Como resultado de la existencia de las normas enunciadas, se derivan una serie de deberes para la BVC, dada su calidad de administradora de sistemas de negociación de valores. De acuerdo con el artículo 67 de la Ley 964 de 2005, es su deber «facilitar la negociación de valores inscritos mediante la *provisión de infraestructura, servicios y sistemas*, y de mecanismos y procedimientos adecuados para realizar las transacciones» (las cursivas son nuestras).

Aunado a lo anterior, el artículo 2.10.5.2.4 del DU estableció una serie de deberes para las bolsas de valores con relación a la negociación⁹ de acciones, bonos obligatoriamente convertibles en acciones inscritas en bolsa o derivados cuyos subyacentes sean acciones registradas en la bolsa de valores (DU, artículo 2.10.5.1.1; adicionalmente, la norma exige que dichos valores estén inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores, en adelante, RNVE). Veamos:

8 El Capítulo III (al que remite la CBJ) simplemente presenta un «checklist» de los caracteres mínimos que deben cumplir los comprobantes de las operaciones que se lleven a cabo dentro de los sistemas de negociaciones.

9 Las operaciones que permite la estructura legal colombiana al interior de una bolsa de valores son las siguientes: de contado, a plazo, repo o reporto, simultáneas, transferencia temporal de valores, sobre instrumentos derivados cuyos subyacentes sean acciones inscritas en bolsa, entre otras que autorice la Superintendencia Financiera (DU, artículo 2.10.5.2.1).

- a) *Contar con sistemas de negociación de carácter multilateral y transaccional* a los cuales podrán concurrir las sociedades comisionistas miembros de la respectiva bolsa de valores, bajo las reglas y condiciones establecidas en la presente resolución, *las instrucciones de la Superintendencia Financiera de Colombia y lo establecido en el reglamento de las bolsas de valores*, para la realización en firme de ofertas sobre los valores susceptibles de calzarse o cerrarse en el sistema, para la divulgación de información al mercado sobre dichas operaciones y *para la interconectividad* de sus sistemas con los sistemas de las sociedades comisionistas miembros.

Los sistemas de negociación que las bolsas de valores pongan a disposición deberán ser diseñados para operar de manera organizada, eficiente, segura, transparente y garantizar un tratamiento equitativo a todas las sociedades comisionistas miembros de la respectiva bolsa de valores;

- b) Promover *la eficiencia y liquidez* del mercado de valores a los que se refiere el artículo 2.10.5.1.1 del presente decreto en el ámbito correspondiente e incluir reglas de transparencia en las operaciones [...].

[...]

- l) *Velar por el correcto funcionamiento del sistema o sistemas a través de los cuales funcionen las ruedas de negociación de valores a los que se refiere el artículo 2.10.5.1.1 del presente decreto;*

[...]

- m) *Identificar, controlar y gestionar adecuadamente los riesgos a los que está expuesta la entidad y los sistemas bajo los cuales funcionen las ruedas de negociación de valores a los que se refiere el artículo 2.10.5.1.1 del presente decreto;*

[...]

- p) Propender por la integridad, transparencia, seguridad y *eficiencia* del mercado de valores en el ámbito de sus funciones...» (DU, artículo 2.10.5.2.4, las cursivas son nuestras).

A partir de las anteriores normas y específicamente teniendo en cuenta los apartes subrayados y destacados, se definirán a continuación los deberes legales de las bolsas de valores en Colombia:

II.2.2.1. Deber de proveer sistemas que permitan realizar transacciones

El artículo 67 de la Ley 964 de 2005 trae consigo el término «sistemas» como un elemento necesario para realizar transacciones en el mercado de valores. Sin embargo, no explica su significado. Por ello, ofrecemos a continuación la definición pertinente:

LA BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA, SU NATURALEZA Y SU POSICIÓN SOBRE LAS SOCIEDADES COMISIONISTAS DE BOLSA: EL PLANTEAMIENTO DEL SERVICE LEVEL AGREEMENT (SLA) COMO POSIBLE FORMA DE MITIGACIÓN THE COLOMBIAN STOCK EXCHANGE, ITS NATURE AND POSITION CONCERNING THE STOCKBROKERS: SERVICE LEVEL AGREEMENT (SLA) AS A WAY OF MITIGATION

Los «sistemas» son grupos de *software* y *hardware* que sirven como herramienta indispensable para el funcionamiento organizado y por lo tanto eficaz de un mercado de valores. Gracias a ellos es posible llevar a cabo (i) transacciones, (ii) compensar, (iii) liquidar y (iv) registrar operaciones OTC (entre otros). Estos sistemas van ligados al concepto de «proveedores de infraestructura», que son a su vez personas jurídicas que ponen a disposición de los agentes del mercado los sistemas o «infraestructura» que permiten llevar a cabo las actividades ya enunciadas¹⁰.

De acuerdo con lo anterior, la bolsa de valores, en su calidad de administradora del sistema de negociación, tiene el deber básico y general de proveer «sistemas» que permitan llevar a cabo transacciones sobre valores.

II.2.2.2. Deber de ofrecer un sistema eficiente

Al revisar el artículo 2.10.5.2.4 del DU, se encuentra el adjetivo «eficiente» en el segundo inciso del literal a). De otro lado, la palabra «eficiencia» fue utilizada en dos oportunidades: una vez en el literal b) y otra en el literal p).

El adjetivo «eficiente» remite al tener «eficiencia». Este término, a su vez, significa lo siguiente: «Capacidad de disponer de alguien o de algo para conseguir un efecto determinado» (Diccionario de la Real Academia Española). Al aplicar esa definición al mercado de valores y, por tanto, al «espíritu» del regulador, podemos definir ese deber como la obligación que tiene la BVC de poner a disposición sistemas de negociación de valores que permitan llevar a cabo operaciones en firme a los diferentes agentes del mercado. La disposición, como es natural, debe ser permanente y continua¹¹, ya que de lo contrario no coincidiría con «la capacidad de disposición» que define la palabra «eficiencia» y, por lo tanto, no estaría de acuerdo con la normatividad aplicable.

Desde un punto de vista pragmático, la eficiencia adquiere mayor relevancia porque no es conveniente que un sistema de negociación de valores no permita ingresar en cualquier momento dentro del horario establecido para adquirir o enajenar valores. Lo anterior permite entender el impacto que tiene en el mercado el no cumplir con el deber

10 Para el caso que nos ocupa, la BVC ha asumido históricamente el rol de proveer al mercado con infraestructura y, en general, con sistemas que permiten la negociación de valores entre los diferentes agentes y la conexión con otros proveedores de infraestructura que se encargan de la compensación y liquidación de las operaciones, tal como es el caso de la Cámara de Riesgo Central de Contraparte, contraparte central en determinadas operaciones para asegurar el cumplimiento de las mismas.

11 El carácter permanente y continuo se debe entender sin desconocer la facultad que tiene la BVC de fijar horarios para las diferentes ruedas de negociación de acuerdo con la práctica internacional y la conveniencia del mercado. En todo caso, la BVC puede incluso suspender las ruedas en determinados casos, situación que no debería obedecer a factores tecnológicos (problemas con los sistemas), sino a situaciones especiales de mercado que ameriten el cierre.

de contar con un sistema eficiente o, dicho en otras palabras, tener un sistema que no presente fallas. No obstante, la BVC ha presentado falencias en varias ocasiones en momentos importantes para el mercado.

Así las cosas, es viable concluir que el regulador colombiano no eligió un sistema en específico. Por el contrario, se limitó a establecer características generales dentro de las cuales la eficacia es entendida como la actitud del sistema (sea cual sea) para permitir el ingreso en cualquier momento para realizar transacciones de valores.

II.2.2.3. Deber de contingencia

En concordancia con lo anterior, el regulador exige un sistema robusto, completo y bien planeado de contingencia con el fin de evitar situaciones que imposibiliten negociar valores de los diferentes agentes. Por lo tanto, no hay lugar a dudas sobre la responsabilidad que tienen los administradores de los sistemas de negociación de valores en el mercado colombiano de mantener la funcionalidad de sus sistemas. Hipotéticamente, no debería haber lugar a fallas con lapsos de interrupción significativos y, menos aún, existir recurrencia de dichas interrupciones.

El deber de contingencia es, entonces, el deber de administrar riesgos para asegurar el «funcionamiento continuo» del sistema y darles transparencia a los sistemas de negociación.

El regulador colombiano fijó a profundidad este deber mediante el artículo 2.10.5.3.1¹² (Seguridad informática) del DU:

[...] diseñar e implementar un plan de contingencia y continuidad para el manejo, procesamiento, difusión, conservación y recuperación de la información relativa a las operaciones que se realicen por su conducto.

Dicho plan deberá abarcar los elementos necesarios para asegurar la *continuidad del funcionamiento de las ruedas en las cuales se celebran operaciones*, con la finalidad primordial de *prevenir* y, en caso de ser necesario, *solucionar los problemas, fallas e incidentes*, que se puedan presentar en cualquiera de los dispositivos tecnológicos y de comunicaciones de la respectiva bolsa de valores o de cualquier otro recurso necesario para su funcionamiento. Para estos efectos, se deberán combinar controles preventivos, de detección y correctivos, con estrategias de recuperación (las cursivas son nuestras).

En este texto es posible encontrar nuevamente palabras clave para la definición de este deber: (i) continuidad del funcionamiento, (ii) prevenir y (iii) solucionar. En lo referido a la continuidad, esto ya se

LA BOLSA DE
VALORES DE
COLOMBIA, SU
NATURALEZA Y SU
POSICIÓN SOBRE
LAS SOCIEDADES
COMISIONISTAS
DE BOLSA: EL
PLANTEAMIENTO
DEL SERVICE LEVEL
AGREEMENT (SLA)
COMO POSIBLE
FORMA DE
MITIGACIÓN
THE COLOMBIAN
STOCK EXCHANGE,
ITS NATURE
AND POSITION
CONCERNING THE
STOCKBROKERS:
SERVICE LEVEL
AGREEMENT (SLA)
AS A WAY OF
MITIGATION

12 El artículo 2.10.5.3.1 del DU tiene una confección similar, salvo por el hecho de que está dirigido exclusivamente a los administradores de sistemas de negociación de valores y de registro de valores.

revisó en el numeral anterior. Con respecto a los verbos «prevenir y solucionar» se puede afirmar que estos son pilares de los sistemas modernos de administración del riesgo y del control interno, ya que buscan evitar que las contingencias (fallas e incidentes) ocurran y, en caso ocurran, procuran corregir la situación en el menor tiempo posible mediante protocolos predefinidos.

De otro lado, el artículo 2.10.5.3.2 del DU «Exigencias a proveedores de comunicaciones»¹³, dispone que la BVC debe exigir planes de contingencia a los terceros (proveedores de comunicaciones) que le presten servicios, en caso de presentarse fallas e incidentes con los sistemas de negociación. Lo dicho permite extractar las características del sistema de contingencia:

- Es un sistema que entra a operar en caso el sistema principal tenga alguna dificultad.
- Su fin principal es asegurar la continuidad de los sistemas de negociación y registro de valores.
- Sus fines secundarios son solucionar (i) problemas, (ii) fallas e (iii) incidentes que se puedan presentar.
- Al tener un carácter preventivo, el administrador de los sistemas debe plantear estadios hipotéticos de fallas, problemas e incidentes para, a partir de ellos, prevenir la ocurrencia de los mismos. En efecto, los planes de detención, prevención y corrección de contingencias en los sistemas deben comprender la totalidad de dispositivos tecnológicos y de comunicación.

II.2.2.4. Deber de obediencia

Este deber consiste en la obligación de cumplir con las disposiciones que dentro de sus competencias emita la Superintendencia Financiera de Colombia, sin dejar de lado las disposiciones estatutarias propias y su reglamento¹⁴. Este deber es extraído del literal a) del artículo 2.10.5.2.4 del DU.

13 Dicho artículo dispone lo siguiente: «Las bolsas de valores deberán exigir a sus proveedores de servicios de comunicaciones, que cuenten con un plan de contingencia para prevenir y solucionar los problemas, fallas e inconvenientes, que se puedan presentar en cualquiera de los dispositivos requeridos para el funcionamiento y operación de sus sistemas, en el menor tiempo posible. El plan de contingencia deberá propender por la continuidad en las comunicaciones» (las cursivas son nuestras).

14 En el artículo 2.10.5.2.7 del DU se establece las características que deben tener los reglamentos de las bolsas de valores, dentro de las cuales se resaltan las siguientes: «c) Derechos y obligaciones de las sociedades comisionistas de bolsa de valores que actúan en las ruedas de negociación; d) Derechos, facultades y obligaciones de la bolsa de valores; [...]»

r) Las reglas objetivas para iniciar planes de contingencia y continuidad que deberán aplicarse en caso de fallas en el funcionamiento de los sistemas de la bolsa de valores».

II.2.2.5. Deber de promover el mercado

Dentro del literal b) del artículo 2.10.5.2.4 del DU, se estableció el deber de promover la liquidez y eficiencia del mercado.

II.2.2.6. Síntesis de los deberes

Para finalizar este literal b), tenemos que las bolsas de valores deben contar con sistemas de negociación de carácter multilateral que permita a los diferentes agentes del mercado de valores (incluyendo a las SCB) operar de manera organizada, transparente, eficiente y segura. Sus obligaciones consisten en poner a disposición un sistema de negociación de valores eficiente; cumplir las disposiciones legales, estatutarias y reglamentarias; promover la eficiencia y liquidez del mercado; establecer sistemas para administrar las posibles contingencias; y, como un deber general, velar por el correcto funcionamiento de los sistemas de negociación de valores. Estos deberes son la piedra angular de las bolsas de valores en Colombia.

Adicionalmente, podemos concluir que el regulador colombiano se limitó a fijar deberes «generales» sobre los servicios que presta la bolsa de valores, dejando de lado temas tan importantes como la protección contractual que debería existir a favor de los diferentes agentes del mercado que contratan los servicios de las bolsas, la responsabilidad de las mismas en caso de fallas en los sistemas, etcétera. Esto adquiere una mayor relevancia si se observa que actualmente en Colombia solo existe una bolsa de valores.

II.2.3. La Bolsa de Valores de Colombia dentro del concepto de «interés general»

Como se vio anteriormente, las bolsas de valores son sociedades anónimas y, por lo tanto, tienen una libertad relativa para determinar su modelo de negocio, estructura financiera, planta de personal, etcétera.

A pesar de ser una sociedad inscrita en el RNVE, ello no es óbice para que en su búsqueda continua de crear valor deje de lado la responsabilidad legal que esa clase de sociedades tienen. En este punto específico, tal y como ya se anotó, el concepto de actividad bursátil debe encontrarse bajo la sombra del término y concepto constitucional del «interés general», con su consecuente supervisión especial y posibilidad de intervención estatal, es este concepto el que debe imperar.

Para poder evaluar el verdadero aporte de la BVC al mercado y su papel dentro del término «interés general», se debería contar con un estudio. Sin embargo, se debe resaltar que no se encontró estudio alguno que analice la eficiencia de la bolsa de valores con respecto a sus obligaciones legales en el mercado. Como consecuencia, no es posible establecer si los precios de sus servicios y sus servicios son competitivos y razonables con

LA BOLSA DE
VALORES DE
COLOMBIA, SU
NATURALEZA Y SU
POSICIÓN SOBRE
LAS SOCIEDADES
COMISIONISTAS
DE BOLSA: EL
PLANTEAMIENTO
DEL SERVICE LEVEL
AGREEMENT (SLA)
COMO POSIBLE
FORMA DE
MITIGACIÓN

THE COLOMBIAN
STOCK EXCHANGE,
ITS NATURE
AND POSITION
CONCERNING THE
STOCKBROKERS:
SERVICE LEVEL
AGREEMENT (SLA)
AS A WAY OF
MITIGATION

relación a otros proveedores de infraestructura en mercados similares, o sí, por el contrario, es un proveedor de infraestructura que crea cargas innecesarias vía costos elevados con la hipotética destrucción de valor en el mercado que traería consigo el hecho de no ser una entidad eficiente.

Lo anterior permite inferir que el supervisor colombiano no está en capacidad de exigir a la BVC una estructura más eficiente que se refleje en menos costos para los agentes e inversionistas del mercado. Por ello, el concepto de «interés general» se convierte en un criterio abstracto de difícil cumplimiento, el cual, en estos momentos, queda en manos únicamente de los accionistas¹⁵ y directivos de la BVC.

Para este caso en particular, parece evidente que la BVC debe ser objeto de especial supervisión por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia (en adelante, SFC)¹⁶. La SFC —en representación del Estado y, por lo tanto, en calidad de garante del interés general— debe asegurar que el modelo de negocio, los costos y la calidad de los servicios sean los más adecuados para el mercado¹⁷.

II.2.4. Supervisión de la Bolsa de Valores de Colombia

Entre el público existe una confusión generalizada al pensar que la Bolsa de Valores de Colombia es un ente regulado por el Autorregulador del Mercado de Valores. El artículo 25 de la Ley 964 de 2005 establece que «quienes» ejecuten actividades de intermediación del mercado de valores están obligados a autorregularse. Se entiende como intermediadores de valores a los establecimientos bancarios, las comisionistas de bolsa, y las corporaciones financieras, entre otros, que adquieren y enajenan valores ya sea por cuenta propia o a favor de un tercero como ya se enunció.

Para el caso que nos ocupa y teniendo en cuenta que la BVC no es un intermediario de valores, es claro que esta entidad no tiene obligación legal de autorregularse. Por el contrario, de acuerdo con el artículo 25 ya citado, las bolsas de valores tienen capacidad legal para autorregular a los intermediarios de valores, por lo cual puede incluso ser una entidad autorreguladora. En efecto, en Colombia históricamente las bolsas fungieron como autorreguladores hasta la creación del Autorregulador del Mercado de valores en 2006, entidad que asumió dicho rol dentro del mercado de valores colombiano. Como resultado de lo anterior, en

¹⁵ Es difícil encontrar accionistas que, en pro de un mercado y del interés general de una nación, sacrifiquen sus utilidades. De igual forma, es complicado que un alto ejecutivo busque mejorar la estructura financiera y administrativa si no existe competencia que así lo obligue. Esta es, en mi criterio personal, la realidad actual de la Bolsa de Valores de Colombia.

¹⁶ El párrafo del artículo 2.10.5.3.1 del DU otorgó la facultad a la SFC para establecer los «componentes mínimos, requisitos, condiciones y demás características del plan de contingencia y de continuidad de operaciones».

¹⁷ Ello puede lograrse a través de la contratación de estudios que comparan la valoración de la acción, modelo de negocio, infraestructura, costos, con otros pares de la zona. Por último, vale la pena mencionar que esa clase de estudios deberían ser frecuentes y públicos, dada su vocación de servir como fundamento técnico para tomar decisiones por parte del Estado en materia regulatoria y para la toma de decisiones de la industria misma.

LA BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA, SU NATURALEZA Y SU POSICIÓN SOBRE LAS SOCIEDADES

COMISIONISTAS DE BOLSA: EL PLANTEAMIENTO DEL *SERVICE LEVEL AGREEMENT (SLA)* COMO POSIBLE FORMA DE MITIGACIÓN

THE COLOMBIAN STOCK EXCHANGE, ITS NATURE AND POSITION CONCERNING THE STOCKBROKERS: *SERVICE LEVEL AGREEMENT (SLA)* AS A WAY OF MITIGATION

virtud del segundo inciso del artículo primero del Decreto 2969 de 1960¹⁸, la SFC está a cargo de la inspección y vigilancia de las bolsas de valores en Colombia. Sin embargo, tal y como ya se mencionó, al revisar los pronunciamientos y normatividad que la SFC y, en general, el Gobierno Nacional han expedido al respecto, el conjunto de pronunciamientos y normativa no es tan nutrido como sucede en el caso de otras entidades supervisadas y vigiladas. Esta afirmación tiene sustento en la somera normatividad aplicable listada en el numeral I «Normatividad aplicable, sus deberes legales».

A pesar de lo anterior, la Bolsa de Valores entra en otro esquema de supervisión no basado en su calidad de administrador de sistemas de negociación, sino en su calidad de emisor de valores. Esta calidad trae consigo una supervisión mucho menos profunda que la supervisión de una entidad que ejecuta actividades propias del mercado de valores. Es así que el capítulo segundo de la Ley 964 de 2005 («De los deberes y funcionamiento de los emisores de valores») establece deberes relacionados con la revelación de estados financieros, auditorías y demás reglas relacionadas con la junta directiva de los emisores de valores que pueden ser sancionados por la SFC en caso de incumplimiento.

III. VICISITUDES ACTUALES DE LA POSICIÓN DE LA BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA EN EL MERCADO

III.1. Los servicios de la BVC desde el punto de vista contractual: análisis de algunas cláusulas controversiales

La bolsa de valores presta una serie de servicios¹⁹ de acceso a sistemas de negociación²⁰ y de registros a las entidades vigiladas en Colombia. Sin embargo, solo es posible acceder a dichos sistemas a través del denominado «Servicio de Acceso Electrónico» (SAE). Ese servicio, en términos de las «Políticas generales y definición de acuerdos de niveles de servicio BVC», permite a los afiliados «acceder de forma directa a los sistemas de la BVC». La importancia del SAE se basa en la capacidad que tiene de permitir a las SCB ingresar órdenes de compra y venta,

¹⁸ Los términos que regían la inspección y vigilancia sobre las bolsas de valores estaban consagrados inicialmente en la Ley 45 de 1963. De otro lado, el literal h), numeral 2 del artículo 325 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero de Colombia establece que son entidades vigiladas «[l]as demás personas naturales y jurídicas respecto de las cuales la ley le atribuye funciones de inspección y vigilancia permanente», dejando en firme así la disposición de la Ley 45 de 1963 en cuanto a la inspección y vigilancia de las bolsa de valores en Colombia.

¹⁹ Aunque la BVC los llame productos, de acuerdo con la Ley 1480 de 2011 y la ley 1328 de 2009, se trata de servicios; motivo por el cual se los denominará así para efectos de este artículo de investigación.

²⁰ Dentro de los mismos encontramos los siguientes: (i) «X-Stream», a través del cual se negocian valores de renta variable; (ii) «Negociación Mec-Plus» para renta fija, especialmente BOCEAS; (iii) «FIC's 4.0»; y (iv) «Derivex» para negociar derivados estandarizados.

modificarlas, revisar información propia, tener acceso a la información del mercado en tiempo real, ingresar y recibir de forma automática órdenes de los clientes (enrutamiento externo), servicios de mensajería, etcétera. Luego, dicho servicio es el eje central de los diferentes «productos» que la BVC ofrece a los diferentes actores del mercado de valores, independientemente de los protocolos que se usen para el enrutamiento de órdenes²¹.

Aunque existen varias clases de acceso a los servicios de la BVC²², para efectos de este estudio vamos a desglosar el acceso directo y los contratos que la BVC usa para que sus clientes contraten dichos servicios.

III.1.1. Contrato marco de vinculación «SAE» y suministro de información de la BVC

La BVC ha usado dos formatos de contratos denominados «Contrato para el suministro de servicios de acceso electrónico de la BVC» y «Contrato de suministro de información para el ingreso y recepción automáticas de órdenes»²³. Estos formatos serán analizados con el fin de identificar sus principales rasgos y, a partir de ello, concluir la postura contractual de la BVC frente a los agentes del mercado.

III.1.1.1. Eximente de responsabilidad denominado «limitación tecnológica natural de todo sistema»

Como es sabido, en el mundo de los negocios el acuerdo de voluntades (términos y condiciones para el cumplimiento del acuerdo contractual) puede ser verbal, salvo que por disposición de norma positiva el negocio jurídico se deba perfeccionar por medio de un documento o escritura pública con su respectivo registro. Sin embargo, cuando el objeto contractual tiene cierto nivel de complejidad (como es el caso de los servicios que presta la BVC) es apenas lógico que los términos y condiciones de la prestación del servicio queden consignados en un contrato. Dentro de las cláusulas accidentales que más llamaron la atención en los mentados contratos están las siguientes:

- El parágrafo tercero de la cláusula séptima del contrato de vinculación SAE establece la primera exclusión de responsabilidad por parte de la BVC²⁴:

21 Al momento de redacción de este artículo, los protocolos vigentes son (i) FIX 4.4. y (ii) FIXML. El primero sirve para el enrutamiento de órdenes para el mercado de renta variable y derivados, mientras que el segundo es únicamente para renta fija.

22 Las modalidades de acceso que existen para acceder al SAE son las siguientes: (i) Acceso directo, (ii) Acceso a través de un tercero, y (iii) Acceso patrocinado (actualmente no está en uso por la BVC).

23 Estos contratos fueron descargados del sitio web de la BVC a mediados de febrero de 2016 (https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/ComisionistasyAfiliados/Tramites_BVC/Vinculacion?action=dummy).

24 En el contrato de suministro de información de la BVC, dicha disposición puede encontrarse en idénticos términos en el parágrafo cuarto de la cláusula octava: «Así mismo EL COMPRADOR acepta que en razón de las limitaciones tecnológicas naturales de todo sistema computacional, LA BOLSA no será responsable por la suspensión o interrupción de sus Sistemas de Negociación

Así mismo EL COMPRADOR acepta que en razón de las limitaciones tecnológicas naturales de todo sistema, LA BOLSA no será responsable por la suspensión o interrupción de sus sistemas de negociación ni de aquellos que emplee para el suministro de la INFORMACIÓN y/o de los SERVICIOS adquiridos; tampoco será responsable por las deficiencias mecánicas, electrónicas o de software que se observen en la prestación de los servicios a través de dichos Sistemas, ni por cualquier otro hecho que escape razonablemente de su control, como los derivados de caso fortuito o de fuerza mayor.

- Otra cláusula interesante es la siguiente:

Novena. Suspensiones en el suministro de los servicios: LA BOLSA no será responsable ante terceros o ante EL COMPRADOR por las suspensiones en el suministro de la INFORMACIÓN y/o de los SERVICIOS adquiridos originadas en fallas técnicas u operativas ajenas a su voluntad, ni aquellas que escapan a su control tales como cortes de energía eléctrica, fallas en los programas o equipos de computación, líneas de transmisión de datos defectuosas, intermitencias en la comunicación, limitación del canal o en general, por eventos constitutivos de caso fortuito o fuerza mayor. De la misma manera LA BOLSA no responderá ante terceros ni ante EL COMPRADOR, o sus causahabientes a cualquier título por perjuicios originados en el suministro de la INFORMACIÓN y/o de los SERVICIOS objeto de este Contrato.

Bajo ninguna circunstancia LA BOLSA será responsable por daños indirectos, incidentales, especiales o consecuenciales, incluyendo pérdida de utilidades, ingresos, goodwill o pérdida de información que sufra EL COMPRADOR o terceros en virtud de lo previsto en este Contrato.

Parágrafo: En caso del incumplimiento de las obligaciones a cargo de EL COMPRADOR, LA BOLSA suspenderá inmediatamente el suministro de los SERVICIOS objeto de este Contrato, hasta tanto cese el incumplimiento y LA BOLSA considere que se han tomado las medidas necesarias para solucionar dicho incumplimiento. La suspensión a la que se refiere este parágrafo se entenderá sin perjuicio de la indemnización de perjuicios ocasionados por el incumplimiento de EL COMPRADOR, ni de la facultad que tiene LA BOLSA para aplicar las multas y demás derechos contractuales previstos en el presente Contrato²⁵ (las cursivas son nuestras).

En el primer ejemplo, la BVC incluye eximenes de responsabilidad en tres ámbitos:

ni de aquellos que emplee para el suministro de la INFORMACIÓN requerida para la prestación del servicio de Ingreso y Recepción Automática de Órdenes; tampoco será responsable por las deficiencias mecánicas, electrónicas o de software que se observen en la prestación de los servicios a través de dichos sistemas, ni por cualquier otro hecho que escape razonablemente de su control, como los derivados de caso fortuito o de fuerza mayor».

25 Esta parte se encuentra en la cláusula décima del contrato de suministro de información.

LA BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA, SU NATURALEZA Y SU POSICIÓN SOBRE LAS SOCIEDADES COMISIONISTAS DE BOLSA: EL PLANTEAMIENTO DEL SERVICE LEVEL AGREEMENT (SLA) COMO POSIBLE FORMA DE MITIGACIÓN THE COLOMBIAN STOCK EXCHANGE, ITS NATURE AND POSITION CONCERNING THE STOCKBROKERS: SERVICE LEVEL AGREEMENT (SLA) AS A WAY OF MITIGATION

- limitaciones tecnológicas naturales;
- suspensión o interrupción de los sistemas de negociación, o los otros sistemas que provean información u otros servicios;
- deficiencias mecánicas, electrónicas o de software que se observen en la prestación de los servicios a través de los sistemas.

Al estudiar el tenor literal de estas cláusulas, surge la duda respecto a qué son «limitaciones tecnológicas naturales de todo sistema». Luego de revisar el estado de la cuestión, es necesario mencionar que no se encontró definición alguna en la doctrina, como tampoco en el capítulo denominado «Definiciones» en los respectivos contratos.

En este punto del asunto, podríamos concluir *a priori* tres puntos: (i) el eximiente de responsabilidad contractual, al establecer un término sin definir «Limitaciones naturales tecnológicas», crea un amplio espectro para su interpretación. Esta situación, en caso de ser necesaria su interpretación por parte de un juez o árbitro, crea un escenario de incertidumbre que favorece los intereses de la BVC. (ii) Dicha postura contractual va en contra de los deberes legales (ya estudiados) de la bolsa de valores en Colombia. (iii) La BVC es consciente de los daños y perjuicios que puede causar a las SCB en caso de no prestar un servicio continuo, como lo ordena la regulación local.

A pesar de lo anterior, en vez buscar soluciones que impliquen ganancias para todas las partes, como se propondrá en la parte final de este escrito, la BVC adopta por medio de dichos contratos una posición defensiva al «blindarse» contractualmente por los daños que pueda generar con ocasión de situaciones que interrumpan la continuidad del servicio tal y como lo ordena la normatividad vigente. Con lo expuesto, es claro que, en el evento de una suspensión o interrupción de los servicios que la BVC presta al mercado, no habría consecuencias contractuales para la BVC.

III.1.1.2. Facultad de terminación unilateral e imposición de multas

Esta facultad se evidenció igualmente de la lectura del contrato, en particular del párrafo primero de la cláusula décima sexta, por medio de la cual la BVC se atribuye la facultad de terminar unilateralmente el contrato en caso que el cliente incumpla cualquiera de las obligaciones naturales y especiales del contrato. Sin embargo, en el caso hipotético en el que las fallas de los servicios del SAE sean frecuentes y reiteradas, no hay lugar a la terminación del contrato, imposición de multa o indemnización a cargo de la BVC y a favor de la SCB.

Parágrafo primero. Terminación por incumplimiento: El incumplimiento de cualquiera de las obligaciones estipuladas a cargo de EL COMPRADOR, dará derecho a LA BOLSA para dar por terminado el

presente Contrato sin previo aviso y sin requerimiento alguno, sin perjuicio de los demás derechos contractuales y legales y de la indemnización de los perjuicios a que haya lugar a cargo del COMPRADOR en razón al respectivo incumplimiento (cláusula décima sexta del contrato de vinculación SAE; parágrafo primero de la cláusula décima octava del contrato de «Suministro de información de la BVC»).

De otro lado, la BVC establece la posibilidad de imponer multas diarias a las SCB por un valor del 2% del valor estimado anual del contrato:

Décima octava. Multas: *Cuando se trate del incumplimiento parcial o total de las obligaciones a cargo de EL COMPRADOR, LA BOLSA podrá imponer a EL COMPRADOR multas diarias equivalentes al dos por ciento (2%) del valor total anual estimado para este contrato, desde el día en que se configure el incumplimiento y hasta tanto cese el mismo. Las multas se entenderán sin perjuicio de la opción que tiene LA BOLSA de conformidad con la legislación vigente de hacer uso de su derecho alternativo de cumplimiento o de terminación del Contrato, junto con el cobro de los perjuicios compensatorios y/o moratorios que correspondan, causándose en todo caso la pena o multa. Las partes reconocen que la presente cláusula presta mérito ejecutivo y para su cobro bastará la presentación del Contrato junto con la afirmación de la parte cumplida acerca del incumplimiento de la obligación, sin necesidad de que medie previamente requerimiento judicial o extrajudicial alguno (la cláusula vigésima del contrato de «Suministro de información de la BVC» regula el tema de las multas; las cursivas son nuestras).*

Si se parte de la naturaleza onerosa de esta clase de contrato, las multas deberían ser impuestas a las dos partes contractuales por igual. No obstante, la BVC se atribuye dicha facultad a su favor y en detrimento de las SCB.

En conclusión, a partir del análisis efectuado sobre los contratos de la BVC disponibles en línea, es posible extractar las siguientes características del contrato marco de la BVC:

- *Son contratos de adhesión.* Los contratos de la BVC dejan de lado el carácter consensual que un cliente «normal» puede tener a la hora de negociar aspectos relevantes de un contrato de prestación de servicios (Posada Torres, 2015), por ejemplo, la posibilidad de reclamar daños y perjuicios dentro de una hipotética falla en la prestación de servicios. En efecto, el diseño de los contratos de vinculación al SAE y de suministro de información cierra la posibilidad a las SCB de exigir un mejor estándar de servicio además de reclamar por daños y perjuicios causados a ellas o a sus clientes. Esta característica desconoce el trasfondo de la relación contractual de esa naturaleza, a saber, la contratación de un

LA BOLSA DE
VALORES DE
COLOMBIA, SU
NATURALEZA Y SU
POSICIÓN SOBRE
LAS SOCIEDADES

COMISIONISTAS
DE BOLSA: EL
PLANTEAMIENTO
DEL SERVICE LEVEL
AGREEMENT (SLA)
COMO POSIBLE
FORMA DE
MITIGACIÓN

THE COLOMBIAN
STOCK EXCHANGE,
ITS NATURE
AND POSITION
CONCERNING THE
STOCKBROKERS:
SERVICE LEVEL
AGREEMENT (SLA)
AS A WAY OF
MITIGATION

servicio por parte de una entidad que no es experta en la materia informática (canales de recepción de información y envío de la misma)²⁶, pero que necesita de dichos servicios para poder llevar a cabo el objeto social que por ley se le permite.

- *Ausencia de responsabilidad de la BVC.* En cada uno de los servicios ofrecidos, la BVC establece cláusulas que impedirían a sus clientes iniciar acciones legales en su contra. Por ello, es un contrato que en principio no genera responsabilidad contractual en contra de la BVC.
- *Sanciones y posibilidad de suspensión de los servicios.* La BVC prevé cláusulas que dan la facultad de establecer multas a cargo de los agentes del mercado que contrate sus servicios. De otro lado, se atribuye la facultad de suspender el suministro de información. Esta clase de disposiciones podría interpretarse como la existencia de «una posición dominante» contractual a favor de la BVC sobre sus clientes, máxime cuando el cliente no tiene facultades similares en casos de incumplimiento en el servicio por parte de la BVC.
- *Renuncia a posibles reclamaciones por responsabilidad contractual.* En los contratos se prevé el deber de indemnizar a la BVC en caso de que (i) la información enviada por la bolsa al contratante sea utilizada en forma inadecuada, (ii) un cliente o el mismo contratante redistribuya o comercialice la información o (iii) se permita el acceso a la misma por parte del contratante a favor de un tercero. No obstante, la BVC no permite que las SCB puedan ser indemnizadas en casos de imprecisiones de la información enviada por la BVC, situación que denota una asimetría en el poder de negociación entre los agentes del mercado y la BVC.

III.2. Monopolio, posición dominante y cláusulas abusivas

III.2.1. La BVC, su monopolio y su posición dominante contractual

Al revisar el caso de la BVC dentro del mercado colombiano, se tiene que es un caso aislado con respecto a la evolución de las bolsas de valores de los países del primer mundo. Nuevas tendencias como resultado de nuevas tecnologías, productos y servicios han causado un sin número de cambios en los diferentes mercados, siempre encaminados a fomentar la competencia y la eficiencia.

26 En este punto, vale la pena hacer una apreciación. Como se verá más adelante, las SCB pueden actuar en una doble calidad. La primera es en posición propia, caso en el que podrían ser catalogadas como consumidoras y, por tanto, tener una protección legal reforzada. De otro lado, la misma SCB podría tener la calidad de proveedor con relación a los clientes a los cuales les habilite acceso al sistema transaccional (*e-trading*), ya sea de forma directa o indirecta, caso en el que la protección legal se traslada al cliente, a diferencia de los casos en los que la SCB use el sistema en posición propia.

Para el caso de las bolsas de valores, existen muchos puntos de vista que desarrollan el concepto denominado «el monopolio natural de las bolsas de valores» (Bagheri & Nakajima, 2004, p. 80). En un artículo sobre el tema, Mahmood Bagheri y Chizu Nakajima (2004) indagan diferentes posturas doctrinarias con relación a la competencia dentro de la bolsa de valores. De un lado se afirma que la competencia es nociva en el sentido de que causa fragmentación del mercado, impide la creación de economías de escala, perturba la creación de liquidez y, además, podría afectar la correcta formación de precios, entre otros aspectos. De otro lado, otro sector académico sostiene que los monopolios pueden causar falta de innovación y, por lo tanto, retraso en el avance y eficacia de los mercados, etcétera. Otras tendencias manifiestan que la integración de bolsas de valores es un proceso complejo que depende de diferentes «fuerzas macroeconómicas, estructurales, culturales, geográficas y operativas» (Dorodnykh, 2014, p. 41).

No es pertinente revisar la veracidad de dichas posturas para el presente estudio. Sin embargo, lo único que en materia de tendencias del mercado internacional puede identificarse en Colombia es la gran fusión que tuvo lugar entre todas las diferentes bolsas de valores, al parecer por razones de eficiencia²⁷. Sin embargo, si se considera la otra cara de la moneda, la existencia de una sola bolsa de valores puede ser dañina para el mercado e incluso para los accionistas de la bolsa si el regulador y supervisor no verifican que se trate de una entidad eficaz y eficiente. Teniendo en cuenta lo anterior y el hecho de que el término monopolio puede ser abarcado desde diferentes puntos de vista²⁸, en este caso específico vamos a escudriñar dicho término desde un punto de vista pragmático, con fundamento en la normatividad aplicable y con un énfasis en los patrones encontrados al estudiar sus contratos de vinculación al sistema electrónico de negociación.

En materia de definiciones, es pertinente citar a la Honorable Corte Constitucional, ente que ha hecho un loable trabajo en resumir el concepto de monopolio al interior de la legislación colombiana: «Un monopolio es, desde el punto de vista económico, una situación en donde una empresa o individuo es *el único oferente de un determinado producto o servicio*; también puede configurarse cuando un solo actor controla la compra o distribución de un determinado bien o servicio» (Sentencia C-226/04; las cursivas son nuestras).

De la mano con la anterior definición, el máximo juez constitucional ha identificado ciertas consecuencias naturales de todo monopolio: «Lo anterior indica que la actividad del monopolio es ejecutada por persona

27 Este puede ser el caso de la BVC, ya que esta es el resultado de la fusión entre la Bolsa de Bogotá, la de Medellín y la de Cali en 2001.

28 Especialmente en el mercado colombiano, en el cual existieron tres bolsas de valores antes de su fusión en la ahora BVC.

natural o jurídica, que ejerce una posición dominante o exclusiva en el mercado, porque de manera única ofrece o controla la producción y/o el comercio de un determinado servicio o producto...») (Corte Constitucional, Sentencia T-624/09; las cursivas son nuestras).

Luego, a partir de los análisis efectuados hasta este punto, es claro que —dada la configuración del mercado colombiano— la BVC representa una entidad que ostenta un indiscutible monopolio en el mercado de valores colombiano. Ese poder sobre el mercado se ve reflejado en la imposición de términos contractuales (posición dominante) a sus clientes tal y como se observó en las cláusulas traídas a estudio.

III.2.2. Posición de la Superintendencia Financiera de Colombia en situaciones similares

En el año 2016, la SFC expidió la Circular Externa 018 para «modificar el numeral 6 “Cláusulas y Prácticas Abusivas” del Capítulo I, Título III, Parte I de la Circular Básica Jurídica (Circular Externa 029 de 2014)». Dicha circular actualizó el denominado «listado negro» de prácticas y cláusulas abusivas en lo que compete a relaciones contractuales entre particulares y entidades vigiladas. Con ocasión del análisis que se ha adelantado en este estudio, se deben resaltar las siguientes disposiciones actualmente recogidas en la CBJ:

6.1.1.1. Las que impidan a los consumidores financieros *solicitar el pago de perjuicios* o pedir la terminación o resolución del contrato, inclusive en los eventos de incumplimiento de las obligaciones a cargo de la entidad vigilada.

[...]

6.1.4.11. Las que eximen de responsabilidad por dolo o culpa a la entidad vigilada respecto de *la continuidad del servicio y de los riesgos a los que se encuentra expuesta la infraestructura tecnológica de su sistema de pagos y su operación*.

6.1.4.12. Las que eximen de responsabilidad a la entidad vigilada por dolo o culpa cuando *el consumidor financiero no pueda efectuar operaciones por fallas en los sistemas*, las comunicaciones, o los canales, o por defectos en sus productos o suspensión del servicio.

[...]

6.1.6.4. Las que obligan a *mantener al consumidor financiero la estricta confidencialidad sobre las fallas del servicio o sobre las fallas de los sistemas de información de la entidad vigilada*. (SFC, 2014, 2016; las cursivas son nuestras).

Entrando en materia, es necesario explicar brevemente de forma general cómo operan las SCB. En primer lugar, las SCB pueden operar en el mercado por cuenta propia, esto es, comprando y vendiendo valores con su propio patrimonio. Una segunda modalidad se funda

en la intermediación de valores, mediante la cual la SCB compra o enajena valores de un cliente, mediando —claro está— orden previa o autorización del mismo. Una tercera modalidad es mediante el denominado *e-trading*, por medio del cual la SCB habilita un ingreso a su cliente para que, por medio de transferencia de datos (internet), realice operaciones en el mercado de valores por intermedio de las SCB.

Ahora bien, teniendo en cuenta las modalidades de acceso al SAE recién expuestas, es claro que esta actualización de cláusulas abusivas sitúa a las SCB en una situación jurídica incómoda. Veamos, en caso de presentarse un problema en la continuidad del servicio de la BVC, los clientes pueden exigir indemnizaciones a las SCB, estas últimas, en cambio, no pueden iniciar acción alguna en contra de la responsable.

A partir de dicha situación, al revisar algunos de los contratos de las SCB (anteriores a la publicación de la circular), se encontró un intento por salvar responsabilidad contractual en caso de interrupciones o suspensiones de los servicios de la BVC, por medio de los cuales las SCB, a su vez, proveen ingreso a sus clientes para realizar transacciones o ejecutan órdenes para sus clientes, etcétera. Dicho intento consistió en replicar las cláusulas de exoneración que la BVC impone a las SCB en los contratos que celebraban con sus clientes. Sin embargo, como resultado de la actualización del «listado negro» por parte de la SFC, esas cláusulas no son oponibles en caso de contienda jurídica, lo que deja a las SCB en situación de desventaja jurídica con respecto al verdadero responsable: la BVC.

Para ser más claros, supongamos que se presenta una falla en el enrutamiento de órdenes (para ejecutar operaciones en el mercado de valores) en los sistemas de la BVC²⁹. Los clientes de las SCB podrían reclamar judicialmente las pérdidas que se cristalicen como resultado de la no prestación continua y eficiente del servicio que permite el acceso a los sistemas de negociación, o la no ejecución de órdenes previas, etcétera. Dicha situación crea una desigualdad jurídica que perjudica a las SCB, ya que estas serían responsables (contractualmente hablando) ante sus clientes. De otro lado, la BVC (quien es el verdadero prestador de servicios de información y enrutamiento) no tendría responsabilidad alguna a pesar de ser el responsable de las interrupciones o imprecisiones en las prestaciones de los servicios de enrutamiento e información³⁰.

29 En la práctica, este «escenario hipotético» se ha presentado varias veces. Una de ellas tuvo lugar en una de las temporadas de más transacciones en el año 2014, el 16 de diciembre. En esa ocasión se suspendió la subasta de cierre mediante el Boletín Normativo 046, Instructivo Operativo 028 de la BVC.

30 En el caso hipotético planteado, si los clientes lograran demostrar que hubo un incumplimiento contractual al no enrutar alguna(s) orden(es) de compra o venta, por ejemplo, de un número determinado de acciones, y en caso de demostrarse un daño cierto (dos días después de la orden que no se enrutó, la acción que se pretendía adquirir se valoró un 10% e.g.), las sociedades comisionistas de bolsa tendrían que reparar ese daño a sus clientes, pero no podrían iniciar acción

Así, se considera que esa clase de disposiciones *pro consumatore* deberían ir más allá, a saber, hasta el final de la cadena. De este modo, se lograría no solo la protección de los consumidores financieros, sino también de las personas jurídicas que son consumidoras financieras de un servicio de enrutamiento. Dicho servicio es necesario para poder llevar a cabo el objeto social (intermediación de valores), razón que las lleva a contratar servicios prestados por proveedores de infraestructura (como la BVC), sin elección ni forma de negociar sus infundadas excepciones de responsabilidad contractual.

Para terminar este acápite, es claro que debería existir una actitud más activa por parte de la SFC para aplicar esta normatividad con miras a castigar al responsable originario de esas clases de prácticas y cláusulas abusivas³¹. De ser así, se estimularía a los agentes del mercado a abandonar dichas prácticas mediante un elemento coercitivo.

III.2.3. ¿Podrían las SCB ser consumidores financieros?

Sin ánimo de entrar a debatir un tema tan profundo como el de la noción de consumidor³² —tema que podría abarcar varios artículos de investigación—, en este numeral se planteará una postura legal apoyada exclusivamente en una interpretación legal. Antes de entrar a resolver la pregunta formulada en este título, es menester hacer una pequeña reseña con miras a evitar futuras confusiones. Algunos autores que manejan el tema financiero han resaltado la diferencia entre un consumidor corriente y un consumidor financiero³³. Dicha diferencia consiste en que al consumidor financiero, de forma general, se le «indican buenas prácticas en el conocimiento y uso de los productos, y los inversionistas consumidores deben, por fuerza, solicitar asesoría y asumir los riesgos de sus propias decisiones» (Blanco, 2012, p. 151). En este caso, debe hacerse especial énfasis en que dicha diferenciación no es aplicable para el caso planteado en este artículo, por cuanto la misma se basa en un estadio hipotético en el cual existen pluralidad de oferentes. En caso de que el consumidor inversionista, luego de llevar a cabo un

alguna en contra de la BVC. Como se ha visto, los consumidores financieros están protegidos por la «lista negra» en virtud del párrafo del artículo 11 de la Ley 1328 de 2009, situación que genera un efecto de inoponibilidad contractual a favor del consumidor y en detrimento de la entidad vigilada.

31 Responsables, pues al ser la BVC la originadora de esa clase de prácticas y cláusulas abusivas, con anterioridad obligaba a las SCB a replicar esa clase de cláusulas y, en efecto, prácticas para con sus clientes. Ello, por cuanto es función del abogado «blindar» contractualmente a su compañía y más aún cuando los servicios que su empresa le brinda al público tienen un buen segmento de cumplimiento que depende de un tercero (BVC).

32 De hecho, el Dr. Juan Carlos Villalba Cuéllar, experto en materia del derecho al consumo, ha manifestado lo siguiente con relación a construir una acepción única de consumidor: «Existe multiplicidad de definiciones legales, pero la práctica ha demostrado que ninguna puede ser omnicomprensiva de las situaciones fácticas que merecerían cobertura por los estatutos del consumo. En este aspecto, es importante la labor de interpretación del juez para aplicar el estatuto solo a aquellos casos en que verdaderamente exista un desequilibrio entre las partes» (2009, p. 336).

33 Se hará especial énfasis en el consumidor inversionista, ya que la ley le exige un mayor nivel de diligencia pues parte del supuesto de que este tipo de consumidor tiene conocimientos básicos de productos financieros y del mercado de valores.

juicio de razón, encuentre que no está dispuesto a adquirir un producto o contratar un servicio, simplemente puede acudir a otro proveedor, el cual en muchos casos puede ser una sociedad comisionista de bolsa.

La posibilidad recién mencionada de acudir a otro proveedor de servicios, en caso de que los servicios ofrecidos no cumplan con las necesidades o expectativas del consumidor, no es aplicable para el caso de las SCB, ya que los servicios de acceso a los servicios de negociación de valores solo son ofrecidos por un proveedor: la BVC. Así, resulta claro que nos encontramos ante un caso *sui generis*. Esto motiva a plantearse la siguiente pregunta: ¿podrán las SCB ser consumidores financieros a partir de una interpretación netamente legal?

Entrando en materia legal, el literal a) del artículo segundo de la Ley 1328 de 2009 establece quiénes son clientes. En el literal e), al mismo tiempo, establece qué son productos y servicios. Por último, el literal f) define qué es un contrato de adhesión para efectos de dicha ley.

a) Cliente: Es la persona natural o jurídica con quien las entidades vigiladas establecen relaciones de origen legal o contractual, para el suministro de productos o servicios, en desarrollo de su objeto social.

[...]

e) Productos y servicios: Se entiende por productos las operaciones legalmente autorizadas que se instrumentan en un contrato celebrado con el cliente o que tienen origen en la ley. Se entiende por servicios aquellas actividades conexas al desarrollo de las correspondientes operaciones y que se suministran a los consumidores financieros.

De otro lado, con respecto a la naturaleza de «cliente» de las SCB, es posible —además de la definición legal del literal a) ya citada— remitirnos al mismo clausulado de los diferentes contratos que la BVC usa con sus clientes³⁴. En dichos contratos, se establece la naturaleza del «cliente» en línea con el literal a), al tratarse de personas jurídicas que establecen relaciones para el suministro de productos o servicios:

Comprador: Que es una sociedad legalmente constituida y organizada de conformidad con las leyes de la _____, según consta en _____, de fecha _____, e inscrita en el Registro _____;

LA BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA, SU NATURALEZA Y SU POSICIÓN SOBRE LAS SOCIEDADES COMISIONISTAS DE BOLSA: EL PLANTEAMIENTO DEL *SERVICE LEVEL AGREEMENT (SLA)* COMO POSIBLE FORMA DE MITIGACIÓN

THE COLOMBIAN STOCK EXCHANGE, ITS NATURE AND POSITION CONCERNING THE STOCKBROKERS: *SERVICE LEVEL AGREEMENT (SLA)* AS A WAY OF MITIGATION

34 Los diferentes contratos son: (i) Contrato de adhesión SAE (enrutamiento de ordenes), (ii) Contrato de adhesión *vendors* (difusión de información), (iii) Contrato de adhesión SAE suministro de servicios (recepción y difusión de información no significativa por parte de las SCB a terceros), (iv) Contrato de adhesión pantallas informativas, y (v) Contrato para la participación como afiliado en el mercado de derivados de la BVC.

Con relación al objeto contractual de los diferentes contratos de la BVC, se observó que presentan similitudes en la redacción. Tan solo presentan cambios en cuanto a la especificación de los servicios:

Segunda. Objeto: El presente contrato tiene por objeto regular las condiciones de suministro y recepción de la **INFORMACIÓN** entre **LA BOLSA** y **EL COMPRADOR** para la prestación del servicio de **Ingreso y Recepción Automática de Órdenes** por parte de **EL COMPRADOR**, *con el fin de que este difunda dicha INFORMACIÓN a sus CLIENTES tanto en Colombia como en el exterior*, automatizando la recepción de órdenes de sus **CLIENTES** hacia los sistemas de negociación de **LA BOLSA**, bajo la modalidad del servicio que **EL COMPRADOR** seleccione, de conformidad con el Anexo No. 02 (SERVICIOS ADQUIRIDOS) del presente contrato.

La difusión y recepción de la **INFORMACIÓN** y, el suministro del servicio que dicha difusión implica se hará estrictamente de conformidad con lo señalado en el presente Contrato y/o sus Anexos y bajo el entendido de que **EL COMPRADOR** salvaguardará en todo caso las obligaciones legales que existen con relación al manejo de la **INFORMACIÓN**. *En caso de contradicción entre lo establecido en el Contrato y cualquiera de sus anexos, prevalecerá lo previsto en aquél.*³⁵

Una vez **LA BOLSA** suministre la **INFORMACIÓN** de que trata el presente contrato, **EL COMPRADOR** tendrá derecho a su uso, almacenamiento y retransmisión en los términos del presente acuerdo, según la modalidad del servicio contratado, lo cual en ningún caso implica la transferencia de los derechos de propiedad sobre dicha **INFORMACIÓN** y/o sobre los derechos de **LA BOLSA** relacionados con los procesos y desarrollos empleados por esta para su obtención, compendio y difusión (las cursivas son nuestras).

La BVC reconoce entonces la calidad de clientes de las SCB de acuerdo con la definición clasificatoria del literal a) del artículo segundo de la ley 1328 de 2009. Con respecto a la información y a los sistemas, tan solo con revisar el objeto del contrato se identifica que dichos activos son de plena propiedad de la BVC. Sin embargo, los sistemas y la información que la BVC «vende» a los «compradores»³⁶ son vitales para que las SCB puedan (i) llevar a cabo su objeto social y para (ii) el proceso de toma de decisiones de las SCB y sus clientes por igual. No se debe olvidar que el mercado de valores se basa única y exclusivamente en información para,

35 Este es otro rasgo de posición de dominio. Los demás anexos pueden ser modificados unilateralmente por parte de la BVC. Esto significa que las SCB no tienen siquiera certeza de las condiciones contractuales que regirán, ya que se plantea una prevalencia de los anexos sobre el cuerpo del clausulado principal del contrato.

36 Términos que utiliza la BVC, reemplazando las nociones de cliente y servicios que por ley deberían imperar.

a partir de ella, realizar un juicio de valor y decidir el valor a adquirir, la cantidad, el tiempo de compra-venta, etcétera.

En conclusión, las SCB deberían ser clasificadas como consumidores financieros en cuanto a su relación contractual con la BVC, ya que estas utilizan la información generada por la bolsa y su infraestructura tecnológica para poder llevar a cabo sus actividades dentro del mercado de valores. Además, se debe tener en cuenta que las definiciones especiales de consumidor establecidas en la Ley 1328 de 2009 son más amplias que las contempladas en la Ley 1480 de 2011 (véase Villalba Cuéllar, 2012, p. 93).

Otro punto de vista legal que refuerza esta teoría surge al revisar las actividades del mercado de valores que les están permitidas a las SCB³⁷. Dentro de las mismas, no se encuentra la posibilidad de administrar sistemas de negociación, como tampoco de intermediar el acceso a los mismos. Por esta razón, para efectos de la contratación del SAE, se reitera que las SCB deberían ser protegidas como consumidores financieros única y exclusivamente para ese efecto, dada la existencia de asimetrías de información, además de la posición dominante ya comprobada como resultado del monopolio ostentado por la BVC en Colombia.

IV. ¿CÓMO MITIGAR LOS EFECTOS DEL MONOPOLIO Y LA POSICIÓN DOMINANTE EN EL MERCADO DE VALORES?

Son muchas las soluciones que pueden proponerse para resolver falencias de mercado, siempre y cuando todos los agentes afectados estén dispuestos. Partiendo de la premisa de buena fe y bajo el amparo de la afirmación de que un mercado creciente y sólido es benéfico para un país, se propondrá la adopción de un instrumento privado que ha solucionado situaciones similares en cuanto a la prestación de servicios en otras jurisdicciones.

IV.1. La implementación de un «Service Level Agreement» (SLA)

Un SLA es un acuerdo vinculante celebrado entre un proveedor de servicios y su cliente, en el cual se establece cuál es la finalidad o la función del servicio, los límites del servicio prestado, cómo se ha de proceder en caso de problemas con el servicio contratado, la calidad del servicio y, en general, las obligaciones de las dos partes. Para el caso colombiano, puede ser parte del contrato de prestación de servicios que

³⁷ Dichas actividades pueden encontrarse, en general, desde el artículo 2.9.2.1.1 hasta el 2.9.24.1.3 del DU; y van encaminadas a la intermediación de valores, administración de portafolios, entre otros.

LA BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA, SU NATURALEZA Y SU POSICIÓN SOBRE LAS SOCIEDADES COMISIONISTAS DE BOLSA: EL PLANTEAMIENTO DEL *SERVICE LEVEL AGREEMENT (SLA)* COMO POSIBLE FORMA DE MITIGACIÓN
THE COLOMBIAN STOCK EXCHANGE, ITS NATURE AND POSITION CONCERNING THE STOCKBROKERS: SERVICE LEVEL AGREEMENT (SLA) AS A WAY OF MITIGATION

usa la BVC o un anexo del mismo, siempre y cuando en el contrato se especifique su carácter vinculante entre las partes.

La naturaleza de servicios complejos exige que todos los aspectos relevantes del servicio sean incluidos en el SLA. Sobre esta base, estos acuerdos pueden ser ajustados a cualquier clase de negocio, independientemente de la naturaleza del mismo y, por lo tanto, del servicio contratado (Gallizo, Kuebert, Oberle, Menyhtas & Konstanteli, 2009).

Con respecto a la importancia del SLA, existen escritores que consideran que su valor radica en la función que cumple en el aseguramiento, desde la entrega de la totalidad del valor del servicio hasta el éxito de la totalidad del negocio. Más aún cuando la actual tendencia de esa clase de servicios exige que el proveedor garantice niveles de rendimiento específicos (Shacklett, 1 de diciembre de 2011). De lo anterior se deriva el establecimiento de líneas abiertas de comunicación entre los contratantes, en las que el respeto y la ausencia de posición dominante son las características fundamentales para el funcionamiento de las mismas.

IV.2. Características de un SLA

Existen cuatro características primordiales, que debe tener un SLA (Shacklett, 1 de diciembre de 2011):

1. Líneas claras de demarcación. Establecer entre las partes hasta dónde van las obligaciones de cada uno.
2. Comunicación regular. Deben existir reuniones independientemente de si el sistema funciona sin problemas.
3. Revisiones *«annual tune-ups»*. El SLA debe permitir su revisión anual.
4. Vinculatoriedad contractual. Debe incluir premios y multas por el cumplimiento o incumplimiento de las obligaciones y de la calidad del servicio.

Finalmente, se debe revisar el efecto del SLA sobre los clientes y los prestadores del servicio, para asegurarse que sea de beneficio para ambas partes desde una perspectiva financiera. En caso de ser necesario o de ser imposible el cumplimiento del SLA, se puede llegar a la renegociación de sus términos, calidad del servicio, etcétera. Esto acerca la prestación de un servicio a una realidad en la que las dos partes deben salir beneficiadas.

IV.3. Consecuencias del SLA

A partir de las características numeradas en la sección anterior, podemos calificar los contratos marco de la BVC con respecto a los parámetros mínimos que deben tener con respecto a la relación con sus clientes. El contrato marco de la BVC carece de todos los puntos que un SLA debe tener. Sin embargo, merecen especial atención los numerales 3 y 4. El numeral 3 (revisiones anuales) no está previsto en el contrato. De otro lado, el numeral 4 existe, pero de manera parcial, ya que únicamente favorece a la BVC, dejando de lado la funcionalidad del mismo.

Siendo así el estado de las cosas, es pertinente enumerar las consecuencias positivas del SLA:

- en los casos de monopolios, permite tener un incentivo para una permanente búsqueda de eficiencia del mercado;
- establece lazos de comunicaciones más profundos entre los proveedores de servicios y los agentes del mercado;
- favorece la transparencia y la confiabilidad del mercado;
- ayuda a tener relaciones contractuales más justas por medio del seguimiento y de la renegociación de términos y condiciones;
- da más certeza sobre la solidez y la estructura de costos de los proveedores de servicios y del mercado en general;
- permite pre establecer métodos de indemnización adecuados previos a la presentación de fallas en los servicios.

LA BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA, SU NATURALEZA Y SU POSICIÓN SOBRE LAS SOCIEDADES COMISIONISTAS DE BOLSA: EL PLANTEAMIENTO DEL *SERVICE LEVEL AGREEMENT (SLA)* COMO POSIBLE FORMA DE MITIGACIÓN
THE COLOMBIAN STOCK EXCHANGE, ITS NATURE AND POSITION CONCERNING THE STOCKBROKERS: SERVICE LEVEL AGREEMENT (SLA) AS A WAY OF MITIGATION

IV.4. Necesidad del SLA en Colombia

Como se ha visto, la bolsa de valores y sus servicios cumplen una función muy importante en la estabilidad y, en efecto, en el desarrollo de un mercado de valores. Por lo tanto, es importante el estándar de calidad de sus servicios, ya que de este dependen la claridad, la transparencia y la confianza en los sistemas de negociación en la compra y venta de valores; situación que ayuda a acreditar el activo intangible más importante de todo mercado «la confianza».

Para todo lo anterior y teniendo en cuenta la realidad de monopolio y posición dominante que la BVC ejerce en el mercado de valores colombiano, es totalmente necesaria la implementación del SLA como un catalizador dentro de las relaciones contractuales entre la BVC y las SCB. Un SLA permitiría superar el carácter «adhesivo» de los contratos que utiliza la BVC, dando así un respiro al principio del consensualismo, permitiendo el desarrollo de sus funciones integradora e interpretativa (Fortich, 2012) al incluir una forma de «negociación» entre las partes.

La inserción del SLA puede darse (i) por vía de común acuerdo o (ii) por vía de regulación especial expedida por autoridad estatal competente. En todo caso, sea de forma privada o con la intervención del regulador o supervisor, se debe establecer un equipo especial encargado de analizar el rendimiento del SLA, ya que se debería ser consciente de que las necesidades del servicio cambian con el tiempo y de que, por lo tanto, esa realidad afectará al SLA (Desai, 2010, p. 112).

V. CONCLUSIONES

1. Luego de revisar la naturaleza jurídica de las bolsas de valores en Colombia, es clara la importancia de las mismas dentro del desarrollo del mercado de valores de un país, situación que, como se anunció, trae consigo regulaciones, supervisiones y, en consecuencia, deberes legales especiales. A pesar de ello, el caso colombiano se aparta de la tendencia internacional que predica la creación de nuevas bolsas de valores, plataformas de negociación, etcétera, en búsqueda de competencia en dicho segmento de prestación de servicios financieros y del mercado de valores. Esta situación, ha creado un poder de naturaleza monopólica en manos de la BVC de modo tal que, a partir de lo visto, parece que no existe (i) una regulación profunda, (ii) ni una verdadera supervisión sobre la misma. Esta situación crea una «libertad» que es aprovechada por la BVC por medio de su posición dominante y la imposición de precios para su propio beneficio. Puntualmente, dicho «aprovechamiento» se traduce en grandes ganancias para la bolsa de valores, mientras que segmentos como el de las SCB presentan pérdidas, tal y como ocurrió en 2015³⁸.

Lo anterior le resta sin duda eficiencia al mercado, ya que muchos inversionistas internacionales realizan análisis sobre la microestructura

38 La BVC, en el informe de gestión de 2015, trae varios indicadores que vale la pena revisar. El primero es la gráfica que compara los ingresos de los años 2005 y 2015 (p. 235). En 2005, el 74% de los ingresos estaba conformado por (i) servicios transaccionales y registro (ST & R) e (ii) información (I). Dicho panorama ha cambiado al año 2015, año en que los ingresos correspondientes a ST & R e I cayeron del 74% al 33%; siendo el 49% de los ingresos ganancias provenientes de las filiales de la BVC. Esta realidad podría sugerir que la BVC se ha enfocado en invertir en sus filiales. De otro lado, podría pensarse que (i) a partir de los servicios básicos de transacción e información, la BVC reunió el capital necesario para adquirir filiales y, por lo tanto, (ii) el «core» actual del negocio de la BVC está en sus filiales y no en sus servicios de transacción e información. Ahora, si la BVC ha sido tan productiva que ha adquirido otras compañías, es posible formular varias preguntas al respecto: ¿el precio de las tarifas que la BVC tiene para el mercado es más costoso de lo que debería? ¿Dichos sobrecostos pueden desestimular el crecimiento del mercado y el ingreso de nuevos inversionistas? Estas preguntas básicas permiten evaluar hasta dónde va la libertad de la BVC de incrementar sus utilidades, sin afectar el mercado. Con relación a su capacidad operativa, otras dudas se hacen visibles: la BVC, al dedicarse a adquirir otras empresas dedicadas a la inversión como INVESBOLSA, ¿disminuye su capacidad de mejora para el mercado mediante el desarrollo de nuevas tecnologías o de reducción de precios, al destinar parte de su equipo y tiempo de su equipo ejecutivo a revisar el rendimiento de las filiales o replantear estrategias? Las preguntas de esta clase deberían ser respondidas por la SFC y la Unidad de Regulación Financiera, para poder tomar conciencia acerca del hecho de si tenemos una bolsa de valores eficiente o no y, sobre esta base, decidir si es necesaria la implementación del SLA.

- del mercado antes de ingresar al mismo (Kubota & Takehara, 2015, p. 61). Esta clase estudio implica escudriñar el (i) costo total de trazar valores y (ii) el impacto de negociar sobre el comportamiento o «*short-run behavior*» del precio de los valores. Dentro de los costos, se incluyen las comisiones cobradas por las SCB a los inversionistas, las cuales son afectadas directamente por los costos que a su vez la BVC impone a las SCB. Estos últimos pueden ser altos, afectando de forma directa el costo global de negociar valores en determinado mercado. Esta clase de análisis determina la viabilidad de invertir en una plaza bursátil, o de migrar a otra. En ese sentido, el regulador colombiano, en cumplimiento de sus deberes legales y en uso de facultad reglamentaria, debería evaluar la idoneidad de los servicios, precios y, en general, el papel que la BVC desempeña dentro del mercado a través de un estudio serio y bien fundamentado en el que se evalúe inclusive la estructura interna de la entidad. Esto debe hacerse en atención a la clasificación de interés público y la importancia para el mercado que comprende la razón social de esta clase de entidades.
2. Sobre la base de lo estudiado, se denota la necesidad de expedir regulaciones más estrictas que permitan a la SFC determinar la idoneidad de los servicios y los precios de la BVC, por parte de la Unidad de Regulación Financiera. Luego, es necesario que la SFC ejerza sus funciones de forma más activa, entendiendo a la BVC como una entidad vigilada más y no como una excepción. Todo lo anterior, ha de llevarse a cabo con el fin de concluir si los servicios y sus precios al público están en el punto óptimo, entendido este último, como la prestación de los servicios que ofrece al mercado de forma tal que como sociedad anónima genere utilidades sin impactar de forma negativa al mercado. En este aspecto, es preciso mencionar que existen estudios genéricos que concluyen que, independientemente de las eficiencias en los costos logradas como consecuencia de las fusiones entre sociedades, los costos de los servicios cobrados al público son más elevados cuando se está ante la presencia de un monopolio (Tombak, 2002, p. 533).
 3. En la actualidad, la falta de claridad e información impera en el mercado con respecto a la calidad de los servicios de la BVC, frente a sus pares en la región. A estas alturas, no es posible saber si se trata de una bolsa de valores eficiente, costosa, barata, etcétera. Este conocimiento es un elemento de vital importancia para poder analizar, intervenir o modificar (llegado el caso) la estructura de un mercado.
 4. Dentro de dicho *statu quo*, surge la implementación del SLA como respuesta en un mercado de valores con un monopolio marcado como el colombiano. Este requisito permitiría una negociación basada

en la calidad de los servicios entre la BVC y los demás agentes del mercado, pero especialmente, las SCB de Colombia. El SLA premia la buena prestación del servicio, estimulando la comunicación entre los diferentes agentes del mercado de valores y la bolsa de valores en un nivel de cliente-prestador de servicios, lo cual eliminaría la posición dominante que existe al establecerse métodos de evaluación y, como consecuencia, de modificación contractual.

5. Esas modificaciones o negociaciones podrían ser evaluadas y dirimidas por la SFC. Al autorizarse el SLA, se eliminarían efectos de los monopolios como la posición dominante al equiparar las partes desde el punto de vista contractual, sobre la base de un criterio sólido de evaluación (calidad en los servicios), el cual, finalmente, es la razón de ser de la BVC y la herramienta que permite gran parte de las transacciones en el mercado de valores colombiano. Al eliminarse la posición dominante, el factor «precios» puede ser objeto de discusión y revaluación. En conclusión, desde el punto de vista económico, legal y de mercado, la implementación del SLA es una opción que debería ser evaluada de forma seria por el regulador, más aún cuando estas prácticas estimulan la eficiencia del mercado que en muchos casos los monopolios atrofian.
6. Por último, la regulación colombiana debería mudar de un esquema pasivo —en el cual se limita la protección del consumidor financiero al «condenar» de forma superflua a las entidades o particulares extranjeros³⁹ que contactan a consumidores financieros de forma directa— y pasar a un esquema activo en el que se asegure una mejor dinámica del mercado nacional por medio del uso de sus facultades legales. Este cambio de esquema podría preparar al mercado colombiano para enfrentar novedosas plataformas de negociación internacionales que han sido denominadas «fintech» con sus respectivos riesgos que son de resorte directo de las entidades de supervisión financiera⁴⁰. Dichas plataformas usan esquemas más sencillos de inversión que los mercados nacionales regulados, retando así el paradigma regulatorio y, más importante aún, desintermediando actividades que por tradición han requerido intermediarios (International Organization of Securities Commissions, febrero de 2017). Esto podría convertirse en un verdadero inconveniente si nuestro mercado no se prepara con la adecuada antelación.

39 En este punto, es pertinente revisar el esquema de supervisión estatal colombiano con respecto a sus compromisos internacionales de permitir el ingreso de entidades extranjeras para ofrecer servicios financieros y del mercado de valores, extrayendo así inversionistas con su capital del mercado local (véase Rodríguez, 2014).

40 En este sentido, incluso reconocidos abogados financieros de Colombia ya han mostrado su preocupación con respecto a la regulación de las denominadas «fintech» en Colombia (véase Flórez, 2 de agosto de 2017).

Despojar a la BVC de su poder contractual derivado de su monopolio podría fortalecer la innovación y mejorar el acceso al mercado a través de la disminución de los precios, permitiendo así que otro segmento de la población colombiana ingrese en calidad de inversionistas. Toda esta propuesta debería ser implementada de manera detallada y cuidadosa, ya que la interacción de entidades —y finalmente entre las personas que las representan— debe tener reglas de juego que «están dirigidas a obtener objetivos concretos, por lo que en el concepto se incluye la provisión de los recursos necesarios para su implantación, el seguimiento y verificación de la misma y las sanciones por su incumplimiento, o, en otras palabras, el *enforcement* de dichas instituciones» (Blanco, 2008, p. 73).

REFERENCIAS

- Bagheri, M. & Nakajima, C. (2004). Competition and Integration among Stock Exchanges: The Dilemma of Conflicting Regulatory Objectives and Strategies. *Oxford Journal of Legal Studies*, 24(1), 69-97. <https://doi.org/10.1093/ojls/24.1.69>
- Banco de la República - Colombia. (s.f.). *¿Qué es y quiénes se pueden vincular al SEN?* [entrada en sitio web]. Recuperado de <http://www.banrep.gov.co/es/temas/6481>
- Blanco, C. (2008). El nuevo esquema de control del mercado financiero —la Superintendencia Financiera de Colombia—. *Con-texto*, 24(abril), 73-93. Recuperado de <https://revistas.uexternado.edu.co/index.php/contexto/article/view/1978>
- Blanco, C. (2012). La información como instrumento de protección de los consumidores, los consumidores financieros y los inversionistas consumidores. *Opinión Jurídica*, 11(21), 135-152. Recuperado de <https://revistas.udem.edu.co/index.php/opinion/article/view/532/481>
- Bolsa de Valores de Colombia (BVC). (2015). *Informe de gestión 2015*. Recuperado de <https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Accionistas/Información+Financiera/Informes+de+Gestión>
- Desai, J. (2010). *Service Level Agreements: A Legal and Practical Guide*. Cambridgeshire: IT Governance.
- Dorodnykh, E. (2014). *Stock Market Integration: An International Perspective*. Nueva York: Palgrave Macmillan. <https://doi.org/10.1057/9781137381705>
- Flórez, A. (2 de agosto de 2017). *¿Para cuándo una Ley «Fintech»?* *Portafolio*. Recuperado de <https://www.portafolio.co/opinion/otros-columnistas-1/andres-florez-v-para-cuando-una-ley-fintech-508377>
- Fortich, S. (2012). Solus consensus obligat: principio general para el derecho privado de los contratos. *Revista de Derecho Privado*, 23(diciembre), 191-207. Recuperado de <https://revistas.uexternado.edu.co/index.php/derpri/article/view/3307>

LA BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA, SU NATURALEZA Y SU POSICIÓN SOBRE LAS SOCIEDADES COMISIONISTAS DE BOLSA: EL PLANTEAMIENTO DEL SERVICE LEVEL AGREEMENT (SLA) COMO POSIBLE FORMA DE MITIGACIÓN THE COLOMBIAN STOCK EXCHANGE, ITS NATURE AND POSITION CONCERNING THE STOCKBROKERS: SERVICE LEVEL AGREEMENT (SLA) AS A WAY OF MITIGATION

Gallizo, G.; Kuebert, R.; Oberle, K.; Menyctas, A. & Konstanteli, K. (2009). Service level agreements in virtualised service platforms [ponencia]. *eChallenges e-2009 Conference Proceedings*. <https://doi.org/10.13140/2.1.1541.4723>

Giudici, G. & Roosenboom, P. (2004). Venture Capital and New Stock Markets in Europe. En G. Giudici y P. Rosenboom (eds.), *The Rise and Fall of Europe's New Stock Markets* (pp. 1-24). Bingley: Emerald. [https://doi.org/10.1016/s1569-3732\(04\)10001-7](https://doi.org/10.1016/s1569-3732(04)10001-7)

International Organization of Securities Commissions (IOSCO). (Febrero de 2017). Research Report on Financial Technologies (Fintech). Recuperado de <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD554.pdf>

Kubota, K. & Takehara, H. (2015). *Reform and Price Discovery at the Tokyo Stock Exchange: From 1990 to 2012*. Nueva York: Springer. <https://doi.org/10.1057/9781137540393>

Lehalle, C.-A. & Laruelle, S. (2013). *Market Microstructure in Practice*. Nueva Jersey: World Scientific. <https://doi.org/10.1142/8967>

Posada Torres, C. (2015). Las cláusulas abusivas en los contratos de adhesión en el derecho colombiano. *Revista de Derecho Privado*, 29(diciembre), 141-182. <https://doi.org/10.18601/01234366.n29.07>

Real Academia Española. (2015). *Diccionario de la lengua española* (23^a ed., versión en línea). Madrid.

Rodríguez, N. (2014). El contrato de corresponsalía y su papel en el caso Interbolsa. *Prolegómenos. Derechos y Valores*, 17(34), 123-145. <https://doi.org/10.18359/dere.802>

Shacklett, M.E. (1 de diciembre de 2011). Five Key Points for Every SLA. *Dell*. Recuperado de <http://archive.is/mtN2O#selection-1429.1-1429.29>

Stock exchange. (s.f.). *Business Dictionary*. Recuperado de <http://www.businessdictionary.com/definition/stock-exchange.html#ixzz3kQTG4zmn>

Stock exchanges. (s.f.). *Nasdaq Financial Glossary*. Recuperado de <https://www.nasdaq.com/investing/glossary/s/stock-exchanges#ixzz3kQa8HL3M>

The Role of a Stock Exchange. (s.f.). *London Stock Exchange Learning Centre*. Recuperado de <https://www.londonstockexchange.com/news/learningcentre/theroleofastockexchange/theroleofastockexchange.htm>

Tombak, M.M. (2002). Mergers to Monopoly. *Journal of Economics & Management Strategy*, 11(3), 513-546. <https://doi.org/10.1111/j.1430-9134.2002.00513.x>

Van der Merwe, A. (2016). *Market Liquidity Risk: Implications for Asset Pricing, Risk Management, and Financial Regulation*. Nueva York: Palgrave Macmillan. <http://dx.doi.org/10.1057/9781137389237>

Villalba Cuéllar, J.C. (2009). La noción de consumidor en el derecho comparado y en el derecho colombiano. *Vniversitas*, 119(julio-diciembre), 305-339. Recuperado de <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=82515353018>

Villalba Cuéllar, J.C. (2012). *Introducción al derecho del consumo*. Bogotá: Universidad Militar Nueva Granada.

Vinod, H.D. & Reagle, D.P. (2005). *Preparing for the Worst: Incorporating Downside Risk in Stock Market Investments*. Hoboken: Wiley-Interscience. <https://doi.org/10.1002/0471686522>

Jurisprudencia, normativa y otros documentos legales

Constitución Política de Colombia [C.P.].

Corte Constitucional [C.C.], 8 de marzo de 2004, Sentencia C-226/04. Demanda de inconstitucionalidad contra los artículos 49, 50, 51, 52, 53, 54 de la Ley 788 de 2002 «por la cual se expiden normas en materia tributaria y penal del orden nacional y territorial; y se dictan otras disposiciones.». Magistrada ponente: Dra. Clara Inés Vargas Hernández, expediente D-4720 (Colombia).

Corte Constitucional [C.C.], 18 de octubre de 2006, Sentencia C-860/06. Demanda de inconstitucionalidad contra los artículos 209 y 211 (parciales) del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, sustituidos por el artículo 45 de la Ley 795 de 2003. Magistrado ponente: Dr. Humberto Antonio Sierra Porto, expediente D-6235 (Colombia).

Corte Constitucional [C.C.], 5 de setiembre de 2007, Sentencia C-692/07. Demanda de inconstitucionalidad contra los artículos 4-h, 24, 25, 27, 28, 29 y 32 de la Ley 964 de 2005. Magistrado ponente: Dr. Rodrigo Escobar Gil, expediente D-6572 (Colombia).

Corte Constitucional [C.C.], 4 de setiembre de 2009, Sentencia T-624/09. Acción de tutela instaurada mediante apoderado por Distribuidora de Confites (Disconfites) S.A., contra la Gobernación, la Secretaría de Hacienda Departamental y la Fábrica de Licores y Alcoholes de Antioquia, siendo tercero con interés legítimo Licorumba S.A. Magistrado ponente: Dr. Nilson Pinilla Pinilla, expediente T-2240422.

Decreto 2969 de 1960 (26 de diciembre), Sobre Bolsas de Valores, Diario Oficial [D.O.] XCVII(30430), 31 de enero de 1961, p. 132 (Colombia).

Decreto 2555 de 2010 (15 de julio), Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones, Diario Oficial [D.O.] 47.771 (Colombia).

Ley 964 de 2005 (8 de julio), Por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores y se dictan otras disposiciones, Diario Oficial [D.O.] 45.963 (Colombia).

Ley 1328 de 2009 (15 de julio), Por la cual se dictan normas en materia financiera, de seguros, del mercado de valores y otras disposiciones, Diario Oficial [D.O.] 47.411 (Colombia).

LA BOLSA DE
VALORES DE
COLOMBIA, SU
NATURALEZA Y SU
POSICIÓN SOBRE
LAS SOCIEDADES
COMISIONISTAS
DE BOLSA: EL
PLANTEAMIENTO
DEL SERVICE LEVEL
AGREEMENT (SLA)
COMO POSIBLE
FORMA DE
MITIGACIÓN
THE COLOMBIAN
STOCK EXCHANGE,
ITS NATURE
AND POSITION
CONCERNING THE
STOCKBROKERS:
SERVICE LEVEL
AGREEMENT (SLA)
AS A WAY OF
MITIGATION

Ley 1480 de 2011 (12 de octubre), Por medio de la cual se expide el Estatuto del Consumidor y se dictan otras disposiciones, Diario Oficial [D.O.] 48.220 (Colombia).

Superintendencia Financiera de Colombia [SFC] (2014). Circular Externa 029 de 2014 (octubre 3): Reexpedición de la Circular Básica Jurídica. Recuperado de <https://www.superfinanciera.gov.co/publicacion/10082461>

Superintendencia Financiera de Colombia [SFC] (2016). Circular Externa 018 de 2016 (mayo 26): Modificación del numeral 6 del Capítulo I, Título III, Parte I de la Circular Básica Jurídica - Cláusulas y Prácticas Abusivas. Recuperado de <https://www.superfinanciera.gov.co/publicacion/10085860>

Recibido: 27/03/2018

Aprobado: 17/07/2018