



¿CUSTODIOS INDEPENDIENTES EN COLOMBIA - SE JUSTIFICA SU EXISTENCIA?

RODRIGO FERNÁNDEZ AVILÁ



PONTIFICIA UNIVERSIDAD JAVERIANA  
FACULTAD DE CIENCIAS JURÍDICAS  
MAestría EN DERECHO ECONÓMICO  
BOGOTÁ, D. C.  
2017



**¿CUSTODIOS INDEPENDIENTES EN COLOMBIA - SE JUSTIFICA SU EXISTENCIA?**

**RODRIGO FERNÁNDEZ ÁVILA**

Trabajo de Grado presentado como requisito para optar al título de Maestría en  
Derecho Económico

Director:  
**PAULO ARANGUREN RIAÑO**



**PONTIFICIA UNIVERSIDAD JAVERIANA  
FACULTAD DE CIENCIAS JURÍDICAS  
MAESTRÍA EN DERECHO ECONÓMICO  
BOGOTÁ, D. C.  
2017**



“La Universidad no se hace responsable por los conceptos emitidos por sus alumnos en sus trabajos de tesis. Solo velará que no se publique nada contrario al dogma y a la moral católica y porque las tesis no contengan ataques personales contra persona alguna, antes bien se vea en ellas el anhelo de buscar la verdad y la justicia”.



Para Viole y Cris, por supuesto.



## CONTENIDO

|  | pág. |
|--|------|
| INTRODUCCION .....   | 10   |
| 1. ANTECEDENTES DEL NEGOCIO DE CUSTODIA.....   | 11   |
| 1.1 HISTORIA.....  | 11   |
| 1.2 ANTECEDENTES EN COLOMBIA.....  | 13   |
| 2. NEGOCIO DE CUSTODIA .....   | 32   |
| 2.1 DEFINICIÓN Y DESCRIPCIÓN DE LAS PRINCIPALES ACTIVIDADES DEL CUSTODIO<br>.....  | 32   |
| 2.1.1 Principales actividades de un custodio.....  | 34   |
| 2.2 SEGREGACIÓN DE ACTIVIDADES FRENTE A LOS DEPÓSITOS CENTRALES DE<br>VALORES.....   | 40   |
| 2.3 JUSTIFICACIÓN DE SU EXISTENCIA .....   | 45   |
| 3. EL NEGOCIO DE CUSTODIA EN COLOMBIA.....   | 54   |
| 3.1 EL NEGOCIO DE CUSTODIA EN COLOMBIA, EVOLUCIÓN DEL MERCADO,<br>ACTORES Y CIFRAS RELEVANTES.....   | 54   |
| 3.2 EL DECRETO DE CUSTODIA Y SUS IMPLICACIONES PARA EL FUTURO .....  | 55   |
| 3.3 CUSTODIA LOCAL Y CUSTODIA GLOBAL EN COLOMBIA (CASOS DE ÉXITO Y NO<br>ÉXITO POR LA FALTA DE CUSTODIOS (MILA - MERCADO LOCAL - INVERSIÓN<br>EXTRANJERA DE PORTAFOLIO)..... | 61   |



|  |    |
|--|----|
| 3.3.1 Caso MILA .....                  | 61 |
| 3.3.2 Caso Interbolsa.....             | 62 |
| 3.3.3 Custodia global en Colombia..... | 63 |
| 4. CONCLUSIONES .....                  | 65 |
| BIBLIOGRAFÍA.....                      | 67 |



## LISTA DE CUADROS

|  | pág. |
|--|------|
| Cuadro 1. Fondos de capital del exterior.....    | 20   |
| Cuadro 2. Fondos de capital del exterior .....   | 21   |
| Cuadro 3. Decreto 2555 de 2010.....              | 27   |
| Cuadro 4. Comparación Decretos 2080 y 4800 ..... | 30   |
| Cuadro 5. Ciclo de vida de una negociación.....  | 32   |



## LISTA DE GRÁFICOS

|  | pág. |
|--|------|
| Gráfico 1. Economía colombiana de 2006 – 2012..... | 31   |
| Gráfico 2. Mercado renta variable 2002-2012.....   | 47   |
| Gráfico 3. Mercado renta variable 2003-2012.....   | 47   |
| Gráfico 4. Mercado renta fija 2002-2011.....       | 48   |
| Gráfico 5. Mercado renta fija 2002-2012 .....      | 48   |
| Gráfico 7. Comportamiento mercado custodia .....   | 50   |
| Gráfico 9. Oferta .....                            | 52   |
| Gráfico 10. Demanda.....                           | 53   |





## LISTA DE IMÁGENES

|  | pág. |
|--|------|
| Imagen 1. Actores relevantes.....                              | 55   |
| Imagen 2. El circuito de interbolsa y la ruta del dinero ..... | 63   |



## INTRODUCCION

El presente trabajo de grado, se enfoca en conocer las razones financieras, jurídicas y de supervisión que llevaron al Gobierno Nacional a incorporar la figura del custodio dentro de la normatividad de nuestro país e integrarlo en el modelo de gestión de los fondos de inversión colectiva, y analizar si el haber asimilado el rol dispuesto para esta clase de operadores especializados en los modelos de regulación internacional, eran necesarios bajo nuestro esquema de operación, así como para evidenciar si realmente era necesaria dicha figura en nuestra legislación.

Lo anterior, con el fin de conocer si los fundamentos en los cuales se configuró la norma, se ajustan a las características y condiciones del mercado interno, o en cambio su implementación aún no ha traído beneficios sustanciales a la estructura de esta clase de vehículos de inversión.

La figura del custodio aparece en Colombia con la expedición del Decreto 2175 de 2007<sup>1</sup>, por medio del cual se unificó la regulación de los diferentes tipos de inversión colectiva que existían en el país, administrados principalmente por sociedades fiduciarias, seguidos de las comisionistas de bolsa y en último lugar por las SAI. Otros de los temas innovadores del Decreto, estaban ligados con requerimiento patrimonial, esquemas de administración y valoración de carteras colectivas, administración de conflictos de interés, segregación de activos, clasificación y categorización de fondos, reportes de información, estandarización de normas contables, sistemas de negociación, responsabilidad en la venta y distribución de fondos, entre los más representativos.

Sin embargo, en un primer momento se integró en el Decreto<sup>2</sup>, una labor de verificación al custodio, relacionada con el cumplimiento de los reglamentos de cada uno de los fondos, situación que no era posible de cumplir, teniendo en cuenta que los depósitos centralizados o las propias sociedades fiduciarias no podrían tener acceso al 100% de la información que era necesaria para dar cumplimiento a la ley. Esta situación fue puesta en conocimiento de las autoridades de supervisión, control y regulación, quienes ajustaron posteriormente la norma,

En la actualidad, El Decreto 1498 de 2013 definió la actividad de custodio como propia del mercado de valores, por medio de la cual un tercero cuida y vigila los valores y recursos monetarios del custodiado, con el fin de que cumpla las operaciones sobre dichos valores tal y como se deriva de la regulación existente.

---

<sup>1</sup> Las sociedades fiduciarias y comisionistas de bolsa junto con Deceval, fungían como una especie de “custodio”, sin tener el alcance que a nivel internacional existía para esta clase de operadores.

<sup>2</sup> Numeral 6 - artículo 76 - Decreto 2175/07.



## 1. ANTECEDENTES DEL NEGOCIO DE CUSTODIA

### 1.1 HISTORIA

Como muchas de las actividades del mercado de capitales, el negocio de custodia surgió por la necesidad de ciertos actores sociales, en este caso inversionistas, en mantener los documentos probatorios de sus inversiones debidamente asegurados o custodiados por un tercero.<sup>3</sup> De esta forma, se estructuró un modelo por medio del cual entes especializados expertos (custodios), se focalizaron en llevar a cabo dicha gestión de forma profesional, a nombre de un tercero o custodiado (Inversionista), logrando con ello mayores eficiencias operativas, de seguimiento y control, así como una reducción en los riesgos inherentes a esta clase de operaciones.

Para entender la génesis del custodio, hay que remontarse unos cuantos años en la historia del mercado de valores, cuando los títulos objeto de inversión estaban materializados, es decir, cuando existían títulos que por su naturaleza, valor y contenido requerían de lugares seguros para su tenencia y mantenimiento.<sup>4</sup> Estos espacios exigían altos estándares y políticas de seguridad, siendo las más conocidas en su momento, las bóvedas de los bancos, siendo el lugar propicio para la seguridad, control, tenencia y administración de este tipo de activos.

Esta actividad fue llevada a cabo por bancos, principalmente americanos y europeos, los cuales desarrollaron los conceptos básicos de liquidación y servicios de custodia en una órbita internacional, pero bajo una característica generalizada consistente en proveer estos servicios como valor adicional al manejo de inversiones u otras actividades.

A finales del año 1974 el banco norteamericano Chase Manhattan inició con la prestación del servicio en forma individualizada y remunerada; la razón por la cual se dio este cambio de percepción en el servicio fue una modificación en la ley de pensiones de los Estados Unidos de América la cual obligó a los sponsors<sup>5</sup> de planes de pensiones a segregar el manejo de las inversiones de la custodia de los activos subyacentes; este mandamiento conllevó al establecimiento de la industria, a su

<sup>3</sup> EUROPEAN COMMISSION. 2006a. p. 2-3.

<sup>4</sup> CHAN, Diana; FONTAN, Florence; ROSATI, Simonetta and RUSSO, Daniela. The Securities Custody Industry. In: Occasional Paper Series. No. 68. 2007.

<sup>5</sup> Figura que puede entenderse como sinónimo a los administradores o responsables de administrar los recursos de pensiones colombianos. Derivado de la Ley ERISA de 1974 en Estados Unidos y puede consultarse en la historia del negocio de custodia en [http://www.globalcustody.net/industry\\_history/](http://www.globalcustody.net/industry_history/)



profesionalización, y de paso a rentabilizar una nueva línea de negocio. Estas circunstancias llevaron a su vez al establecimiento de regulaciones a nivel global que se vieron reflejadas especialmente en Europa y Norte América.<sup>6</sup>

Con el paso del tiempo y como otra consecuencia más del fenómeno de la globalización, el negocio de custodia se convirtió en una industria billonaria, medida por el valor de los activos administrados, permitiendo la existencia de proveedores<sup>7</sup> en la mayoría de países del mundo, con diversidad de servicios y desarrollos tecnológicos de última generación. Todos ellos, se han establecido conforme han ido madurando sus mercados y la regulación así lo ha ido exigiendo

De acuerdo con el AMV, “La actividad de custodia ha evolucionado a lo largo de las últimas décadas a nivel mundial desde los servicios básicos de atender la compensación y liquidación de operaciones de los activos objeto de custodia, hasta la prestación de servicios relativos a la representación de los custodiados en temas societarios (derechos políticos) y cumplimiento de obligaciones fiscales y prudenciales derivados de la regulación local”.

En este sentido, vale la pena resaltar el estudio de Global Custody<sup>8</sup>, que determina los factores claves que se han reconocido para el crecimiento de la industria en los últimos años, a saber:

- Década de 1970 - Se introdujeron los tipos de cambio flotantes y hacia finales de esta era, la supresión de controles cambiarios en muchas economías permitió el desarrollo del mercado de títulos de deuda internacionales.
- Década de 1980 – Se desarrolló el concepto de operadores profesionales del negocio de custodia, así mismo, se institucionalizan los gestores de fondos especializados dedicados al manejo de inversiones en renta variable extranjera.
- Década de los 90s - Se dio la apertura de los mercados de Europa del Este y el aumento gradual de inversión en renta variable e inversiones transfronterizas.

---

<sup>6</sup> GLOBAL CUSTODY. History of the industry. [on line]. What is global custody? 2014. Available in: [http://www.globalcustody.net/new/industry\\_history/](http://www.globalcustody.net/new/industry_history/). [consulted 13, may, 2014].

<sup>7</sup> Hoy en día el servicio de custodia es ofrecido únicamente por las Sociedades Fiduciarias,

<sup>8</sup> Es una entidad con base en Londres (Inglaterra) que contiene, provee información y promueve el negocio de custodia a nivel mundial. [www.globalcustody.net](http://www.globalcustody.net)



- Presente década: El apetito por inversiones en activos transfronterizos, en mercados emergentes, como Colombia, amplía la oferta de instrumentos financieros y por consiguiente de nuevos mercados.

Finalmente, los Estados han dejado de ser los principales proveedores de pensiones en el mundo, llevando a los ciudadanos a invertir en fondos de pensiones privados, que tienen políticas de inversión y de gestión que los obligan a tercerizar la custodia de sus inversiones, en beneficio de sus clientes.

## 1.2 ANTECEDENTES EN COLOMBIA

El negocio de custodia de valores en Colombia, históricamente se asoció con actividades relacionadas con los depósitos, intermediación y administración de valores.<sup>9</sup>

La Superintendencia Financiera de Colombia mediante Concepto No. 2010006690 del 29 de Marzo de 2010, fue consultada por una entidad financiera sobre la posibilidad que un Grupo Financiero unificara los servicios de Administración y Custodia de Valores del Banco, Fiduciaria y Comisionista de Bolsa en una única unidad del Grupo; frente a lo cual el ente supervisor hizo un análisis histórico que permite corroborar la afirmación planteada por los doctores Muñoz y Jaramillo en su artículo publicado en el diario *Ámbito Jurídico*<sup>10</sup>, del alcance que se daba a los depósitos centralizados con la gestión del custodio, así:

- **Ley 27 de 1990**<sup>11</sup>

En sus artículos 13 y 14 incorporados en el capítulo III se definen los depósitos centralizados de valores como:

“Las Sociedades que se constituyan, con autorización de la Comisión Nacional de Valores, para administrar un depósito centralizado de valores deberán tener objeto

<sup>9</sup> MUÑOZ, Edgar et al. La Custodia como actividad independiente del mercado de valores. *En: Ámbito Jurídico*. Mayo - Junio 2013. p. 2-3.

<sup>10</sup> MUÑOZ, Edgar et al. *Op. cit.*, p. 2-3

<sup>11</sup> COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ley 27. (20, febrero, 1990). Por la cual se dictan normas en relación con las bolsas de valores, el mercado público de valores, los depósitos centralizados de valores y las acciones con dividendo preferencial y sin derecho de voto. *Diario Oficial*. Bogotá, D. C., 1990, no. 39195. p. 1-10.



exclusivo y se sujetarán a lo dispuesto en la presente ley...”<sup>12</sup> (subrayado fuera de texto)

En su artículo 15, la norma describió las funciones de los depósitos de la siguiente manera:

1. El depósito de los valores inscritos en el Registro Nacional de Valores que les sean entregados.
2. La administración de los valores que se les entreguen, a solicitud del depositante en los términos de la presente Ley.
3. La transferencia y la constitución de gravámenes de los valores depositados.
4. La compensación y liquidación de operaciones sobre valores depositados.
5. La teneduría de los libros de registro de títulos nominativos, a solicitud de las entidades emisoras.
6. Las demás que les autoricen la Comisión Nacional de Valores que sean compatibles con las anteriores.

La Superintendencia Financiera, al revisar las anteriores actividades indicó que:

“El desarrollo de esta actividad por parte de los depósitos de valores está directamente relacionado con la forma en que las sociedades comisionistas de bolsa y los intermediarios del mercado de valores, ejercen las actividades que suponen de alguna forma la custodia de valores, con ocasión del desarrollo de operaciones de intermediación del mercado de valores” (subrayado fuera de texto)

La anterior afirmación nos lleva al planteamiento del escenario histórico del desarrollo de la figura a nivel mundial, es decir, a su entendimiento como una actividad adicional o asociada con la gestión de activos o la realización de operaciones de intermediación de valores, sin que existiera en dicho momento la necesidad, ni el conocimiento de la figura del custodio como actividad independiente. El supervisor tenía ese entendimiento como consecuencia de la aplicación del deber<sup>13</sup> que le asistía, y que le asiste hoy en día, a los intermediarios de valores de mantener separados los activos administrados o recibidos de sus clientes de los activos propios de los que corresponden a otros clientes<sup>14</sup>. Esta segregación de activos es fundamental en el criterio de especialización que se consagra a la hora de administrar recursos de terceros, como es el caso de los fondos de inversión colectiva y los pasivos pensionales.

---

<sup>12</sup> La misma norma en el párrafo del artículo 13 habilitó al Banco de la República para administrar los depósitos centralizados de valores. Constituyéndose esta disposición en el antecedente próximo para el nacimiento de Deceval y DCV.

<sup>13</sup> Deber que por demás es uno de los pilares básicos de la actividad fiduciaria en Colombia. Art 1233 del Código de Comercio

<sup>14</sup> Numeral 5 del artículo 1.5.3.2 de la Resolución 400 de 1995, expedida por la Sala General de la anterior Superintendencia de Valores, modificada posteriormente por el Decreto 2555 de 2010



En este espacio, es muy importante hacer una referencia a las normas de diferentes países de la región, sin que se pretenda realizar un ejercicio de derecho comparado, pero si nos permite ilustrar diferentes posturas y posiciones, en relación con la figura del custodio, para identificar si dicha figura se ha dispuesto dentro de un esquema de independiente o dependiente de las administradoras, si no se ha tenido en cuenta o es un mix de estas dos situaciones, para luego concentrarnos en la regulación de nuestro país. En este sentir, la primera parte tiene en cuenta el estudio realizado por el IIMV<sup>15</sup> en el 2006 y 2010 y que permite complementar la propuesta de valor en este tema de gran interés para el mercado de valores.

La figura del custodio en Iberoamérica:

**Argentina:** Los custodios (entidades financieras o sociedades anónimas) para ser autorizados deberán cumplir, entre otros, los siguientes requisitos: acreditar que están autorizadas por el BCRA como entidad financiera o que están inscritas como sociedad anónima en el Registro de Personas Jurídicas de su jurisdicción. En el caso de ser sociedad anónima, su objeto social debe contemplar de forma exclusiva como funciones principales la custodia, guarda, depósito y titularidad de los activos que conforman el patrimonio del fondo y la intervención directa en las acciones inherentes en la actividad de administración que desarrolle la Gerente. Asimismo, en el caso de ser sociedades anónimas deben acreditar y mantener un patrimonio neto mínimo de 100.000 dólares USA y otros 100.000 adicionales por cada nuevo fondo en el que actúe como depositaria. Asimismo, se deberá presentar la nómina de los miembros de los órganos de administración y de fiscalización, gerentes de la primera línea y apoderados.

**Bolivia:** En el caso de valores físicos o documentarios, los custodios son bancos autorizados por la Superintendencia de bancos y Entidades Financieras. Si se trata de valores representados mediante anotaciones en cuenta, las entidades depositarias deben cumplir con los requisitos exigidos por la Ley del Mercado de Valores y sus Reglamentos y estar bajo fiscalización de la SPVS.

**Brasil:** A los depositarios se les exigen condiciones técnicas comprobadas y características operativas y económico-financieras adecuadas.

**Colombia:** No existe la figura de custodio, no obstante, para que una entidad pueda desarrollar la actividad de administración de un depósito centralizado de valores debe solicitar ante la Superintendencia Financiera autorización para su constitución y expedición del certificado de autorización para operar.

**Chile:** La última reforma del Mercado de Capitales (MK II - 2010) estableció como exigencia que las sociedades administradoras deberán encargar a una empresa de depósito de valores regulada por

---

<sup>15</sup> IIMV: Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores. Estudio comparativo de la Industria de Fondos de Inversión Colectiva en Iberoamérica – 2006 y 2010. <http://www.iimv.org/estudios/estudio-comparativo-de-la-industria-de-la-inversion-colectiva-en-iberoamerica/>



Ley N° 18.876, sobre Depósito y Custodia de Valores, el depósito de aquellos instrumentos de sus fondos que sean valores de oferta pública susceptibles de ser custodiados, esto es, a través del DCV, Depósito Central de Valores S.A. El organismo de supervisión para proceder al registro de un Depósito de Valores exige: la constitución de la sociedad, una organización adecuada para desarrollar debidamente sus funciones, así como un reglamento interno de operaciones y las garantías y seguros necesarios que establece la ley.

**Costa Rica:** Los custodios deberán contar con un sistema de registro para valores custodiados que permita una segregación efectiva de la titularidad de los valores custodiados, que permita la generación del historial de movimientos realizados en la cuenta y la realización de conciliaciones. Además deberá contar con procedimientos para el registro de los movimientos, ingresos y gastos de los valores en custodia y cumplir con los requisitos mínimos de control interno, operativos y tecnológicos necesarios para la realización de custodia.

**Ecuador:** La normativa ecuatoriana no contempla la obligatoriedad de llevar un registro de custodios. El único custodio que debe ser aprobado es el Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación el cual dentro de sus funciones se estipula la custodia. La Superintendencia de compañías autorizará el funcionamiento de un depósito centralizado, procediendo a su inscripción y a la de sus reglamentos en el Registro del Mercado de Valores, en cuanto se verifique que se ha constituido con los requisitos exigidos y que tiene los medios, mecanismos, reglamentos y procedimientos que garanticen su funcionamiento.

**España:** Los depositarios de las IIC adquirirán el carácter de tales mediante la autorización de la CNMV e inscripción en el correspondiente registro administrativo de la misma. Los requisitos para autorizar a depositarios son los señalados en el apartado anterior. Además, quienes ejerzan cargos de administración o dirección en una entidad depositaria deberán reunir los requisitos de idoneidad que establezca su legislación específica. El director general o cargo asimilado del que dependa el área de Depositaria de IIC deberá contar con conocimientos y experiencia adecuados en materias relacionadas con el mercado de valores.

**Honduras:** El Directorio del Banco Central de Honduras, previo dictamen favorable de la comisión, autorizó el funcionamiento de un depósito centralizado, que cuenta con las instalaciones, mecanismos y reglamentos debidamente aprobados por la Comisión y con procedimientos que garantizan su funcionamiento. Ninguna persona natural o jurídica podrá, directa o indirectamente, ser dueña de más de un diez por ciento de las acciones suscritas de un Depósito, salvo que se trate de las bolsas de valores que podrán tener hasta el veinte por ciento.

**México:** No existe un registro de custodios como tal. El consejo de administración de cada sociedad de inversión tiene la obligación de aprobar la contratación de alguna de las entidades habilitadas para que actúen como custodio.

**Panamá:** En su legislación no se contempla un registro de custodios o depositarios. Ahora bien, tanto las casas de valores como las Centrales de Valores son reguladas por la Comisión Nacional de Valores quien, para operar, expide una licencia. Las otras dos entidades, a saber, Bancos y empresas fiduciarias, son reguladas por la Superintendencia de Bancos quien expide Licencia para poder desarrollar sus actividades.





**Perú:** Las entidades bancarias deberán presentar una solicitud suscrita por su representante legal indicando del grupo económico al que pertenece. Las empresas bancarias deben contar con dos clasificaciones de riesgo de acuerdo con las regulaciones en la materia, no debiendo ser la menor de ellas de B- (B menos); estar constituido como participante directo de las instituciones de compensación y liquidación de valores del mercado local, donde la sociedad administradora realice las inversiones en nombre del fondo; contar con manuales de procedimiento y control interno utilizados por el área de custodia, así como con normas internas de conducta.

**Portugal:** Las funciones de custodia y de depositario son ejercidas habitualmente por la misma entidad. Los depositarios podrán ser entidades de crédito que dispongan de fondos propios no inferiores a 7.5 millones de euros. El registro de instituciones de crédito está sujeto a los requisitos estipulados por el Banco de Portugal.

**Venezuela:** La institución que tenga a su cargo el servicio de depósito y custodia de los valores de la entidad de capital abierto gestionará ante la Caja Venezolana de Valores la custodia, transferencia, compensación y liquidación de valores objeto de oferta pública que se negocian en Venezuela, denominados en moneda local o en moneda extranjera. Para el caso de los valores denominados en moneda extranjera que se negocian en mercados internacionales que conforman las carteras de inversión, deberán estar depositados en custodia en instituciones internacionales de primera línea y mantenerse, sin excepción, a nombre del fondo.”

Teniendo en cuenta la regulación de cada uno de los países que fueron parte del estudio, podemos inferir que tanto el modelo de depositario, como el de custodio varía de un país a otro, especialmente por la interpretación jurídica dispuesta para estas dos figuras del mercado de valores. En este sentido, la data estadística no es comparable, pero se identifica la existencia de una entidad especializada y normalmente sujeta a la supervisión del estado correspondiente, con capital y capacidad técnica para desarrollar el objeto de su actividad, y que puede actuar como una entidad dependiente o independiente del administrador del fondo. Las normas actualmente tienden a la especialización de roles y funciones, pasos que Colombia ha venido dando con mayor premura y le han permitido ser referente en la región.

Ahora veamos la situación de nuestro país, a través de las normas que versan sobre la materia:

- **Ley 45 de 1990**<sup>16</sup>

En su artículo 7 se definen las comisionistas de bolsa como:

---

<sup>16</sup> COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ley 45. (18, diciembre, 1990). Por la cual se expiden normas en materia de intermediación financiera, se regula la actividad aseguradora, se conceden unas facultades y se dictan otras disposiciones. Diario Oficial. Bogotá, D. C., 1990, no. 39607. p. 1-15.



“sociedades anónimas y tendrán como objeto exclusivo el desarrollo del contrato de comisión para la compra y venta de valores...”

En dicha definición se indica igualmente la posibilidad de realizar las siguientes actividades:

- a) Intermediar en la colocación de títulos garantizando la totalidad o parte de la misma o adquiriendo dichos valores por cuenta propia; (underwriting)
- b) Realizar operaciones por cuenta propia con el fin de dar mayor estabilidad a los precios del mercado, reducir los márgenes entre el precio de demanda y oferta de los mismos y, en general, dar liquidez al mercado; (creadores de mercado)
- c) Otorgar préstamos con sus propios recursos para financiar la adquisición de valores;
- d) Celebrar compraventas con pacto de recompra sobre valores;
- e) Administrar valores de sus comitentes con el propósito de realizar el cobro del capital y sus rendimientos y reinvertirlos de acuerdo con las instrucciones del cliente;
- f) Administrar portafolios de valores de terceros;
- g) Constituir y administrar fondos de valores, los cuales no tendrán personería jurídica;
- h) Prestar asesoría en actividades relacionadas con el mercado de capitales, e
- i) Las demás análogas a las anteriores que autorice la Sala General de la Comisión Nacional de Valores, con el fin de promover el desarrollo del mercado de valores.”

Fíjese como el supervisor, de la misma forma que para los depósitos de valores, supuso nuevamente que, las comisionistas de bolsa, desarrollando la administración de valores de sus comitentes y con el propósito de realizar el cobro del capital y rendimientos y reinvertirlos de acuerdo con las instrucciones del cliente, están implícitamente custodiando los títulos, argumento que se refuerza con la obligación contenida en el artículo 2.9.6.1.5 del Decreto Único y que estaba anteriormente consagrado en el 2.2.7.5 de la Resolución 400 de 1995, en el cual se obligaba a dichas entidades a expedir certificados de custodia sobre los títulos administrados.

Así mismo, se entendía que esa actividad estaba únicamente reservada a las sociedades comisionistas de bolsa. Lo anterior, denota nuevamente el desconocimiento de la figura, sus atribuciones y el estado germinal en que se encontraba en la década de los noventa en Colombia; con base en estos previos es posible afirmar que Colombia ha tenido su proceso particular que lo llevó a



entender<sup>17</sup>, desde el punto de vista regulatorio<sup>18</sup>, la necesidad e importancia de erigir la figura como independiente en el Mercado.

- **Decreto 2080 de 2000**<sup>19</sup>

Esta regulación, se constituye en el antecedente más relevante para el reconocimiento de la figura en Colombia, puesto que dentro del proceso de apertura iniciado en la década de los noventa, Colombia lentamente comenzó a ser depositario de inversión extranjera de portafolio, y de acuerdo con los estándares internacionales que para esa época ya conocían, usaban y entendían la importancia del custodio, llevaron a que vía decreto el Gobierno Nacional hiciera las primeras definiciones y atribuciones en los siguientes términos:<sup>20</sup>

- i) En una primera instancia definió en su artículo tercero (3<sup>º</sup>) las inversiones de capital del exterior en: inversión directa (ánimo de permanencia) e inversión de portafolio (temporal y especulativa). En ese momento<sup>21</sup> se consideró como inversión de portafolio: “la inversión en acciones, bonos obligatoriamente convertibles en acciones y otros valores inscritos en el registro nacional de valores”
- ii) Como mecanismo para realizar la inversión extranjera de portafolio en Colombia se incorporó la figura de los fondos de inversión de capital extranjero, los cuales en los términos del artículo veintiséis (26) del decreto tenían como único objeto la realización de transacciones en el mercado público de valores, bajo dos categorías: Fondos institucionales o Fondos individuales los cuales se definieron como se explica en el cuadro 1 así:

---

<sup>17</sup> Desafortunadamente para llegar a este entendimiento tuvieron que darse situaciones de público conocimiento que han afectado intereses de terceros y que tardíamente han llegado al reconocimiento de la custodia como actividad esencial para el desarrollo y profundidad del mercado de valores.

<sup>18</sup> Con la emisión del decreto 1243 de 2013 se define como tal la actividad de custodia, principios y actividades

<sup>19</sup> COLOMBIA. PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA. Decreto 2080. (18, octubre, 2000). Por el cual se expide el Régimen General de Inversiones de capital del exterior en Colombia y de capital colombiano en el exterior. Diario Oficial. Bogotá, D. C., 2000, no. 44205. p. 1-31.

<sup>20</sup> Así como este decreto permitió el conocimiento de la figura, creo dos figuras dentro del mercado Colombiano, la custodia internacional regulada por el decreto en referencia y la custodia local como actividad complementaria a la intermediación de valores, sin regulación independiente.

<sup>21</sup> En el año 2010 se reformo en gran parte este decreto, a través del decreto 4800 de 2010, el cual para efectos didácticos se revisara en forma separada.



Cuadro 1. Fondos de capital del exterior.

| <b>FONDOS DE CAPITAL DEL EXTERIOR</b> |   |
|---------------------------------------|---|
| <b>INSTITUCIONALES</b>                | Pluralidad de personas o entidades extranjeras o aquellos constituidos por una sola persona o entidad extranjera, cuyos recursos provienen de colocaciones privadas o públicas de cuotas o unidades de participación en el exterior, y su objeto principal sea el de realizar inversiones en uno o varios mercados de capitales del mundo |
|                                       | Ómnibus que son aquellos que se organizan bajo la modalidad de cuentas colectivas sin participación proindiviso sobre el patrimonio de inversionistas institucionales, administrados por intermediarios internacionales   |
| <b>INDIVIDUALES</b>                   | personas naturales o jurídicas del exterior cuyo objeto principal no es realizar inversiones en el mercado de capitales pero debido a estrategias financieras canalizan los excesos de tesorería a la inversión de mercados de capitales  |

Fuente: Decreto 2080 de 2000.

La división se realizó atendiendo la profesionalidad e interés en la constitución de cada uno de esos vehículos, siendo los institucionales aquellos interesados primordialmente en realizar inversiones en el mercado de capitales del mundo, y los individuales, aquellos que teniendo otras actividades principales canalizaban excesos de tesorería a la inversión de mercados de capitales.

Los fondos institucionales se constituyeron en los vehículos por excelencia, durante los diez años de su existencia (2000-2010), a través de los cuales los inversionistas extranjeros invirtieron en Colombia a través del mercado de capitales.

La diferencia en su funcionamiento se indica en el cuadro 2 así:



*Cuadro 2. Fondos de capital del exterior.*

| FONDOS DE CAPITAL DEL EXTERIOR |              |              |                         |              |              |
|--------------------------------|--------------|--------------|-------------------------|--------------|--------------|
|                                |              |              | PLURALES O INDIVIDUALES |              |              |
| FONDO 1                        |              | FONDO 2      |                         | FONDO 3      |              |
|                                |              |              | OMNIBUS                 |              |              |
| FONDO 1                        |              |              | FONDO 2                 |              |              |
| Subcuenta 1                    | Subcuenta 2  | Subcuenta 3  | Subcuenta 1             | Subcuenta 2  | Subcuenta 3  |
| Subcuenta 4                    | Subcuenta 5  | Subcuenta 6  | Subcuenta 4             | Subcuenta 5  | Subcuenta 6  |
| Subcuenta 7                    | Subcuenta 8  | Subcuenta 9  | Subcuenta 7             | Subcuenta 8  | Subcuenta 9  |
| Subcuenta 10                   | Subcuenta 11 | Subcuenta 12 | Subcuenta 10            | Subcuenta 11 | Subcuenta 12 |

Fuente: Decreto 2080 de 2000.

Los fondos plurales o individuales se constituían y administraban como unidades independientes entre sí, en su interior, se registraban y custodiaban la totalidad de inversiones que constituyera el inversionista extranjero; los fondos ómnibus tenían una individualidad general pero así mismo al interior se podía identificar a sus participantes, de esta forma se podía determinar los activos totales del fondo y los que tuviera cada uno de sus partícipes. La forma como se identificaban estos fondos en Colombia era a través del nombre o denominación asociado a un número de identificación tributaria (NIT).

La norma objeto de estudio, incorporó al ordenamiento jurídico la figura del custodio a través de la denominación de administrador, calidad que, en los términos del artículo 31 del Decreto, solo podía ser ejercida por las sociedades fiduciarias o comisionistas de bolsa con sujeción a las normas aplicables a cada una de ellas.<sup>22</sup>

Las obligaciones del administrador local de estos fondos se describieron en el artículo 32 del Decreto 2080 en los siguientes términos:

- a) Adelantar los trámites necesarios para la autorización de la operación del fondo<sup>23</sup>;

<sup>22</sup> Al determinar la aplicabilidad de normas especiales para una misma actividad llevo en gran manera a que las comisionistas de bolsa continuaran considerando la actividad como complementaria al Mercado de valores; por el contrario las sociedades fiduciarias, principalmente aquellas cuyo accionista principal era extranjero, Citi (Año) y posteriormente Santander 2006 , desarrollaron su propio nicho de Mercado que les permitió generar una prospera fuente de ingreso, bajo estándares internacionales.

<sup>23</sup> Los fondos contaban con un régimen de autorización previa consistente en la obtención del número de identificación tributaria (NIT) y la radicación ante la Superintendencia de Valores (hoy Superintendencia Financiera) de documentos tales como: identificación del país donde el fondo



- b) Efectuar el registro de inversión ante el Banco de la República<sup>24</sup>
- c) Suministrar a la Superintendencia de Valores la información que ésta requiriera
- d) Cumplir con las obligaciones del artículo 18-1 del Estatuto Tributario y demás disposiciones que lo complementen modifiquen o constituyen.<sup>25</sup>
- e) Abstenerse de conceder créditos a cualquier título con dineros del fondo.
- f) Abstenerse de dar en prenda los valores que integran el fondo salvo para garantizar los créditos a que se refieren los artículos 34 y 35 del presente decreto<sup>26</sup>.

El administrador local se constituyó y se entendió como el representante de esos extranjeros en Colombia lo cual permitió que se hicieran las inversiones en el mercado contando con un tercero que administraba sus adquisiciones y les reportaba todas y cada una de las operaciones que se hicieran en el mercado público de valores. Se resalta como desde ese momento se separaron las tres actividades propias que implican una negociación en dicho mercado, puesto que en ningún momento se le dio a los administradores las funciones para realizar el front o trading o capacidad de compra o venta directa de los activos, por el contrario las actividades incorporadas como obligaciones del administrador se enfocaron en las labores propias de un custodio liquidación (clearing) y cumplimiento (settlement) de operaciones.<sup>27</sup>

- **Ley 964 de 2005**<sup>28</sup>

---

operaba, su entidad de vigilancia, copia del contrato suscrito con el administrador local. Información que debía ser radicada con cinco (5) días de antelación a la fecha en que el fondo deseaba iniciar operaciones en Colombia.

<sup>24</sup> El registro de la inversión debía realizarse dentro de los treinta (30) días siguientes a la canalización de las divisas indicando tipo de fondo, monto de la inversión, administrador local y el objeto de dicha inversión.

<sup>25</sup> Dichas obligaciones consistían y consisten hoy en día en la práctica de las retenciones como no declarantes hasta alcanzar la tarifa establecida del 33% para ese momento.

<sup>26</sup> Podían contraer endeudamiento con el mismo emisor o colocador del título si este era adquirido en el mercado primario o en desarrollo de un programa de privatización, cuando la entidad pública otorgaba la financiación. Así mismo los otros pasivos que se contabilizaban eran los asociados al funcionamiento del mismo, comisiones, gastos asociados a la realización de operaciones.

<sup>27</sup> En todo caso este régimen inicial era altamente restrictivo puesto que los inversionistas extranjeros al provenir de mercados más profundos no entendían como no podían desarrollarse operaciones de su diario vivir (repos- simultaneas- ttvs), lo anterior solo tuvo solución con la expedición del decreto 4800 en el año 2010.

<sup>28</sup> COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ley 964. (8, julio, 2005). Por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores y se dictan otras disposiciones. Diario Oficial. Bogotá, D. C., 2005, no. 45963. p. 1-36.



Partiendo del desarrollo realizado en año 2000 por el decreto 2080, lo lógico y natural hubiese sido que esta Ley incorporara de lleno la figura de custodia en Colombia, lastimosamente en ese momento tampoco se identificó la necesidad de reconocer la independencia de la figura, es por ello que al describir en su artículo tercero (3) las actividades del mercado de valores, incluyó alguna de las actividades que podrían realizar los custodios, pero no se identificó como tal así:

“Serán actividades del mercado de valores:

- a) La emisión y la oferta de valores;
- b) La intermediación de valores;
- c) La administración de fondos de valores, fondos de inversión fondos mutuos de inversión, fondos comunes ordinarios y fondos comunes especiales;
- d) El depósito y la administración de valores;
- e) La administración de sistemas de negociación i registro de valores, futuros, opciones y demás derivados;
- f) La compensación y liquidación de valores;
- g) La calificación de riesgos
- h) La autorregulación a que se refiere la presente Ley
- i) El suministro de información al mercado de valores, incluyendo el acopio y procesamiento de la misma
- j) Las demás actividades previstas en la presente ley o que determine el Gobierno Nacional, siempre que se constituyan actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores.” (subrayado fuera de texto)

Al incorporar las actividades de compensación y liquidación de valores, pilares de la actividad de custodia, solo como una mención, sin indicar o definir con amplitud el término o los agentes capacitados en su prestación el mercado local continuó la concepción como actividad complementaria o accesorio a la negociación de valores en el mercado.

La Norma realizó otras menciones que son la base para que no se haya desarrollado la figura en forma independiente y exista la asimilación frente a las figuras de depósito, administración de valores y custodia. En el inciso tercero del literal c) del artículo cuarto (4) INTERVENCION EN EL MERCADO establece:

“En ejercicio de la facultad prevista en este literal el Gobierno Nacional podrá autorizar a los depósitos centralizados de valores para recibir en custodia y administración valores que se negocien en el mercado de valores nacional e internacional”



En efecto al darle estas atribuciones a los depósitos, se creó la equivocada idea en el mercado local que los entes idóneos para la prestación del servicio de custodia son los depósitos, impidiendo, como hasta ahora, el desarrollo e impulso de la figura.

La tercera y última mención de la Norma frente a la actividad se hace en el artículo 23 en el cual se establece, en aplicación al principio de segregación incorporado en el numeral 5 del artículo 1.5.3.2 de la Resolución 400 de 1995 que:

“Cuando quiera que se dé inicio a un procedimiento dirigido a la liquidación de una de las entidades previstas en el presente título, los valores, los bienes o el dinero que haya recibido de terceros para su custodia, administración o transferencia, o para la ejecución de negocios o de encargos, se considerarán que no forman parte del proceso liquidatorio y deberán devolverse a dichos terceros a la mayor brevedad posible.”

En todo caso, no obstante que nuevamente se desconocía la figura del custodio, la Ley dejó abierta la facultad al Gobierno Nacional para incluir y desarrollar nuevas actividades, la cual se utilizó en el año 2013 con su reconocimiento vía Decreto.

- **Decreto 2175 de 2007<sup>29</sup>**

Para las instituciones denominadas en dicho momento como Fondos Comunes Ordinarios y Fondos Comunes especiales, las cuales pasaron a denominarse “Carteras colectivas se incorporó en el ordenamiento jurídico, contrario de anteriores antecedentes, una diferenciación explícita de la figura así:

i) Artículo 37. Gastos a cargo de la cartera colectiva.

1. El costo del contrato de depósito y custodia de los valores que componen el portafolio de la cartera colectiva”

Por primera vez la norma, a nivel local, reconoció la figura en forma diferenciada al depósito de valores, lo cual no obstante el uso de una conjunción copulativa, se puede afirmar con base en los siguientes artículos así:

ii) Artículo 51. Obligaciones de la sociedad administradora

3. Entregar en custodia los valores que integran el portafolio de la cartera colectiva a una entidad autorizada para tal fin, de conformidad con lo establecido en el reglamento y en el presente decreto, y

---

<sup>29</sup> COLOMBIA. PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA. Decreto 2175. (12, junio, 2007). Por el cual se regula la administración y gestión de las carteras colectivas. Diario Oficial. Bogotá, D. C., 2007, no. 46657. p. 1-40. (Derogado posteriormente por el art. 12.2.1.1.4 del Decreto Nacional 2555 de 2010).





garantizar la información necesaria para la correcta ejecución de las funciones de custodia.

Como implementación propia de la figura para estos vehículos de inversión colectiva, el Gobierno Nacional entendió la importancia de segregar las funciones de trading o gestión del portafolio, con las funciones de custodia en beneficio de los terceros que se vincularan en calidad de inversionistas a cada una de las carteras colectivas que se administrarán de conformidad con el decreto expedido.

iii) Título XI De la Custodia de Valores que integran el portafolio.

Artículo 74. Bienes que deben ser entregados en custodia.

“Las sociedades administradoras deberán entregar en custodia todos los valores que integren el portafolio de la respectiva cartera colectiva a una sociedad autorizada, de conformidad con las normas vigentes”

Tal fue la relevancia que se dio a la figura, que se incorporó un título para su desarrollo, ratificando que los activos que conformaran un portafolio de un vehículo de inversión colectiva debían entregarse en custodia a una entidad autorizada por las normas. La justificación de esta actividad es que al desmembrar o entender que los movimientos que se puedan dar sobre un portafolio, están vigilados y supervisados por un custodio, se disminuye la posibilidad que se puedan dar movimientos u operaciones que no estuvieran acordes con el riesgo y políticas incorporadas en los reglamentos de las carteras. Lo cual se traduce indudablemente en un mayor grado de seguridad y confiabilidad para el inversionista adherente a este tipo de vehículos de inversión.

iv) Artículo 75. Entidades autorizadas a actuar como custodios.

“Las sociedades fiduciarias y los depósitos centralizados de valores podrán actuar como custodios. En ningún caso las sociedades fiduciarias podrán actuar como custodios de los activos que pertenezcan a las carteras colectivas que administren

Muy a pesar del reconocimiento expreso de la figura, la norma al incluir a los depósitos centralizados como custodios impidió en términos económicos el desarrollo de la figura, puesto que no existía el incentivo económico que llevara a los administradores de las carteras colectivas a pagar a un tercero independiente por dicha actividad, y por ende aumentar los costos de la misma, sino que por el contrario aprovechando la calidad de depositantes directos, que como entidades



vigiladas administradoras de este tipo de carteras<sup>30</sup> ostentaban se permitió igualmente por el supervisor que la actividad de custodia que ordenaba el decreto su cumpliera con el depósito de los activos en el depósito, lo cual no se asemejaba a las labores independientes de custodia que el decreto incorporó.

v) El artículo 76. Describió en los siguientes términos las obligaciones de las entidades autorizadas a actuar como custodios así:

1. Ejercer la administración de los derechos sobre los activos cuya custodia se le encomienda, los cuales serán registrados a nombre de la sociedad administradora seguido por el nombre o identificación de la cartera colectiva de la cual forman parte. En caso que existan compartimentos en la respectiva cartera colectiva, deberá hacer referencia a los mismos.

2. Cumplir las instrucciones impartidas por la sociedad administradora en relación con los activos sujetos a su custodia y reportar diariamente a esta sociedad todos los movimientos realizados en virtud de tales instrucciones.

En ningún caso, el custodio podrá disponer de los activos objeto de custodia sin que medie la instrucción previa y expresa de la sociedad administradora, así como la validación de las instrucciones de conformidad con el procedimiento establecido por el contralor normativo.

3. Informar oportunamente a la sociedad administradora cualquier circunstancia que pueda afectar el normal desarrollo de la labor de custodia y solicitarle las instrucciones adicionales que requiera para el buen cumplimiento de sus funciones.

4. Mantener la reserva de la información que conozca con ocasión de la operación de custodia, sin perjuicio del cumplimiento de los deberes de información a la Superintendencia Financiera de Colombia.

5. Suministrar a la sociedad administradora la información y documentación que esta requiera sobre los activos objeto de custodia y del desarrollo del contrato, de forma inmediata.

6. Informar inmediatamente y por escrito a la Superintendencia Financiera de Colombia y al contralor normativo la ocurrencia de

---

<sup>30</sup> Este Decreto elimino los fondos comunes ordinarios y productos similares que se encontraban en el mercado, buscando eliminar las asimetrías regulatorias que existían en dicho momento para regular en un solo cuerpo los vehículos de inversión colectiva que bajo una misma regulación podían ser administrados por sociedades comisionistas de bolsa de valores, sociedades fiduciarias y sociedades administradoras de inversión, exceptuando a los fondos de pensiones y de cesantías, fondos de pensiones voluntarias, fondos mutuos de inversión, fondos de capital extranjero y fondos de inversión inmobiliaria. Artículo primero (1) del Decreto 2175 hoy incorporado al Decreto 2555 como el artículo 3.1.1.1.1



cualquier evento que impida la normal y correcta ejecución de la labor de custodia o que implique el incumplimiento del reglamento o de otras normas aplicables a la cartera colectiva.

7. Establecer las reglas operativas necesarias para garantizar una adecuada ejecución de la labor de custodia, incluyendo los mecanismos que serán utilizados por la sociedad administradora para impartir las instrucciones relacionadas con los activos que componen el portafolio de la cartera colectiva, y los mecanismos de validación que definirá el contralor normativo.

Por primera vez en la normatividad colombiana se desarrollaron e incorporaron las actividades básicas que debe desarrollar un custodio en su conjunto, las cuales se analizarán con todo detalle en el numeral 2º del presente texto.

- **Decreto 2555 de 2010**<sup>31</sup>

Este decreto tuvo la titánica y engorrosa labor de recopilar en un solo cuerpo normativo las normas del sector financiero, asegurador y del mercado de valores, de esta forma incorporó todas las concepciones y enfoques sobre la actividad de custodia como se indica en las referencias que se relacionan en el siguiente cuadro:

*Cuadro 3. Decreto 2555 de 2010.*

| DECRETO 2555 DE 2010  |   |   |  |
|---|---|---|--|
| CUSTODIO NO INDEPENDIENTE   |   | CUSTODIO INDEPENDIENTE  |  |
| Tema  | Artículo  | Tema  | Artículo   |
| Fondos de Pensiones obligatorias y Cesantía   | Parágrafo numeral 3.7<br>Art. 2.6.12.1.1<br>Régimen de Inversión  | Carteras Colectivas gastos a cargo de la cartera                                    | 3.1.6.1.1 (art. 37 Dto 2175)                     |
|   | Artículo 2.6.12.1.20<br>Custodia títulos o valores representativos de las inversiones de los Fondos de Pensiones Obligatorias | Carteras Colectivas obligaciones de entregar los valores del portafolio en custodia | Numeral 3. Artículo 3.1.9.1.2 (art. 51 Dto 2175) |
| Registro Contable de los títulos en custodia por parte de las Sociedades Comisionistas de Bolsa | Artículo 2.9.6.1.5  | Carteras Colectivas. Bienes que deben ser entregados en custodia                    | Artículo 3.1.13.1.1 (art. 74 Dto 2175)           |

<sup>31</sup> COLOMBIA. PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA. Decreto 2555. (15, julio, 2010). Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Diario Oficial. Bogotá, D. C., 2010, no. 47771. p. 1-65. Es comúnmente conocido como el Decreto único Sistema Financiero.



| DECRETO 2555 DE 2010  |                     |   |  |
|---|---------------------|---|--|
| CUSTODIO NO INDEPENDIENTE   |                     | CUSTODIO INDEPENDIENTE  |  |
| Administración de Títulos en el depósito central de valores   | Artículo 2.9.6.1.6  | Carteras Colectivas. Obligaciones de las entidades autorizadas para actuar como custodios   | Artículo 3.1.13.1.3 (art. 76 Dto 2175)                     |
| Registro Contable de los títulos en custodia de los miembros de las bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros commodities | Artículo 2.11.1.5.5 | Carteras Colectivas. Subcustodia de valores y otros activos ubicados en el exterior   | Artículo 3.1.13.1.4 (Artículo 77 del Decreto 2175 de 2007) |
| Administración de valores en depósitos centralizados de valores   | Artículo 2.11.1.5.6 | Carteras Colectivas. Custodia de valores y otros activos en el exterior   | Artículo 3.1.13.1.5 (art. 78 Dto 2175)                     |
| Custodia y administración de títulos valores e instrumentos financieros por parte de los depósitos centralizados de valores                             | Artículo 2.14.2.1.5 | Titularización. Partes en el proceso de titularización. Administradora debe directamente o a través de un tercero custodiar los títulos derivados del proceso | Artículo 5.6.3.1.1 (art. 1.3.3.1 de la Res. 400 de 1995)   |
| Título 3 Contrato de depósito de valores. Definición  | Artículo 2.14.3.1.1 | Titularización de activos hipotecarios. Debe especificarse si la custodia se realiza directamente o a través de un tercero                                    | Artículo 5.6.10.2.4 (art. 8 Resolución 775 de 2001)        |
| Reglamento y tarifas de los depósitos centralizados de valores  | Artículo 2.14.3.1.3 | Titularización de activos no hipotecarios. Debe especificarse si la custodia se realiza directamente o a través de un tercero                                 | Artículo 5.6.11.2.2 (art. 15 del Decreto 230 de 2010)      |
| Listado de valores extranjeros en los sistemas de cotización de valores del extranjero por medio de las sociedades comisionistas de bolsa               | Artículo 2.15.6.1.1 |   |  |
| Administración, custodia, compensación y liquidación de valores extranjeros   | Artículo 2.15.6.1.9 |   |  |



| DECRETO 2555 DE 2010   |  |                        |  |
|--|--|------------------------|--|
| CUSTODIO NO INDEPENDIENTE  |  | CUSTODIO INDEPENDIENTE |  |
| Inversiones admisibles de las reservas técnicas de las entidades aseguradoras y sociedades de capitalización   | Parágrafo del numeral 3.10 Artículo 2.31.3.1.2 |                        |  |
| Custodia de los títulos representativos de las inversiones que respaldan las reservas técnicas de entidades aseguradoras y las sociedades de capitalización en depósitos centralizados | Artículo 2.31.3.1.20                           |                        |  |
| Bonos hipotecarios. Contenido del contrato de administración de cartera. Obligación de custodiar los títulos que incorporan los créditos   | Artículo 6.5.1.5.2 (art 24 Res. 542 de 2002)   |                        |  |

Fuente: Decreto 2555 de 2010.

De la compilación realizada por el Gobierno Nacional, podemos concluir que bajo la reglamentación colombiana, salvo para Carteras Colectivas (hoy Fondos de Inversión Colectiva, teniendo en cuenta lo dispuesto en los Decretos 1242 y 1243 de 2013) y titularizaciones, donde el administrador puede optar por entregar los títulos en custodia a un tercero, en las demás actividades no existe la obligación de entregar la custodia a una entidad especializada sino que por el contrario existen referencias expresas donde se asimila dicha actividad con el depósito y la administración de valores.

- **Decreto 4800 de 2010<sup>32</sup>**

El Gobierno Nacional siendo consciente de las limitaciones e impedimentos que tenían los inversionistas extranjeros de portafolio expidió este decreto, el cual flexibilizó el régimen existente y les permitió a estos inversionistas comportarse como locales, es decir, pueden realizar las inversiones y operaciones en el mercado de valores con los mismos derechos y obligaciones que les asisten a los inversionistas locales, así mismo eliminó los Fondos de Inversión extranjera, indicando que este tipo de inversionistas debían contar en Colombia con un administrador que los

<sup>32</sup> COLOMBIA. PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA. Decreto 4800. (29, diciembre, 2010). por el cual se modifica el Decreto 2080 de 2000. Diario Oficial. Bogotá, D. C., 2010, no. 47937. p. 1-8.



represente principalmente para efectos tributarios, cambiarios y de suministro de información a las autoridades principalmente.<sup>33</sup>

Los principales cambios con respecto al Decreto 2080 de 2000 se resumen en el cuadro 4 así:

Cuadro 4. Comparación Decretos 2080 y 4800.

| COMPARACION DECRETO 2080 DECRETO 4800   |   |
|---|---|
| DECRETO 2080  | DECRETO 4800  |
| Los Fondos de Capital del Extranjero son patrimonios organizados bajo cualquier modalidad, en Colombia o en el extranjero, con recursos aportados por una o más personas naturales o jurídicas, con el propósito de realizar inversiones en el mercado de valores colombiano. Tales fondos pueden constituirse como fondos institucionales o individuales | Se elimina el concepto de fondo y ahora el inversionista del extranjero tendrá inversiones directas o de portafolio. Para las inversiones de portafolio el inversionista extranjero actuará a través del administrador                  |
| Fondos Institucionales (carácter no especial - Omnibus) y Fondos Omnibus  | Se elimina esta distinción, ahora hay una estructura de cuentas segregadas  |
| El administrador local del Fondo debe adelantar los tramites necesarios para la autotización de la operación del Fondo (o bien para su simple registro ante la SuperFinanciera, en el caso de los fondos individuales)  | Se elimina el trámite de autorización   |
| El administrador local del Fondo debe registrar la inversión ante el Banco de la República y mensualmente remitirle un informe mensual sobre su estado  | El administrador debe registrar la inversión ante el Banco de la República (declaración de cambio), se requiere el envío de información mensual de manera agregada para efectos estadísticos del Banco.                                 |
| Los Fondos de inversion de capital extranjero (portafolio) pueden invertir en valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores, a través de la BVC o Sistemas ddistintos autorizados por la Superintendencia Financiera  | El inversionista extranjero de portafolio puede invertir en valores inscritos en el RNVE, participaciones en Carteras Colectivas, así como en valores listados en los sistemas de cotizacion de valores del extranjero                  |
| Cuando se trate de títulos o valores de renta fija con plazos inferiores a dos años, el valor nominal de la inversion del fondo no puede ser más del veinte por ciento (20%) del monto original de la emision   | Se mantiene   |
| Solamente pueden contraer créditos, por una sola vez para la celebración de cada operación y por un plazo máximo de cinco días  | El inversionista extranjero de portafolio puede contraer créditos.  |
| Solamente pueden tener pasivos en Colombia cuando tales pasivos provienen de: la liquidación de operaciones dentro de los plazos habituales del mercado; comisiones; gastos; remuneraciones por administración; y las Financiaciones otorgadas en emisiones del mercado primario  | El inversionista extranjero de portafolio puede contraer créditos.  |
| De manera temporal, dichos fondos pueden mantener sus recursos en cuentas corrientes, cuentas de ahorro o carteras colectivas administradas por sociedades fiduciarias  | Ahora pueden mantenerlo el tiempo que quieran sin el ámbito de temporalidad. (salvo al momento de ingreso inicial de recursos cuando obligatoriamente deben destinarse al pago de una inversión)  |
| El fondo debe suministrar a la Superintendencia Financiera la información que esta requiera con relación a la administración de la inversión y mantener actualizado un estado de cuentas de las inversiones que realice el fondo  | El administrador debe suministrar la información a la Superintendencia Financiera   |
| Abstenerse de conceder créditos a cualquier titulo con dineros del fondo  | se habilita la realización de otras operaciones en el mercado publico de valores. (repos, ttv)  |
| Abstenerse de dar prenda los valores que integran el fondo  | Puede realizar operaciones con instrumentos financieros derivados y constituir las respectivas garantías y todas las garantías necesarias para el cumplimiento de operaciones aceptadas por una cámara de riesgo centra de contraparte. |
| No pueden netear operaciones  | Pueden Netear operaciones.  |

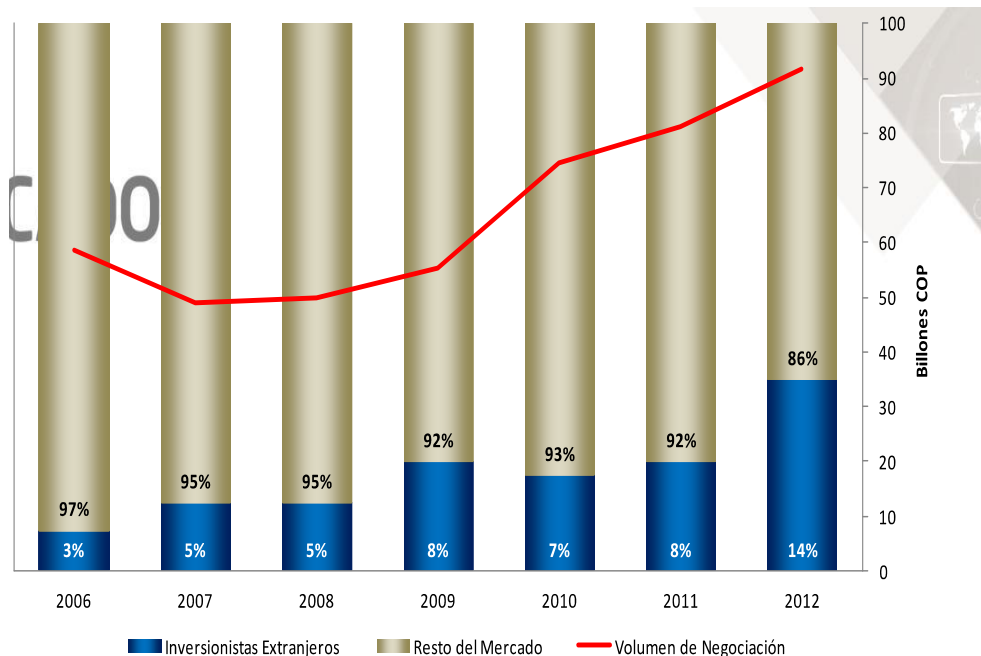
Fuente: Decretos 2080 de 2000 y 4800 de 2010.

<sup>33</sup> El término de administrador debe entenderse sinónimo de Custodio, puesto que el Gobierno durante las discusiones previas a la emisión del Decreto entendía que el término administrador era más integral, pero en realidad las actividades que realiza ese administrador no son otras que las que se definen, entienden y esperan de un custodio bajo los estándares internacionales.



El gráfico 1 nos muestra como la existencia de reglas claras, actores con roles definidos y obviamente el buen momento de la economía colombiana en esta época, ha permitido que la participación de la inversión extranjera de portafolio en el mercado de renta variable colombiano pasara de representar un 3% en 2006 a un 14% en 2012.<sup>34</sup>

Gráfico 1. Economía colombiana de 2006 – 2012.



Fuente: Bolsa de valores de Colombia. Abril 2013.

<sup>34</sup> Cifras oficiales presentadas por la Bolsa de Valores de Colombia en el documento “Pioneros del Mercado”. Proyecto Custodio/Administrador Local. Bogotá D.C. Abril de 2013.



## 2. NEGOCIO DE CUSTODIA

### 2.1 DEFINICIÓN Y DESCRIPCIÓN DE LAS PRINCIPALES ACTIVIDADES DEL CUSTODIO

Para entender el concepto de custodia es preciso desglosar sus actividades a través del cuadro 5 que se denomina el ciclo de vida de una negociación.

*Cuadro 5. Ciclo de vida de una negociación.*

| NEGOCIACION   | LIQUIDACION  | CUMPLIMIENTO   |
|---|--|--|
| "LA NEGOCIACION SE HACE"  | "POSICIONES SON LIQUIDADAS"  | "EL NEGOCIO SE CUMPLE"   |
| En la ejecución de una negociación, los compradores y vendedores adquieren una obligación legal de comprar o vender valores de un caso de derivados de otro subyacente. La negociación entonces consiste en las posiciones de comprar o vender esa posición | Es el proceso que ocurre entre la negociación y cumplimiento, durante el lapso de tiempo las posiciones necesitan ser procesadas, manejadas, monitoreadas y finalmente preparadas para el cumplimiento | Cuando el negocio es cumplido la obligación legal igualmente es cumplida. En valores el cumplimiento de la obligación legal se da cuando los valores son intercambiados por dinero y viceversa. En derivados se cumple con la obligación legal cuando la duración del contrato expira y de acuerdo con su tipo de liquidación resultado. |
|   | SERVICIOS DE POST-NEGOCIACION  |  |
| <b>CICLO DE VIDA DE UNA NEGOCIACION</b>   |  |  |

Fuente: HASENPUSCH, Tina. Clearing Services for global markets. Cambridge: University Press. 2009. p. 19.

Los servicios de custodia, son conocidos como los servicios de post-negociación, normalmente desprovistos del glamour de los servicios de negociación o trading; pero con el transcurso de los años y la desmaterialización de los mercados, dichos servicios se han convertido en parte esencial del proceso, puesto que de la adecuada prestación de estos servicios, depende no solo el cumplimiento de las operaciones una a una sino también de la estabilidad y confianza que deben mantener los mercado de valores.





El negocio de custodia, en forma simple, puede definirse en los términos del European Central Bank como:

“El servicio a través del cual se tienen y administran los títulos valores en representación de terceras partes”<sup>35</sup>

Esta definición si bien corresponde a los orígenes de la figura, brinda una perspectiva de cuál es el pilar del negocio de custodia y es la administración profesional de valores por parte de un tercero.

Ampliando esta postura, y teniendo en cuenta el contexto actual el negocio de custodia puede definirse como:

El servicio provisto por entidades vigiladas consistente en el recibo, cumplimiento de operaciones en el mercado de valores y tenencia de títulos en representación del cliente, a efectos de reducir su riesgo de pérdida, para lo cual los activos que se entregan no pertenecen ni ingresan al patrimonio del custodio, no son fungibles, y por ende, solo pueden ser movilizados si existen previas, expresas instrucciones impartidas a través de los canales de comunicación que definan las partes.

La habilidad para reunir en un mismo administrador unos activos, utilizando efectiva y eficientemente la tecnología es esencial en el negocio de custodia actual. El crecimiento que ha tenido la industria en las últimas dos (2) décadas ha permitido que el nivel de activos bajo custodia igualmente se haya incrementado. La competencia por esos activos es feroz, generando ingresos y utilidades para esta industria; esta competencia ha permitido desarrollos tecnológicos que han aumentado la eficiencia y control sobre los activos.<sup>36</sup>

Este tipo de servicios no necesariamente deben prestarse por una misma o única entidad, en ese orden, en el mercado internacional los servicios pueden prestarse en forma diferenciada para el caso de liquidación por: entidades vigiladas (bancos, comisionistas de bolsa), casas de liquidación y cámaras centrales de riesgo de contraparte. Así mismo el cumplimiento puede realizarse por bancos y comisionistas de bolsa, Depósitos de valores locales y Depósitos de Valores Internacionales.

---

<sup>35</sup> CHAN, Diana; FONTAN, Florence; ROSATI, Simonetta and RUSSO, Daniela. Op. cit., p. 4.

<sup>36</sup> COMPTROLLER OF THE CURRENCY ADMINISTRATOR OF NATIONAL BANKS. Controller's Handbook. Custody Services. [on line]. Asset Management. January 2002. p. 1. Available in: <http://www.occ.gov/publications/publications-by-type/comptrollers-handbook/custodyservice.pdf>. [consulted 8 june 2014].



**2.1.1 Principales actividades de un custodio.** Las principales actividades de un custodio pueden identificarse como: cumplimiento de negociaciones, inversión de los flujos monetarios, recibo de ingresos, procesamiento de eventos corporativos, valoración de activos, salvaguarda de los valores, administración de derechos patrimoniales, compensación y liquidación, y velar por que los títulos objeto de operaciones queden adecuadamente registrados en los depósitos de valores.

Adicionalmente cuando el servicio se presta en forma global, es decir, cuando el custodio ofrece sus servicios en varias geografías, el custodio provee adicionalmente servicios de ejecución de conversión de divisas, proceso de reclamaciones tributarias. Estos servicios se prestan apoyándose en subcustodios locales, como en el caso de nuestro mercado frente a inversionistas extranjeros de portafolio, que son una herramienta fundamental para que el custodio global pueda prestar su servicio.

Adicionalmente pueden incorporarse otra clase de servicios y operaciones vinculadas con el Mercado Monetario<sup>37</sup>, medición de resultados, manejo de riesgos, información de mercado, relacionamiento con agentes.

Con base en la actual regulación, se establecieron en nuestro país, tres servicios que pueden prestar las entidades con relación a la custodia y que se resumen en el cuadro que implemento el Autorregulador del Mercado de Valores, en su Guía De Estudio Fondos De Inversión Colectiva<sup>38</sup>.

Es importante tener en cuenta que esta clase de ventajas o beneficios que traen consigo la actividad especializada de custodio se dan por estar separados los aspectos relacionados con administrador, gestor y distribuidor y no necesariamente por cuenta de contar con la independencia de un ente especializado en dicha labor.

---

<sup>37</sup> Capítulo IXX Circular Básica Contable y Financiera

<sup>38</sup> Documento basado en la normatividad vigente, especialmente lo dispuesto en los Decretos 1242 y 1243 de 2013



Cuadro No 6. Actividades del custodio.

| SERVICIOS OBLIGATORIOS  | SERVICIOS COMPLEMENTARIOS   | SERVICIOS ESPECIALES A FICS   |
|---|---|---|
| <p><b>Salvaguarda de los valores:</b> con este servicio se busca que el custodio vele por que los títulos objeto de operaciones queden adecuadamente registrados en los depósitos de valores. Incluye el manejo de cuentas bancarias para el cumplimiento de las operaciones hechas con los activos bajo custodia.</p> <p><b>Compensación y Liquidación:</b> consiste en realizar todas las labores necesarias para garantizar la compensación y liquidación de todas las operaciones previamente ratificadas por el custodiado. El custodio actuará ante la Cámara de Riesgo Central de Contraparte en cumplimiento de las obligaciones del custodiado derivadas de las operaciones que se pasen por la CRCC.</p> <p><b>Administración de derechos patrimoniales:</b> vela por el cumplimiento del pago de los intereses, dividendos y capital de los activos objeto de custodia.</p> <p><b>Respecto a FICS:</b> Velar por el cumplimiento del reglamento, límites de inversión, restricciones y prohibiciones legales aplicables a las operaciones del FIC respecto de los valores custodiados.</p> | <p><b>Administración de derechos políticos:</b> se entiende por tales la representación de los custodiados en asambleas, ejercicio de derechos a votar decisiones societarias, siempre con sujeción a las instrucciones impartidas por el custodiado.</p> <p><b>Valoración:</b> el custodio asume la función de valoración de los activos objeto de custodia de acuerdo con las normas generales de valoración.</p> <p><b>Transferencia temporal de valores:</b> actúa como agente para las operaciones de transferencia temporal de valores objeto de custodia previa autorización expresa del custodiado.</p> <p><b>Obligaciones fiscales:</b> cumplimiento de obligaciones tributarias que se deriven de los activos objeto de custodia.</p> <p><b>Obligaciones cambiarias:</b> cumplimiento de las obligaciones cambiarias que se deriven de los activos bajo custodia.</p> | <p><b>Valoración del portafolio</b> del FIC y de sus participaciones de acuerdo con el reglamento del fondo y de las normas generales e instrucciones de la Superintendencia Financiera de Colombia.</p> <p><b>Contabilidad</b> del FIC de acuerdo con las normas que imparta la SFC y con base en la información que le provea el custodiado de manera oportuna.</p> |

Fuente: Guía de estudio Fondos de Inversión Colectiva – AMV – 2016.

Para poder prestar los servicios de custodia, primero se debe negociar con el cliente un contrato en el cual se regule la relación que principalmente permita: actuar en su nombre frente al depósito y manejar los recursos económicos que permitan el cumplimiento de las operaciones. Las demás actividades que el cliente requiera igualmente son incorporadas en dicho documento.

En detalle las anteriores actividades que realiza un custodio pueden explicarse en los siguientes términos:



- **Cumplimiento de negociaciones:** Esta actividad comprende desde la fase de inicio de una negociación, es decir una vez se acuerda una venta o compra de un título, el custodio recibe vía teléfono, correo electrónico o a través de un sistema de comunicación (SWIFT) los términos de la negociación, adicionalmente recibe de la contraparte las instrucciones de cumplimiento las cuales son confirmadas o revisadas con el cliente, este proceso es el que se denomina match de las operaciones. A través del mismo, el custodio se asegura y afirma la consistencia y veracidad de la operación<sup>39</sup>. En caso que las operaciones no concuerden no se reconocen las mismas o se rechazan. Esta afirmación o confirmación se da generalmente en T+1 en un proceso normal de cumplimiento de T+3<sup>40</sup>, posteriormente en T+2 se envían las instrucciones de cumplimiento las cuales contienen los detalles de la negociación para que los custodios las registren en sus archivos y preparen y verifiquen la existencias de los fondos, para el caso de una compra, o los activos, en caso de una venta, para realizar el cumplimiento en T+3. El cumplimiento ocurre cuando los títulos y los recursos monetarios son movilizados para completar la negociación, estos movimientos se realizan en el depósito de valores, quien envía el reporte sobre los movimientos realizados. El custodio por su parte debe revisar y reconciliar este reporte cada día para verificar las posiciones y los cambios. Así mismo debe verificar los movimientos en las cuentas bancarias, reconciliar los saldos y su correspondencia con las operaciones realizadas.
- **Manejo de efectivo e inversión de los flujos monetarios:** Consiste en el movimiento, manejo y monitoreo de los flujos de efectivo asociados con las operaciones sobre títulos en el mercado. Si bien la actividad principal del custodio es el manejo post-negociación, y los recursos que se administren tienen la destinación específica de cumplimiento de operaciones, en forma temporal los custodios bien sea mientras se toma la decisión de inversión,<sup>41</sup> o si se reciben recursos producto de las mismas pueden, con la previa instrucción del cliente y sin que sea discrecional en ningún momento por parte del custodio, utilizar productos para ese

---

<sup>39</sup> Esta labor es determinante en los mercados internacionales, puesto que descarga en el custodio la responsabilidad de verificar la veracidad y condiciones de la negociación lo cual es un parte de tranquilidad para el cliente extranjero puesto que un experto en el mercado está verificando en forma previa las operaciones que dichas operaciones se han realizado en debida forma y por ende concluirán con un cumplimiento efectivo.

<sup>40</sup> El proceso normal de negociaciones sobre todo para acciones es de T+3, donde T o T+0 corresponde al día en que se realiza la negociación, T+1 confirmación, T+2 envío de instrucciones para el cumplimiento y T+3 Cumplimiento.

<sup>41</sup> En Colombia, tratándose de inversión extranjera de portafolio, los recursos recibidos y que ingresan con esa finalidad deben destinarse inmediatamente al cumplimiento de operaciones del mercado de valores.



manejo de liquidez. (cuentas de ahorro, cuentas corrientes remuneradas, inversiones en fondos de inversión colectiva.<sup>42</sup>

- **Recibo del ingreso:** Corresponde al derecho económico derivado de la inversión, es el control, recibo y cobro de los derechos patrimoniales producto de la inversión los cuales se traducen en dividendos para el caso de acciones, pago de cupones para el caso de títulos de renta fija, intereses para el caso de bonos o inclusive en el recaudo de los pagos por concepto de una operación de venta de un título. Para el caso de derivados corresponderá al pago periódico de la operación si se acuerda o al pago del cumplimiento total o parcial de acuerdo con la naturaleza de la misma. Los custodios informan con anterioridad los pagos proyectados para que el cliente tome decisiones eficientes con anterioridad, (reinvertir o restituir)
- **Procesamiento de eventos corporativos:** Los eventos corporativos se entienden como todas aquellas actividades que pueden afectar o incidir sobre el título que el inversionista detente en un mercado determinado. Los custodios son responsables por monitorear los eventos corporativos que afecten los activos bajo custodia y aquellos que puedan presentar una oportunidad para sus clientes, en ese orden, se apoya a los clientes brindándoles información precisa y detallada sobre los mismos, para servir igualmente de canal comunicador entre el inversionista y la compañía o ente receptor de la inversión. Si el inversionista toma la decisión de participar, el custodio monitoreara el paso a paso de la misma, hasta notificar el cumplimiento efectivo, de acuerdo con la naturaleza de la misma.

Como acciones corporativas pueden definirse las siguientes<sup>43</sup>:

- i) Redenciones de bonos (bond calls): derecho a redimir bonos antes de su fecha de maduración.
- ii) Conversión del dividendo en acción (bonus share plan): Permite a los accionistas recibir su dividendo en acciones.
- iii) Distribución de ganancias de capital (Capital Gains Distribution): Realización del capital en acciones o en dinero.
- iv) Opciones de dividendo en dinero o especie (Cash/Stock Option Dividend): Accionista tiene la posibilidad de recibir los dividendos líquidos o en acciones adicionales.

<sup>42</sup> La cual es considerada en Colombia como inversión de portafolio literal B. Artículo 3 Decreto 2080 de 2000.

<sup>43</sup> COMPTROLLER OF THE CURRENCY ADMINISTRATOR OF NATIONAL BANKS. Op. cit. Appendix B. p. 87



- v) Acciones de grupo (Class Action): Técnicamente no es una acción corporativa, pero se maneja en forma similar, esta es una acción legal que le permite a un grupo de accionistas alegar la violación de normas por parte de una compañía o de sus funcionarios, con la expectativa de recibir un ingreso por la denuncia del daño causado.
- vi) Títulos convertibles: (Convertible Securities): Se aplica sobre bonos corporativos o acciones preferenciales, los cuales pueden ser cambiados por acciones normales.
- vii) Plan de reinversión del dividendo: (Dividend Reinvestment Plan) (DRIP): Planes esponsorizados por los emisores que permiten que se adquieran acciones de las compañías por los accionistas con sus dividendos.
- viii) Fusiones y Adquisiciones (Mergers/Takeovers): Es la unión de dos o más compañías o la adquisición de otras por otra compañía y producto de esta operación se da un nuevo paquete accionario con las equivalencias que se definan.
- ix) Pequeñas ofertas (Mini-Tenders): Ofertas sobre menos del cinco (5%) por ciento de acciones de una compañía.
- x) Cambio Nominal (Nominal Change): Es el cambio en el valor de la acción con respecto a su valor actual en el mercado.
- xi) Conversiones Opcionales (Optional Conversions): Conversiones en las cuales el inversionista tiene la opción de convertir un título en otro (acciones, bonos, órdenes).
- xii) Opciones y ordenes: (Options and Warrants): Capacidad de convertir el título en cualquier tiempo o en una fecha específica, lo cual es garantizado por la compañía.
- xiii) Colocaciones (Placings): Emisiones de nuevas acciones que son dirigidas a grandes instituciones, generalmente no son ofrecidas al público en general.
- xiv) Apoderados (Proxies): Documento que permite a los accionistas votar en las reuniones de las compañías sin atender presencialmente la reunión.
- xv) Redenciones (Redemption): Maduración de un título de deuda, es decir cuándo debe ser pagado al titular.
- xvi) Derecho de preferencia (Rights Issue): Permite a los accionistas comprar preferentemente nuevas acciones de la compañía de acuerdo con las reglas que establezca el emisor.
- xvii) Dividendos – Bonos en stock: (Stock Bonus Issue – Stock Dividend): Dividendos o bonos son pagados en acciones.
- xviii) Reuniones de Accionistas – Asambleas (Stockholder Meeting Announcements): Avisos sobre las asambleas de accionistas acompañadas de los temas que se tratarán en la reunión.



- xix) División de acciones- cambio de su valor - subdivisiones (Stock Split/Par Value Change - Subdivision): Emisión de acciones adicionales pero expresadas en una división de las actuales.
- xx) Oferta de Adquisición (Tender Offer): Oferta formal para comprar acciones a sus titulares a un precio superior del precio de mercado.

Con esta recopilación es posible identificar uno de los valores agregados de los custodios puesto que la transmisión, apoyo y comunicación detallada de cada una de estas actividades son parte fundamental en la maximización o minimización de las utilidades de los clientes.

- Valoración de activos: Es responsabilidad del custodio, de acuerdo con los movimientos diarios de los mercados, brindar información exacta sobre el valor de las inversiones de los clientes, indicando valorizaciones y desvalorizaciones e información suficiente que permita al inversionista tomar decisiones sobre el manejo y la estrategia de su portafolio.
- Mantenimiento de registros y reporte de las posiciones: Las comunicaciones y la información como parte fundamental de la interrelación en las actividades humanas, se plasma perfectamente en el negocio de custodia puesto que las transmisiones y reportes sobre el estado de las inversiones de los clientes se realizan a través de protocolos de seguridad y canales, de acuerdo con las necesidades y estándares de cada cliente. En el negocio de custodia, como en el negocio bancario, se maneja como lenguaje principal la mensajería SWIFT, que es la que permite técnicamente el adecuado intercambio de mensajes. El envío oportuno de los estados de los portafolios permite igualmente la toma de decisiones sobre el manejo y el seguimiento a la estrategia aplicada sobre el portafolio.
- Conversión de Divisas: Servicio asociado a inversiones en diferentes geografías, bajo el nombre técnico de fx (foreign exchange) se realizan las conversiones de divisas a la moneda en la cual se va a realizar la inversión bajo diferentes modalidades: i) Conversión y reporte en nombre del cliente, ii) Recibo de instrucciones particulares para cada operación por parte del cliente.
- Reclamaciones Tributarias: Los esquemas tributarios de cada geografía tienen su forma particular de concebir las retenciones sobre dividendos, para el caso de divisas, y pago de intereses, para el caso de títulos de renta fija para inversionistas no residentes. A través de este servicio, el custodio realiza las declaraciones y pagos ante las autoridades y en nombre de su cliente interpone las reclamaciones a que haya lugar, así



mismo es el llamado a explicar a su cliente los diferentes conceptos por los cuales debe tributar, manejo, responsabilidades. etc.

- Operaciones del mercado monetario: Es uno de los productos más apreciados y valorados como agregados por los clientes. A través de este servicio el custodio ofrece la posibilidad de registrar operaciones autorizadas en el Capítulo IXX de la Circular Externa 100 de 1995 (repos, simultaneas, transferencia temporal de valores), liquidarlas y efectuar su cumplimiento de acuerdo con sus características; así mismo si la realización de estas operaciones requieren un colateral o una garantía, para lo cual, bajo instrucciones del cliente, el custodio debe entregar los activos que se convengan en la respectiva operación.

## 2.2 SEGREGACIÓN DE ACTIVIDADES FRENTE A LOS DEPÓSITOS CENTRALES DE VALORES

De acuerdo con las actividades analizadas en el numeral anterior, es posible determinar y afirmar que los servicios de custodia son más amplios y extensos que los servicios que prestan los depósitos, no obstante como se verificó en los antecedentes normativos y reglamentarios la posición jurídica y por ende el comportamiento de los agentes del mercado ha llevado al entendimiento que custodia y depósito son sinónimos; en ese mismo sentido el Doctor Carlos Pérez Castro<sup>44</sup> al comparar los servicios de depósito o custodia con el mutuo afirma:

El servicio de custodia de valores que prestan ciertas instituciones financieras no puede hacerse a través de la figura del mutuo. El depositario o custodio, a diferencia del prestatario o mutuario, no puede hacer uso de los valores recibidos de los clientes. Por lo general, el servicio de depósito o custodia de valores supone la existencia de títulos específicos que continúan formando parte del patrimonio del depositante y sobre los cuales el depositario no adquiere derecho alguno de propiedad, quedando obligado a conservar las cosas depositadas con la diligencia de un buen padre de familia y a restituirlas al depositante<sup>45</sup>

Con toda razón los doctores Edgar Muñoz y Juan Felipe Jaramillo afirman en su artículo de ámbito jurídico publicado en el mes de mayo del año 2013 lo siguiente frente a los dos negocios:

<sup>44</sup> Abogado Venezolano de la Universidad Andrés Bello.

<sup>45</sup> PÉREZ CASTRO, Carlos. Préstamo de títulos valores. En: Revista de la Facultad de Derecho. No. 56 Universidad Católica Andrés Bello Caracas (Venezuela). 2001





“La custodia también es distinta del contrato de depósito celebrado con depósitos de valores, ya que en este último, el depositario de los valores, sin hacerse titular del valor que se le entrega en depósito, se obliga a salvaguardarlo y a registrar las enajenaciones y gravámenes que el intermediario de valores le comunique”

“Así, la naturaleza de la custodia no se enmarca dentro de ninguna de las actividades anteriormente mencionadas pues las actividades de custodia van más allá de la simple vigilancia y seguridad de los bienes o del cobro de los frutos que puedan producir.”<sup>46</sup> (Subrayado fuera de texto).

La naturaleza misma de la confusión proviene de la definición misma del Contrato de Depósito de Valores contenida en el Artículo 2.14.3.1.1 del Decreto 2555 de 2010.

“Artículo 2.14.3.1.1 (Artículo 1 Decreto 3960 de 2010) Definición. Por medio del contrato de depósito de valores a que se refiere el presente libro, una persona confía uno o más valores a una entidad habilitada para el efecto, quien se obliga a custodiarlos, a administrarlos cuando el depositante lo solicite de acuerdo con el reglamento que cada depósito expida, y a registrar los gravámenes y enajenaciones que aquel le comunique”

Nótese como dentro de la misma definición se está asumiendo que el Depósito tiene implícita o asociada en forma natural la función de custodia, no es que el depósito no haga una custodia del valor, lo que sucede es que para las actividades de depósito debe entenderse el termino en un ámbito restringido al registro de gravámenes y enajenaciones.

Posteriormente el Decreto indica que solo las sociedades administradoras de depósitos centralizados de valores especialmente autorizadas por la Superintendencia Financiera de Colombia, y el Banco de la República, podrán administrar depósitos centralizados de valores<sup>47</sup>

Tal afirmación es posible comprobarla haciendo una revisión de los servicios de custodia que ofrecen DCV<sup>48</sup> y DECEVAL<sup>49</sup> así:

<sup>46</sup> MUÑOZ, Edgar et al. Op. cit., p. 2-3.

<sup>47</sup> Esta es la disposición que sustenta la existencia del DCV del Banco de la República y DECEVAL cuyos accionistas son las entidades financieras

<sup>48</sup> Es el depósito de valores del Banco de la República diseñado para el depósito, custodia y administración de títulos valores en forma de registros electrónicos (desmaterializados), de acuerdo con lo previsto en los artículos 21 de la Ley 31 de 1992 y 22 del Decreto 2520 de 1993, pero nótese que en la Ley se otorgan facultades potestivas para administrar un depósito de valores con el objeto de recibir en depósito y administración los títulos que emita, garantice o administre el propio Banco y los valores que constituyan inversiones forzosas o sustitutivas a cargo de entidades



DCV (Portafolio de Servicios)<sup>50</sup>

“Administración Fiduciaria de Títulos Valores

A través de la administración fiduciaria de valores, en nombre y por cuenta del emisor, realizamos la expedición, custodia y el registro de tenedores finales de los títulos, así como el servicio de la deuda, ya sea por vencimiento de capital o de los intereses, todo bajo estrictos parámetros de seguridad y eficiencia.

Servicios (...)

- Custodia: los títulos valores se custodian en forma de registros electrónicos (desmaterializados), con sujeción a lo previsto en la Ley 31 de 1992 y en el Decreto 2520 de 1993.”

La Ley 31 de 1992<sup>51</sup>, hace mención al tema de custodia en el artículo catorce (14) Alcance de la Función de administración al referirse a la administración de reservas internacionales del Banco en los siguientes términos:

“El Banco de la República administrará las reservas internacionales conforme al interés público, al beneficio de la economía nacional y con el propósito de facilitar los pagos del país en el exterior. La administración comprende el manejo, inversión, depósito en custodia y disposición de los activos en reserva.”

En el artículo 64 la Ley 31 al referirse al proceso de liquidación del Fondo de Estabilización<sup>52</sup> en el numeral 1o. del Parágrafo que el Fondo procediera a entregar todos los activos en custodia como administrador fiduciario.

---

sometidas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia, distintos de acciones; en ningún momento se otorgan facultades para prestar servicios de custodia.

<sup>49</sup> Es el Depósito Centralizado de Valores de Colombia, entidad facultada para recibir en depósito títulos valores, instrumentos financieros y valores que se encuentren o no inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, sean emitidos en Colombia o en el exterior, para, mediante un sistema computarizado de alta tecnología y seguridad, administrarlos mitigando los riesgos asociados a su manejo físico en transferencias, registros, ejercicio de derechos patrimoniales etc.

<sup>50</sup> BANCO DE LA REPÚBLICA. Portafolio de servicios 2013-2016. [en línea]. Bogotá, D. C.: Banco de la República. 2014. Disponible en: [http://www.banrep.gov.co/sites/default/files/paginas/Portafolio\\_de\\_servicios\\_DCV\\_2013\\_-2016.pdf](http://www.banrep.gov.co/sites/default/files/paginas/Portafolio_de_servicios_DCV_2013_-2016.pdf). [consultado 18 de mayo de 2014].

<sup>51</sup> COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ley 31. (29, diciembre, 1992 Por la cual se dictan las normas a las que deberá sujetarse el Banco de la República para el ejercicio de sus funciones, el Gobierno para señalar el régimen de cambio internacional, para la expedición de los Estatutos del Banco y para el ejercicio de las funciones de inspección, vigilancia y control del mismo, se determinan las entidades a las cuales pasarán los Fondos de Fomento que administra el Banco y se dictan otras disposiciones. Diario Oficial. Bogotá, D. C., 1992, no. 40707. p. 1-7.

<sup>52</sup> Fondo creado en el año 1935 con el fin de estabilizar el mercado de bonos del Estado. <http://www.banrepcultural.org/blaavirtual/economia/banrep1/hbrep63.htm>



El Decreto 2550 de 1993<sup>53</sup> replica en su artículo 14 la función de administración sobre las reservas internacionales indicando, al igual que la Ley 31, que la administración comprende el manejo, inversión, depósito en custodia y disposición de los activos en reserva. En su artículo 74 literal f) establece como funciones del auditor:

“Artículo 74. Funciones del auditor. (...)

f) Procurar que se tomen oportunamente las medidas de conservación y seguridad de los bienes de la entidad y de los que ella tenga en custodia o a cualquier otro título;

DECEVAL (Concepto y funciones)<sup>54</sup>

El artículo 2º del reglamento del Depósito Central de Valores establece que la entidad administra dos sistemas así:

i) La custodia y administración valores, títulos de valores de contenido crediticio, de participación, representativos de mercancías e instrumentos financieros que no se encuentren inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores – RNVE-, ya sea que se emitan, negocien o registren localmente o en el exterior. Esta actividad se ejercerá con estricta observancia de las normas cambiarias y tributarias aplicables.

ii) La compensación y liquidación de valores en depósito.”

El artículo 5º del reglamento indica como Valores objeto de Depósito:

“La Sociedad podrá custodiar y administrar valores, títulos valores de contenido crediticio, de participación, representativos de mercancías e instrumentos financieros que se encuentren o no inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores – RNVE-, ya sea que se emitan, negocien o registren localmente o en el exterior. Esta actividad se ejercerá con estricta observancia de las normas cambiarias y tributarias aplicables”.

El Artículo 11 del Reglamento al profundizar en los estándares de funcionamiento incorpora lo siguiente:

---

<sup>53</sup> COLOMBIA. PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA. Decreto 2550. (7, diciembre, 1993). Por el cual se aprueba un acuerdo del consejo directivo del instituto de seguros sociales. Diario Oficial. Bogotá, D. C., 1993, no. 45760. p. 1-15.

<sup>54</sup> Contenidas en el Reglamento de operaciones de Deceval, documento aprobado mediante Resolución 0816 del 26 de Mayo de 2011 emitida por la Superintendencia Financiera de Colombia.



I. El Depósito, custodia y administración de valores podrá realizarse de manera inmovilizada o desmaterializada, bajo el esquema de anotación en cuenta, la cual será llevada a nivel de beneficiario final de los mismos o cuando así se permita en cuentas ómnibus para representar una custodia colectiva que se administrará por parte del depositante.

II. El sistema de compensación y liquidación de operaciones, administrado por la Sociedad prestará los servicios de liquidación de operaciones sobre los valores en custodia y administración local. Tratándose de operaciones sobre valores internacionales en subcustodia por la sociedad, esta administrará los sistemas de compensación y liquidación de operaciones para aquellas operaciones que hayan sido ejecutadas en sistemas de negociación locales e internacionales.

El artículo 21 indica las obligaciones particulares sobre las funciones de Custodia de Valores así:

#### 21.1. Custodia de Valores

- I. Custodiar y conservar los valores entregados en depósito en forma física o electrónica.
- II. Mantener reserva sobre la información en los términos señalados por la ley, las normas que regulen la materia y el presente reglamento de operaciones.
- III. Aplicar el procedimiento del manual de prevención y control del Lavado de Activos y Financiación del Terrorismo.
- IV. Notificar al emisor el ingreso al depósito de valores emitidos físicamente y del estado en que los mismos son recibidos.
- V. Tomar las medidas necesarias para controlar los riesgos asociados a la custodia de valores físicos en bóveda y en custodia electrónica mediante anotación en cuenta'
- VI. Restituir los valores depositados con otros de las mismas condiciones financieras para lo cual podrá endosar y entregar valores respaldados o en soporte físico del mismo emisor, clase, especie, valor nominal u demás características financieras. Excepcionalmente, la anterior obligación se cumplirá entregando los mismos valores inicialmente depositados.
- VII. Emitir las constancias de depósito de los valores ingresados o emitidos primariamente mediante anotación en cuenta.
- VIII. Expedir las constancias de depósito de los valores ingresados o emitidos directamente o a través de su Depositante Directo.
- IX. Suscribir los contratos de custodia y subcustodia que considere convenientes para el desarrollo de su actividad y ejercer el control y monitoreo permanente de los bienes bajo su administración.

Las normas que regulan las actividades de cada uno de los depósitos, mencionan actividades de custodia, pero como se afirmó se circunscriben o derivan de las actividades propias de su actividad, es decir, no están autorizados ni están



enmarcados dentro de los principios y actividades propias de un custodio de valores. El estado del arte de la actividad se enmarca como señalamos anteriormente, bajo una interpretación local del alcance, tareas y funciones de lo que hace referencia al servicio de custodia y las labores realizadas por los Depósitos.

### 2.3 JUSTIFICACIÓN DE SU EXISTENCIA

Los principios rectores que se tuvieron en cuenta por parte de nuestra regulación y que fueron ampliamente debatidos con la industria de fondos de inversión colectiva y demás actores del mercado de valores, se orientó a salvaguardar y proteger los valores custodiados. Lo anterior, teniendo en cuenta que siendo la misma entidad gestora, administradora y comercializadora, los riesgos, conflictos de interés y desagregación de funciones, conllevaban una supervisión más compleja desde el punto de vista operativo y de un sistema integral de riesgos.

Otros de los aspectos que fueron tenidos en cuenta por el Gobierno Nacional para constituir entidades especializadas en la administración de custodio, se registran a continuación:

- a. Independencia. Los órganos y/o áreas decisorias dentro de la organización deben estar separadas de forma física, decisoria y operativamente por parte del custodio.
- b. Segregación. En este aspecto, los valores objeto de custodia constituyen un patrimonio independiente, en virtud del cual los valores provenientes de la actividad de custodia, no forman parte de la prenda general de los acreedores del mismo, así como tampoco podrán ser objeto de un proceso concursal o de insolvencia del custodio ni cualquier otro proceso que se adelante en contra del mismo.
- c. Profesionalidad: Se fundamenta su razón de ser en el profesionalismo y debida diligencia que emana su rol como experto prudente y diligente en la custodia de valores.

La actual regulación en materia de FIC's, ha permitido encausar las directrices a salvaguardar los intereses de los inversionistas, quedando aún algunas asimetrías en la regulación relacionadas con reportes de información, más que de carácter estructural.



Para profundizar en este aspecto, vale la pena resaltar lo dispuesto por el gremio de las sociedades fiduciarias, a través del estudio que se llevó a cabo sobre los FIC's, y en el cual estuvo presente la Co-directora del Banco de la República, quien conoce a fondo los parámetros definidos por el gobierno y que en materia del custodio señaló lo siguiente:

“El haber introducido la figura del custodio, inicialmente en el mundo de los FICs, y, ojalá para bien del mercado posteriormente en el resto de la administración delegada de portafolios, no solo genera un mejor nivel de protección para los intereses del inversionista, y para la integridad del mercado sino también otra serie de externalidades positivas. Tener un tercero en capacidad de centralizar el “back office” de los administradores de portafolio, genera condiciones óptimas para que éstos y otros agentes le deleguen más elementos de dicha tarea. Esto de nuevo genera economías de escala que reducen los costos de transacción de todo el mercado de capitales, y obliga que las entidades que van a utilizar esta gura tengan que llevar sus condiciones operativas a un nivel que les permita conectarse con los custodios bajo ciertos estándares mínimos, que anteriormente no existían. Esto ha ido repercutiendo positivamente en los niveles de gestión del riesgo operativo en la compensación y liquidación de operaciones del mercado colombiano.”<sup>55</sup>

Como se explica en las líneas anteriores, el negocio de custodia en la actualidad sí es una actividad independiente en el mercado de valores y diferente a la actividad de depósito o administración de valores ampliamente reguladas en nuestra normatividad; pero en este punto vale la pena cuestionarse si es lógico y razonable para un agente del mercado (nacional o extranjero) utilizar los servicios de un custodio. Es decir ¿qué incentivos o que valores agregados llevan a que un agente asuma en términos económicos un mayor precio en el manejo de sus inversiones? ¿Existe mercado? ¿Qué barreras de entrada existen?

Para revisar estos cuestionamientos podemos estudiar bajo el contexto colombiano algunos datos que ilustren el valor y el crecimiento del mercado de valores colombiano.

---

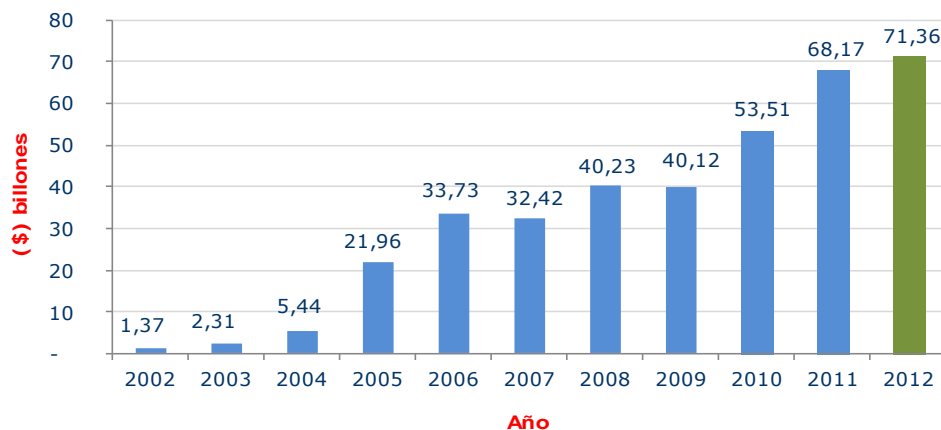
<sup>55</sup>. Fuente estudio Asofiduciarias 2016. Una Visión de la Industria de Fondos de Inversión Colectiva en Colombia. Ana Fernanda Maiguashca.



Gráfico 2. Mercado renta variable 2002-2012.

**Mercado Renta Variable**

**Total negociado en Acciones 2002 - 2012**

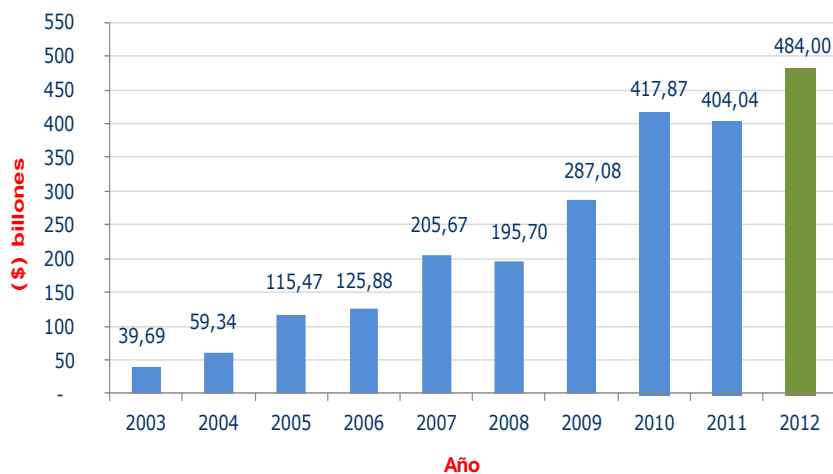


Fuente: Bolsa de Valores de Colombia. 2014.

Gráfico 3. Mercado renta variable 2003-2012.

**Mercado Renta Variable**

**Capitalización Bursátil 2003 - 2012**



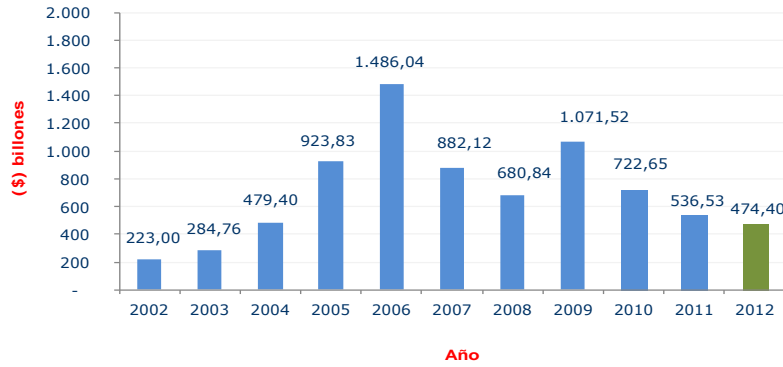
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia. 2014.



Gráfico 4. Mercado renta fija 2002-2011.

**Mercado Renta Fija**

**Total negociado en TES 2002 - 2011  
(Sin registro)**



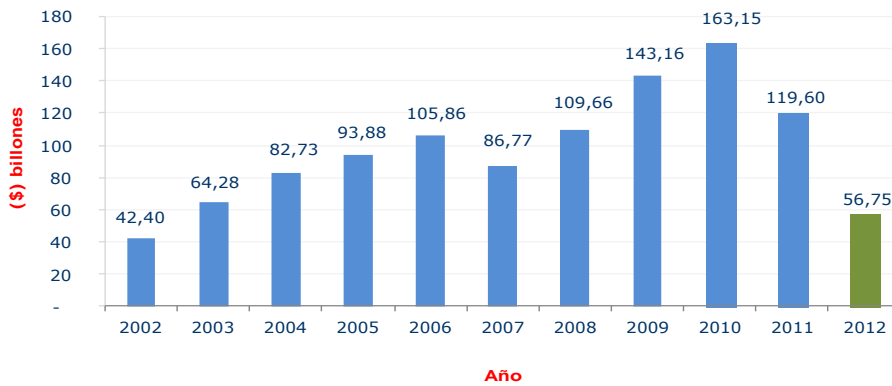
**Descenso de 11,57% entre 2011 y 2012.**

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia. 2014.

Gráfico 5. Mercado renta fija 2002-2012.

**Mercado Renta Fija**

**Total negociado en Bonos 2002- 2012**



**Descenso de 52,55% entre 2011 y 2012.**

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia. 2014.





Las cifras y datos que nos brindan las gráficas anteriores, demuestran la dinámica y profundidad<sup>56</sup> que ha venido adquiriendo el mercado de valores colombiano y es precisamente, dicho desarrollo el que lleva a que se erija una reglamentación acorde con el mismo y que propenda por una mayor seguridad y protección de los inversionistas.

De esta forma, el negocio de custodia se erige primeramente como un vehículo que tratándose de inversiones, propende porque la seguridad y los movimientos de las inversiones se realicen a través de un tercero especializado que debe ser el llamado a instruir a los depósitos sobre sus actuaciones. Para el inversionista extranjero es lógico y natural utilizar estos servicios en la medida en que a ese nivel es un estándar su existencia y utilización, es decir existe un conocimiento profundo sobre los términos depósito y custodia y, así mismo, el costo del custodio se ve como costo directo natural y necesario en pro de la seguridad de inversiones, tuyas o de terceros en diferentes geografías.

En ese orden de ideas, la discusión nos ubica en el ámbito local, puesto que es en dicho mercado donde no ha existido la figura independiente y donde por vía normativa se ha incluido su obligatoria utilización para un producto en particular, lo cual se erige también como el primer incentivo negativo para los agentes locales: Incurrir en un costo que primeramente no se tenía pero que como a continuación explicaremos puede optimizarse y hacerse eficiente si aplicamos conceptos económicos básicos como el de especialidad, eficiencia y economías de escala, que los diferentes agentes tendrán que aplicar en beneficio de los terceros, es decir, el mercado tendrá la capacidad para que con base en una regulación económica, los efectos positivos de su incorporación se asimilen y distribuyan por los diferentes agentes para que las actividades explicadas del custodio se entiendan como realmente un valor agregado y en ese orden, se desarrolle el principio de la especialidad, el cual consistirá en que las actividades que realizaran los custodios las dejaran de hacer los administradores y por esa vía la capacidad instalada que se tiene por parte de un administrador, se puede reenfocar o reorientar a la explotación particular del objeto social, generando las denominadas “Economías de Escala Externas”, puesto que este incremento de actividades en la industria le permitirá a los oferentes practicar una mayor especialización y bajar sus costos unitarios. Para un mayor entendimiento podríamos explicarlo gráficamente con curvas de industrias de costos constantes, crecientes y decrecientes en los siguientes términos<sup>57</sup>:

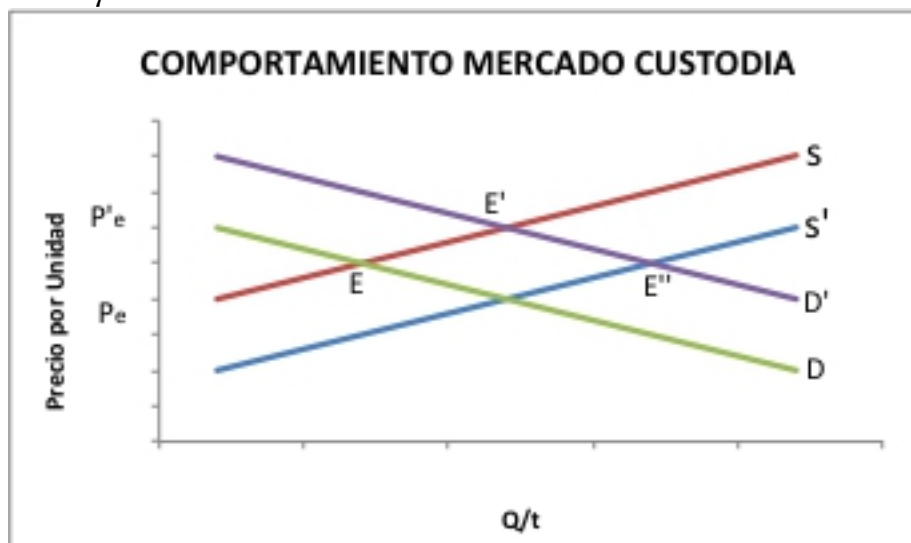
---

<sup>56</sup> Término entendido y revisado con respecto a su pasado reciente y sin adentrarse o compararlo con el tamaño y profundidad de mercados altamente desarrollados (Europa- EEUU) o en América (Brasil)

<sup>57</sup> LeROY MILLER, Roger. Microeconomía. México, D. F.: McGraw-Hill. 1984, p. 317.



Gráfico 7. Comportamiento mercado custodia.



Fuente: LeROY MILLER, Roger. Microeconomía. México, D. F.: McGraw-Hill. 1984, p. 317.

La demanda por servicios de custodia, que anteriormente estaban incursos en los depósitos centralizados de valores, por los motivos tantas veces mencionados, estará ubicada en la curva D, entendiendo dicho sector como el interés mínimo de los actores del mercado local en requerir los servicios de custodia bajo un escenario igual al que se venía presentando, es decir sin la existencia de una norma que exigiera la contratación de un custodio independiente, al entrar en vigencia la norma en el mes de Diciembre de 2014, la curva se desplazó hacia la derecha, ubicándose en D' como consecuencia de ese inicio en su aplicabilidad de la norma y por ende el surgimiento del interés real de los administradores de Fondos de Inversión Colectiva de contar con ese custodia independiente, bajo esa misma perspectiva es posible identificar el comportamiento de la curva de oferta S.<sup>58</sup>

Lo que, en la realización de este estudio se vislumbraba realmente aconteció, es decir, el mercado tuvo que tomar los servicios de alguno de los custodios y con base en los precios que unilateralmente se determinaron para este producto, teniendo en cuenta los nuevos roles que empezaron a desempeñar los mismos. En ese orden de ideas, podemos ubicar el punto de equilibrio inicial en E, entendido este entonces como el punto de equilibrio inicial de la industria. Una vez iniciada su aplicación y

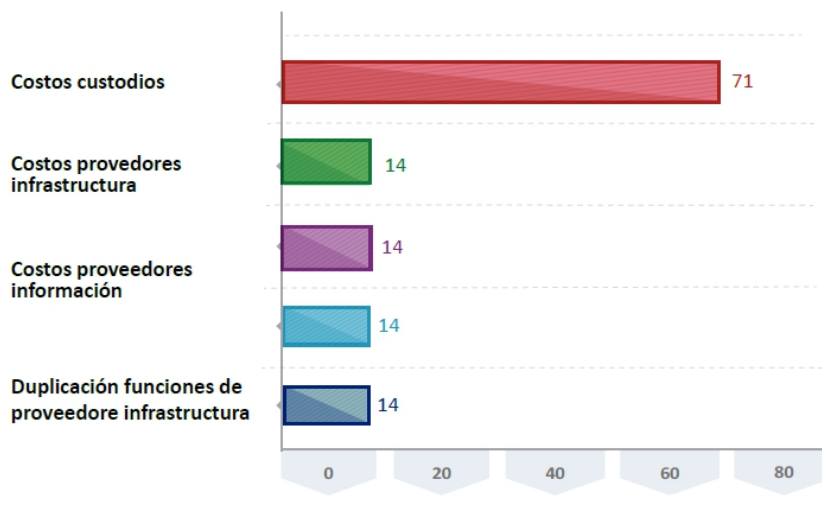
<sup>58</sup> En un primer momento se identifican tres (3) actores importantes que iniciaron el servicio de custodia, teniendo en cuenta la regulación expedida por el Gobierno Nacional en Diciembre de 2014 que son: CorpBanca Trust Services, Citi y BNP Paribas que a la fecha del presente trabajo tienen en activos bajo custodia según datos de la Superintendencia Financiera de Colombia con corte a Noviembre de 2016, la suma de 80 Billones de pesos <https://www.superfinanciera.gov.co>, generando comisiones acumuladas a dicha fecha y para el año 2016 por valor de noventa y cinco mil millones de pesos (\$95.000.000.000,00)



como consecuencia, igualmente del inicio de aplicación de la norma y del desplazamiento de la curva de la demanda el precio de equilibrio se desplazó a  $E'$ . Esta consecuencia se traduce realmente en un aumento de los costos de los administradores.

Este aspecto de incremento en el costo, en la actualidad ya ha sido reconocido por la industria de FIC's, en el trabajo realizado por ANIF<sup>59</sup> que señala que dentro de las debilidades existentes en los fondos de inversión colectiva se encuentran los “elevados costos por cuenta de la certificación ante el Autorregulador del Mercado de Valores, del Impuesto a las Transacciones Financieras, de los custodios y de los proveedores de información-tecnología, (...)”

Grafico 8. Problemas de la infraestructura del mercado de los fic's. Encuesta conocimiento del negocio fiduciario y de los fic's. Asofiduciarias – anif. 2016



No obstante lo anterior, queremos señalar que desde el año 2014, hoy y hacia futuro, la curva de oferta se debe seguir desplazando hacia la derecha, una vez los actores de mercado se continúen familiarizando y conozcan los servicios que efectivamente prestan cada uno de los oferentes del servicio, y estos mismos ajusten sus esquemas de costo sumado a que el depósito entienda que su papel es uno más en la cadena y en ese orden congele o reduzca sus tarifas actuales<sup>60</sup>, ante ese

<sup>59</sup> Estudio sobre Fondos de Inversión Colectiva en Colombia: Evolución y Oportunidades. ANIF 2016

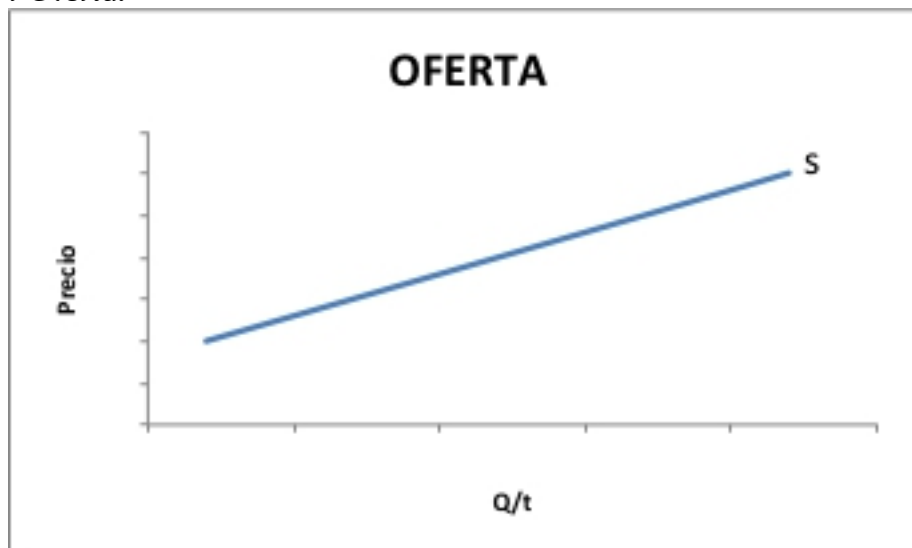
<sup>60</sup> Hoy en día el precio de depósito es el indicador más alto en la ecuación de fijación de precio, significando entre un 20% e incluso, en algunos casos hasta el 50% del costo. No obstante lo anterior el depósito principal ya ha ido enviando mensajes a la industria desde el año pasado realizando rebajas acumuladas del 15% en la tarifa de custodia a algunos de sus usuarios.



desplazamiento en la curva de la oferta  $S'$ , el nuevo punto de equilibrio despejado por el mercado mismo se ubicará en  $E''$ , que será el mismo de  $E$ . Lo anterior significa que la entrada de un nuevo agente al mercado de valores se justifica por los valores agregados que esta industria aporta, y que como todo choque en un mercado tendrá un costo inicial que el mismo mercado regulará para que al final el impacto en costos sea mínimo y se cumpla el objetivo máximo de otorgar un mayor grado de seguridad a los terceros inversionistas.

Para corroborar directamente los efectos sobre la oferta podemos partir igualmente del supuesto que al ser una industria inexistente los costos son constantes, en el momento en que la norma sea aplicable los costos para esta industria aumentarían y, por lo tanto, la curva de la oferta se inclinará hacia arriba como se muestra en la siguiente gráfica.

*Gráfico 9. Oferta.*

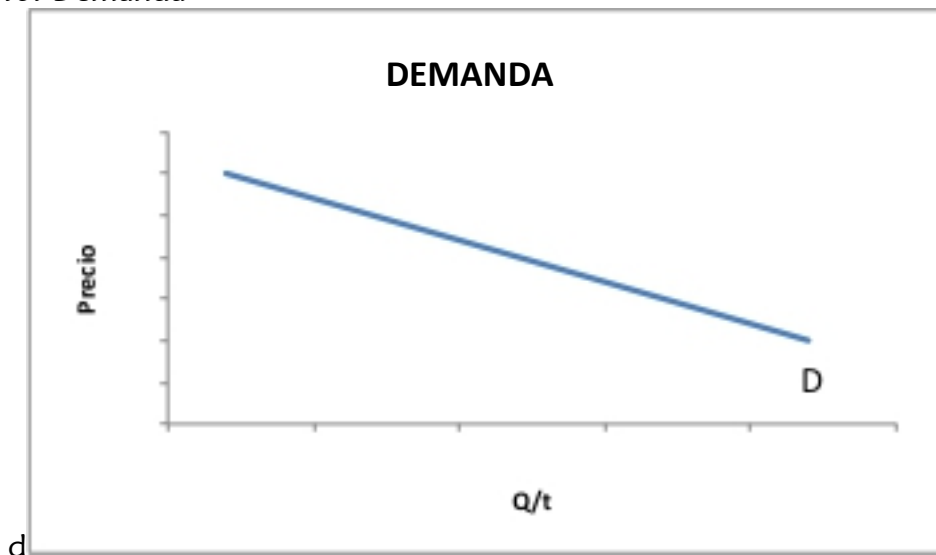


Fuente: LeROY MILLER, Roger. Microeconomía. México, D. F.: McGraw-Hill. 1984, p. 322.

A medida que la industria se expanda, los costos igualmente serán decrecientes y, por lo tanto, la curva de oferta se inclinará hacia abajo.



Gráfico 10. Demanda



Fuente: LeROY MILLER, Roger. Microeconomía. México, D. F.: McGraw-Hill. 1984, p. 322.

Las Barreras de entrada que existen y se mantienen hoy en este mercado y que afectan la expansión de la industria, son: i) El alto componente tecnológico y ii) Los requisitos impuestos por la Superintendencia Financiera para otorgar la licencia de custodia, incorporados por el Decreto 1243 de 2013 y desarrollados mediante Circular Externa No. 015 de 2014 . Estas barreras se mitigaron de entrada puesto que los tres competidores que iniciaron actividades a finales de 2014<sup>61</sup>, habían prestado con anterioridad el servicio de custodia y por ende contaban con estructuras capacidad tecnológica y operativa que les permitió y permite en la actualidad prestar el servicio con los estándares y principios incorporados en las normas que regulan la actividad; adicionalmente las entidades llevan más de un año trabajando al interior para dar cumplimiento con los requisitos, que si bien fueron desarrollados en la circular, se vienen trabajando en meses anteriores en reuniones gremiales celebradas con el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, la Superintendencia Financiera de Colombia y el Banco de la República. De lo que se trata entonces es que los agentes de este mercado cuenten con todo el soporte, herramientas y conocimiento que les permita utilizar la figura en forma eficiente al momento en que sea obligatoria su aplicación.

<sup>61</sup> Mediante el Decreto 1068 emitido el 12 de Junio de 2014, el Gobierno Nacional prorrogó lo términos inicialmente incorporados en el Decreto 1242 de 2013, indicando en su artículo 2 numeral 3 que “La actividad de custodia de valores que integran el portafolio del fondo de inversión colectiva deberá estar implementada a más tardar el 14 de diciembre de 2014”.



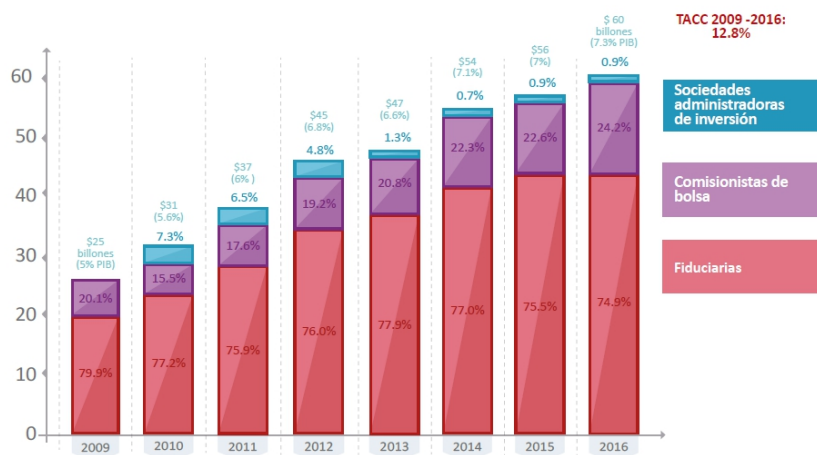
### 3. EL NEGOCIO DE CUSTODIA EN COLOMBIA

#### 3.1 EL NEGOCIO DE CUSTODIA EN COLOMBIA, EVOLUCIÓN DEL MERCADO, ACTORES Y CIFRAS RELEVANTES

Entender en la actualidad el mercado de custodia en Colombia, es referirnos principalmente al negocio de custodia de valores de inversionistas extranjeros de portafolio, en la forma como se explicó en el numeral 1.5 del presente documento, particularmente con las disposiciones contenidas en el Decreto 2080 de 2000 y 4800 de 2010.

Bajo estos precepto vale la pena resaltar que a la fecha el mercado de custodia en Colombia en cuanto a activos administrados tiene un valor de \$45 billones en solo Fondos de Inversión Colectiva administrados por Sociedades Fiduciarias., teniendo un potencial en el mercado local de Fondos de Inversión Colectiva en Colombia FIC de \$60 billones, de los cuales es administrados por sociedades fiduciarias el setenta y cinco por ciento (75%), Comisionistas de Bolsa (24%) y Sociedades Administradoras de Inversión – SAIS (0,9%). Los \$ 47 Billones son administrados a través de 240 vehículos, de los cuales más del 60% son fondos abiertos, escalonados 10% y fondos de capital privado 30%. El mercado de FICs cuenta con más de 1.200.000 inversionistas<sup>62</sup>. Partiendo de esta base podemos observar la evolución de activos administrados que ha tenido el mundo de los FIC´s:

Grafico 11. Evolución fondos de inversión colectiva por sociedad administradora



Fuente: Asofiduciarias. 2016

<sup>62</sup> Cifras de la Superintendencia Financiera de Colombia con corte a Junio de 2016, tomadas del estudio realizado por ANIF sobre FIC´s. Agosto 2016.



Teniendo en cuenta que el verdadero desarrollo del mercado de custodia local comenzó a partir del mes de diciembre del 2014, podemos identificar como actores relevantes:

1. Administradores de Fondos de Inversión:
2. Bolsa de Valores de Colombia
3. Banco de la República
4. Depósitos Centrales de Valores
5. Inversionistas
6. Custodios

Imagen 1. Actores relevantes.



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia. 2013.

### 3.2 EL DECRETO DE CUSTODIA Y SUS IMPLICACIONES PARA EL FUTURO

El Gobierno Nacional, desde el año 2010, una vez expedida la modificación al decreto 2080, empezó a revisar detalladamente la actividad de custodia y gracias al liderazgo de la Doctora Ana Fernanda Manguashca, desde el Ministerio de Hacienda y Crédito Público primero como Directora de Regulación Financiera y posteriormente como Viceministra Técnica de Hacienda y el esfuerzo conjunto de la



industria privada de custodia, se emitió el Decreto 1243 del 14 de Junio de 2013, el cual regula e incorpora al mercado financiero colombiano la actividad de custodia de forma independiente basándose técnicamente en los principios y conceptos que regulan esta actividad, los cuales fueron objeto de análisis en el numeral segundo (2) del presente texto. Es por esta razón que el Decreto indica en su considerando: “Que la normativa colombiana actual no consagra de manera específica la actividad de custodia en el mercado”<sup>63</sup>

El Gobierno Nacional entiende que esta actividad de “salvaguarda y administración de derechos patrimoniales derivados de los valores administrados, entre otros, hacen parte de las actividades relacionadas con la administración de valores y en especial de fondos de inversión colectiva cuyos portafolio se encuentran constituidos valores”. En este escenario entonces se identifica plenamente la premisa que por intereses superiores del mercado, es relevante que esa actividad de salvaguarda recaiga en un tercero profesional e independiente junto con la administración patrimonial de valores. De lo que se trató entonces fue de identificar una actividad del mercado de valores cuya ejecución pudiera ser atribuida exclusivamente a un actor del mercado, sociedades fiduciarias, en aras de maximizar el beneficio del mercado con el fin de alcanzar mejores objetivos: aumentar la confianza del mercado<sup>64</sup>, eliminar las ineficiencias en la cadena, distribuir las actividades en diferentes actores en aras de reducir riesgos de concentración. De lo que se trató entonces fue de aplicar un concepto económico básico desde el punto de vista cuantitativo, es decir no se hizo una elección cualitativa de un actor del mercado simplemente por ser quien es y los principios que rigen su ser y actuar sino que más bien se identificó cuanto y que actividades puntuales de ese mercado debía ser ejecutadas por estas sociedades para retomar la confianza y adoptar el sistema a estándares internacionales.<sup>65</sup>

El Gobierno Nacional identificó la administración de fondos de inversión colectiva como una actividad, que en especial, requiere la aplicación próxima de esta figura. Vale la pena analizar entonces por qué el Gobierno fijo su atención en este producto. ¿Cuál es el bien que se intenta tutelar con el desarrollo de la figura?

Los Fondos de Inversión Colectiva (FIC) sufren una modificación particular emitida, por el Decreto 1242 del 14 de Junio de 2013. (En la misma fecha que el decreto de

---

<sup>63</sup> Lo anterior dadas las incorrectas y erróneas disposiciones que asocian en diferentes escenarios las actividades de depósito y custodia como se indica con insistencia en los capítulos anteriores del presente texto.

<sup>64</sup> La cual de por sí en ese momento se encontraba altamente golpeada, no solo por escándalos locales como el caso Interbolsa, si no con casos internacionalmente más escalofriantes como el caso Madoff

<sup>65</sup> Asociación tomada de la afirmación del profesor Samuelson de su libro de Economía en la cual manifiesta que la economía es una disciplina cuantitativa: la elección no es una cuestión cualitativa de esto o aquello, sino, más bien, de cuánto de cada bien y determinar el punto de decisión final.





custodia). Esta modificación a parte de cambiar la denominación de carteras colectivas a fondos de inversión colectiva, introducir el concepto de familias de fondos, incluyó puntualmente que la custodia de sus activos debe ser adelantada por una sociedad fiduciaria así como suministrar al custodio la información necesaria para la correcta ejecución de las funciones de custodia.<sup>66</sup>

Por fondo de inversión colectiva se entiende “todo mecanismo o vehículo de captación o administración de sumas de dinero u otros activos, integrando con el aporte de un número plural de personas determinables una vez el fondo entre en operación, recursos que serán gestionados de manera colectiva para obtener recursos económicos también colectivos.”<sup>67</sup>

El Gobierno Nacional con gran acierto fijó su atención en este producto puesto que los mismos son vehículos colectivos, masivos y de inversión sobre los cuales entendió que las labores de gestión propia de inversión en aras de obtener resultados colectivos, debía estar separada de la labor de custodia, el bien tutelado, serán entonces los terceros inversionistas, no ahorradores, puesto que estos vehículos no están protegidos por el seguro de depósito de Fogafin y sus resultados de ganancia o pérdida están sujetos a las fluctuaciones propias de sus activos de acuerdo con el perfil de riesgo y de inversión de cada uno de ellos; al ser un producto masivo de adhesión y no obstante la existencia de figuras como el contralor normativo o los controles propios existentes desde la expedición del decreto 2175 de carteras colectivas en el año 2007, de lo que se trató entonces es que esos ahorradores plurales, que se vinculen a un vehículo de inversión colectivo tuvieran la tranquilidad que a través de un tercero se logra la aumentar los niveles de confianza y adecuada protección a los activos en los que invierten los recursos comunes, a través del uso de estándares internacionales, lo cual a su vez se traducirá en transparencia, eficiencia del mercado y competitividad.

Actividad basada en principios: la actividad de custodia se soporta en tres básicos: Independencia, Segregación y Profesionalidad; por independencia se entiende:

“el ejercicio de la actividad de custodia requiere que las áreas, funciones y mecanismos de toma de decisiones susceptibles de entrar en conflicto de interés, se encuentren separadas decisoria, física y operativamente al interior del custodio”<sup>68</sup>

<sup>66</sup> Numeral Segundo (2) del artículo 3.1.3.1.3 incorporado por el decreto 1242 al Decreto 2555, el 14 de Junio de 2013.

<sup>67</sup> Artículo 3.1.1.2.1 Decreto 2555 de 2010 modificado en este capítulo por el Decreto 1242 del 14 de Junio de 2013.

<sup>68</sup> Literal a Artículo 2.22.1.1.5 Principio de la actividad de custodia decreto 2153 que incorpora dicha actividad al decreto 2555



Más allá de las consecuencias, códigos de conducta o manuales de procedimiento que se deban desarrollar al interior de las empresas para el desarrollo de la actividad, consideramos que el principio de independencia debe dirigirse a que dicha actividad debe desarrollarse en forma independiente a las actividades de negociación, depósito y demás del mercado público de valores, puesto que esa independencia es la que realmente erige al negocio de custodia como esencial, funcional y eficiente al interior del mercado de valores.

El principio de Segregación, es la extensión del mismo que existe para el mercado fiduciario, en el sentido que los valores en custodia constituyen un patrimonio independiente y separado de los activos propios del custodio, y de aquellos que éste custodie en virtud de otros negocios. El efecto de este principio lo incorpora igualmente la norma<sup>69</sup>, entendiéndose que estos activos no son del custodio y por tanto ni forman parte de la prenda general de los acreedores de éste, y están excluidos de la masa de bienes que pueda conformarse para efectos de cualquier proceso concursal o de insolvencia del custodio, o de cualquier otra acción que se instaure contra este.

El principio de profesionalidad, que para nuestro concepto debería incorporar la descripción que se incorporó para el principio de independencia, indica el deber de actuar de manera profesional, con la diligencia exigible a un experto prudente y diligente en la custodia de valores.

Entendiendo y construyendo una definición de custodia: Bajo los antecedentes mencionados, el Gobierno Nacional fijó la siguiente definición de la actividad de custodia de valores:

“La custodia de valores es una actividad de mercado de valores por medio de la cual el custodio ejerce el cuidado y la vigilancia de los valores y recursos en dinero del custodiado para el cumplimiento de operaciones sobre dichos valores.

En ejercicio de esta actividad, el custodio deberá ejercer como mínimo la salvaguarda de los valores, la compensación y liquidación de las operaciones realizadas sobre dichos valores, así como la administración de los derechos patrimoniales que de ellos emanan, en los términos establecidos en el presente decreto”.

La importancia de fijar una definición radica en que por vía regulatoria se incorpora la figura como actividad del mercado de valores y se fijan sus actividades mínimas, por lo cual los actores del mercado, en cuanto a los instrumentos que

---

<sup>69</sup> Este elemento es relevante para que los inversionistas extranjeros tomen la decisión de ingresar o no a un Mercado.



obligatoriamente deberán adoptar este esquema, tendrán que incorporar en su operatividad y esquema de costos la figura del custodio.

El decreto incorpora así mismo unos servicios de obligatorio cumplimiento y otros complementarios o afines a las actividades obligatorias, con los cuales se pretende otorgar valor agregado y funcionalidad a los clientes del servicio de custodia.

Los servicios obligatorios son:

- j) **Salvaguarda de valores:** a través de esta definición se traza definitivamente la frontera entre el servicio de custodia y el depósito, puesto que la salvaguarda implica la custodia de los valores y los recursos dinerarios del custodiado, en ese mismo orden implica que la verificación de la anotación en cuenta, a nombre del custodiado, sea realizada en el depósito de valores. Resaltamos entonces que el decreto indique para este servicio que: “Para este efecto, los depósitos centralizados de valores serán los encargados de prestar el servicios de depósito de valores y anotación en cuenta a los custodios”<sup>70</sup>.

La salvaguarda también incorpora el manejo de las cuentas bancarias del custodiado, lo que permite controlar la siguiente etapa que es la compensación y liquidación de operaciones.

Al definir la frontera y marco de actuación del agente depositario y el agente custodio, el mercado mismo, a través de sus agentes deberá permitir que económicamente esa participación sea eficiente, en el sentido que las comisiones que se cobren por custodia, cuyo costo deberá necesariamente trasladarse a los custodiados, no afecte significativamente sus márgenes de rentabilidad, puesto que si dichos costos no son eficientes simplemente no existirá un incentivo cuantificable y real que permita a los custodiados al uso de la figura. Lo que entendemos desde el mundo de custodia es que los depósitos de valores, durante los años anteriores, han utilizado un esquema de tarifas agresivas donde, dada la inexistencia de regulación, publicitaban la prestación de servicios de custodia y cobraban un porcentaje que inclusive para un negocio fiduciario de inversión podría llegar hasta el 50% por la prestación de este servicio.<sup>71</sup> Ahora determinando el mercado cuál es su función y siendo las mismas entidades las accionistas principales del depósito, hemos solicitado formalmente que para los servicios de depósito se reduzcan dichas tarifas, cuya diferencia, al final será reasignada en el mismo sistema financiero en beneficio de su principio de confianza y en beneficio igual de sus accionistas, puesto que realmente no habría una pérdida de ingreso por el rubro de comisiones sino una asignación de tarifas en diferentes agentes.

<sup>70</sup> Artículo 2.22.1.1.2 Servicios obligatorios No. Salvaguarda de los valores Decreto 1243 de 2013.

<sup>71</sup> Datos tomados del esquema de costos de un negocio fiduciario público de administración e inversión de pasivos pensionales, administrados por la Sociedad Fiduciaria donde labora el autor.



ii) Compensación y liquidación de operaciones: Si la salvaguarda es verificación de anotaciones y manejo del efectivo para el cumplimiento de las operaciones, a través de la compensación y liquidación se participa desde la etapa de confirmación en el proceso de compensación de operaciones sobre valores y realización de actividades que permitan liquidar las operaciones indicadas, esto se traduce en el core del negocio, en la participación activa de un tercero profesional a través del cual se notifica una operación de compra o venta de activos en el mercado de valores y el custodio dispone de los valores y de los recursos monetarios para permitir el resultado esperado que es la materialización de una operación compraventa de valores. Qué implicaciones tiene entonces la participación de este tercero, i) la movilización de valores solo sobre instrucciones previas, ii) Estas operaciones deben ser permitidas dentro de un marco contractual previamente establecido, iii) Las operaciones se compensan y liquidan una vez se reafirman las operaciones en cuanto a monto, cantidad y fecha de cumplimiento, iv) el pago se hace por las vías y estándares de mercado sobre operaciones “reconfirmadas”, v) al final se emite un estatus de cumplimiento que permite información oportuna y veraz para que los agentes tenga pleno conocimiento del estado real de su portafolio. Estos pasos y no otros son los que justifican realmente su existencia en el mercado público de valores, el saber y entender que un tercero profesional dentro de la cadena de valor intervendrá y asegurará que el resultado esperado sea una realidad otorga globalmente un espectro de confianza adicional al mercado público de valores y en micro otorga a cada agente que sus portafolio solo serán movilizados cuando existan instrucciones previas y sobre operaciones autorizadas previamente, dentro de las facultades otorgadas en forma previa en los documentos que soportan su vinculación.

iii) Administración de derechos patrimoniales: Bajo esta actividad se ejerce el cobro de rendimientos, dividendos y capital de los valores en custodia, es decir es la responsabilidad de asegurar que el rédito, rendimiento o fruto económico de esos valores se reciba oportunamente y se acredite en las cuentas bancarias que son administradas por el custodio y que se deben reintegrar o reinvertir de acuerdo con las instrucciones que se impartan. La importancia de esta función consiste en la vigilancia continua y el control exacto de cada uno de los valores que conforman el portafolio, la materialización de un rendimiento es la justificación del porqué de una inversión, luego asegurar e informar su recibo brinda y justifica los atributos de la figura mencionados reiteradamente en líneas anteriores.

Dentro de los servicios obligatorios el decreto incorpora para la custodia de fondos de inversión colectiva, la verificación de cumplimiento de normas del reglamento, límites restricciones y prohibiciones aplicables a las operaciones del fondo sobre los valores. Esta atribución de funciones para estos vehículos, si bien otorga un mayor grado de seguridad a los inversionistas, desborda lo que significa la actividad puesto que entrega al custodio la labor de contraloría



normativa o auditoría, las cuales son labores que a su vez están instrumentadas para este tipo de figuras, la idea entonces de incorporar un agente en la cadena de valor debe ser para que a través de roles y actividades específicas se cumpla o se llegue a un resultado óptimo, por el contrario si a una de las partes se e incorporan actividades ajenas o no afines a su labor propia, se resta eficacia a su labor propia, se crean ineficiencias por reprocesos y se desnaturalizan funciones de supervisión y control previamente definidas.

Como servicios complementarios se incorporan el ejercicio de derechos políticos, la valoración, las obligaciones fiscales y cambiarias con el mismo alcance descrito en el numeral 2.1 del presente documento, con la particularidad que para los mercados internacionales estos últimos no se entienden como complementarios sino connaturales al negocio.

### **3.3 CUSTODIA LOCAL Y CUSTODIA GLOBAL EN COLOMBIA (CASOS DE ÉXITO Y NO ÉXITO POR LA FALTA DE CUSTODIOS (MILA - MERCADO LOCAL - INVERSIÓN EXTRANJERA DE PORTAFOLIO))**

**3.3.1 Caso MILA.** El Mercado Integrado Latinoamericano fue concebido, desde el año 2009 y su implementación duró cerca de dos años, entrando en operaciones el 30 de mayo de 2011, con la participación de las Bolsas de Chile, Colombia, Perú y recientemente México<sup>72</sup>, profundizando de esta manera la integración financiera entre los países de la Alianza del Pacífico, así como fomentar el crecimiento de los negocios financieros para los participantes, ofreciéndoles amplias alternativas de inversión, diversificación, liquidez y financiamiento. En resumen, brindan una alternativa a los inversionistas e intermediarios de las cuatro plazas, para que puedan comprar y vender acciones, a través de un intermediario local<sup>73</sup>

De esta forma, los acuerdos suscritos han permitido que cada bolsa pueda abrir una cuenta ómnibus de depósito en cada uno de los depósitos, para alocar las inversiones que realizan los inversionistas de cada plaza.

En un principio las proyecciones de crecimiento y profundidad del MILA se estimaron bajo supuestos que no contemplaban la totalidad de variables, especialmente las de carácter político y regulatorio. De allí que al observar y analizar los resultados de los últimos años, se observa que dicho mercado ha tenido una evolución positiva, pero por debajo de las proyecciones iniciadas.

---

<sup>72</sup> Incluye los depósitos centralizados de cada país: DCV Chile y México, Deceval y Cavali.

<sup>73</sup> Conceptos tomados de la página oficial del MILA: [www.mercadomila.com](http://www.mercadomila.com)



Una de las razones para que no se hayan materializado tales resultados, es que en los esquemas operativos no se incluyó a los custodios, quienes deberían tener las subcuentas en los depósitos y por ende realizar todas y cada una de las funciones asociadas a su calidad. Es decir, el mercado se enfocó en facilitar la inversión de personas naturales, a través de un proceso eficiente y estructurado para que pudieran trascender de su mercado interno a los demás países vinculados, dejando de lado el custodio. Esta concepción impidió el ingreso de inversionistas profesionales y globales, los cuales dado su conocimiento, régimen de responsabilidad y normas aplicables, no permiten el ingreso a mercados que no se adapten a estándares internacionales.

Con base en el informe de la Bolsa de Valores de 2015, reconocemos que los miembros del MILA llevaron a cabo una reforma al esquema de funcionamiento del mismo, permitiendo el ingreso de custodios, con el fin de ofrecer mayor seguridad y confianza a los inversionistas institucionales extranjeros y de paso generar un potencial de crecimiento del mercado.

Con la llegada de México al Mercado Integrado Latinoamericano, se alcanzó un número de 780 valores para negociar, entre los cuatro países de la Alianza del Pacífico, situación que conllevó a que la Federación Mundial de Bolsas (WFE), determinara en el 2015 que el MILA es el primer mercado por número de compañías listadas en América Latina y primero en tamaño, con una capitalización bursátil entre las cuatro plazas superior a los USD \$1,1 billones, lo cual se traduce en uno de los mercados más atractivos de la región.

**3.3.2 Caso Interbolsa.** Es notoriamente conocido en el mercado financiero Colombiano el caso Interbolsa, en el cual la comisionista más grande del país en cuanto a volúmenes negociados de deuda pública, privada, acciones y derivados en el mercado local, con una participación cercana al 25%, representando el 32% de los activos en el mercado, tuvo que ser intervenida, a través de la medida de toma de posesión, a finales del año 2012 por la Superintendencia Financiera de Colombia luego de verificar un supuesto incumplimiento en el pago de obligaciones financieras a un banco local por valor de \$20.000 millones.

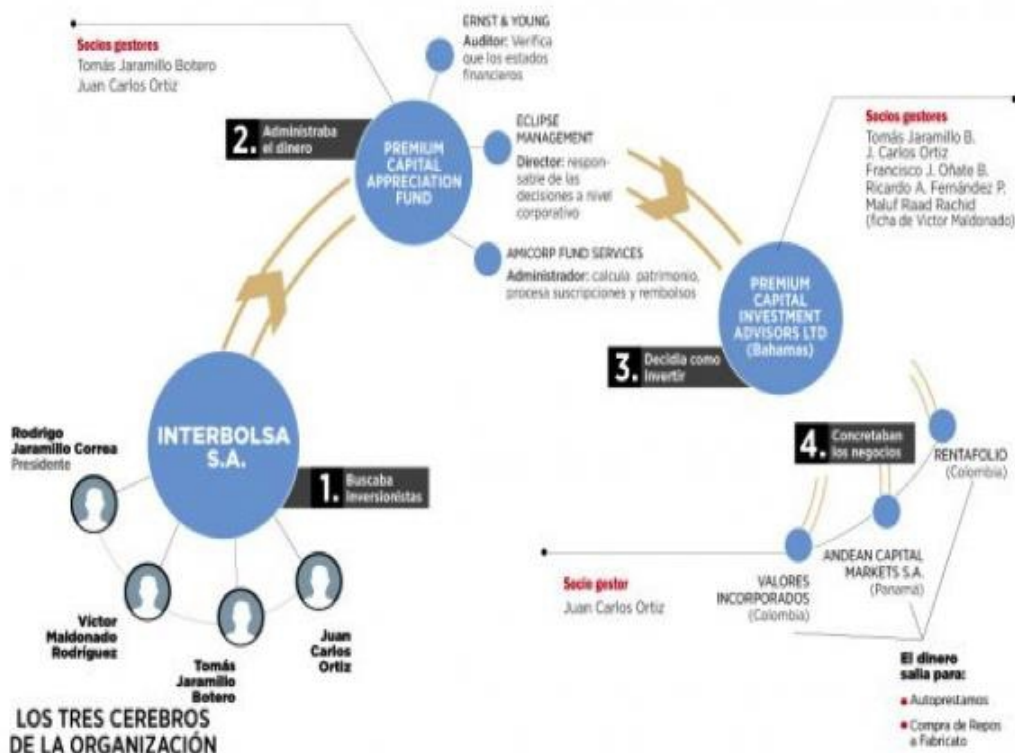
Lo que en un principio se consideró como un problema de liquidez y no de solvencia, desembocó en un proceso investigativo profundo que además de identificar aparentemente la manipulación de la especie Fabricato, a través de la figura de los repos<sup>74</sup>, llevó al descubrimiento de una sofisticada red empresarial que

---

<sup>74</sup> Los análisis e historia detallada del proceso interbolsa pueden ser consultados en la revista dinero edición de 9 de Noviembre de 2012.

permitió el fondeo de empresas propias con recursos de inversionistas como se explica en la siguiente imagen:

Imagen 2. El circuito de interbolsa y la ruta del dinero.



Fuente: MARÍN CORREA, Alexander. En: Diario el Espectador 7 de Diciembre de 2012. Disponible en: <http://www.elespectador.com/noticias/economia/articulo-391332-el-circuito-de-interbolsa-y-ruta-del-dinero>

La situación, en mi opinión, hubiera sido diferente si los fondos Premium hubiesen contado con un custodio independiente, puesto que todo movimiento que no correspondiera a la naturaleza, política y beneficio de los inversionistas necesariamente hubiera tenido que advertirse con la debida antelación que de alguna manera evitara o mitigara el impacto, desgaste, procesos, costos, perjuicios, daños y en general todas las situaciones en las que se encuentran inmersos una gran cantidad de inversionistas en la actualidad.

**3.3.3 Custodia global en Colombia.** Contrario a los casos no exitosos esbozados en los numerales anteriores, el caso de custodia global en Colombia puede identificarse



como un rotundo caso de éxito, y de hecho es el antecedente próximo que lleva a la regulación de la figura en el mercado Colombiano. Los inversionistas extranjeros de portafolio, han sido protagonistas de la evolución que ha tenido el mercado público de valores colombiano en los últimos años puesto que al presentarse la crisis económica mundial del año 2008 tuvieron que buscar economías emergentes que otorgaran cifras atractivas de retorno, pero de la misma manera que el régimen jurídico y el mercado en sí mismo tuviera la capacidad para absorber los inversionistas ávidos de rentabilidades los servicios de custodia prestados por Citi, Santander hoy CorpBanca han sido determinantes para permitir ese desarrollo, puesto que a través de sus diferentes estructuras sirvieron y sirven hoy en día como canal comunicador y catalizador previo que les permite, a dichos inversionistas, obtener el conocimiento suficiente del mercado colombiano, que les permite tomar la decisión de ingresar, no obstante lo anterior, es necesario reconocer que la causa principal del desarrollo del mercado también lo ha sido el buen comportamiento macro de la economía colombiana<sup>75</sup>, pero en la medida en que esos inversionistas extranjeros han tenido un soporte próximo, cercano, profesional que indudablemente, a través de la generación de escenarios de confianza les ha permitido canalizar y llegar al entendimiento previo y pleno de las particularidades propias del mercado.

---

<sup>75</sup> Lo anterior se corrobora con las cifras que año tras año desde el 2008, e inclusive con anterioridad han sido presentadas por el Gobierno Nacional.





#### 4. CONCLUSIONES

- El negocio de custodia en el mercado público de valores, no obstante no ser reconocido ni tener la notoriedad de la actividad inicial que es el trading, se erige como actividad principal en los mercados modernos, puesto que a través de las dos actividades que lo componen (liquidación y cumplimiento) se produce el resultado eficiente de una obligación legal que no es otra que la entrega de la cosa vendida en una compraventa o el intercambio real de títulos en el mercado de valores.
- Los custodios existen para agregar valor en el ciclo de vida de las negociaciones de títulos valores, partiendo de un principio básico que es la imposibilidad de movilizar los activos de los portafolios si no se cuenta con instrucciones expresas del cliente; las cuales en todo caso deben ser consecuentes con una operación de mercado realizada bajo las normas del mismo.
- La figura del custodio propende por la especialidad y seguridad del mercado, su adaptación y entendimiento por parte de los diferentes actores permitirá incorporar en el día a día de las operaciones sus capacidades y atributos que le hacen diferente a la figura del depósito.
- Tercerizar la liquidación y cumplimiento de operaciones, bajo esquemas contractuales que delimiten los campos de actuación y responsabilidad e incorporen esquemas eficientes de costos, permitirá que se profesionalice y especialice aún más el Mercado Público de Valores
- La figura del custodio no puede percibirse o entenderse desde el punto de vista económico como un factor que aumente los costos de operación en el Mercado Público de Valores, por el contrario partiendo de su atributo principal, que es el de otorgarle seguridad a los inversionistas, debe entenderse que es más eficiente y racional incorporar gastos adicionales, que asumir pérdidas por ausencia de controles efectivos. En todo caso estos gastos adicionales serán reducidos en el tiempo por la adecuación de precios que racionalmente, los agentes de depósito realicen a sus tarifas en las cuales cobren únicamente lo que corresponde por su actividad de depósito.
- Por otra parte, el mercado mismo tendrá que eliminar las ineficiencias en costos que existen hoy en día, principalmente los derivados del depósito-custodia que provee un solo prestador del mercado, al existir custodios con



amplios volúmenes en depósito se propenderá por tarifas más eficientes y así mismo habrá una equiparación de fuerzas de mercado que permitirá renegociar las tarifas que hasta el momento han sido unificadas unilateralmente por el depositario actual.

- El decreto de custodia llevará a la reconfiguración del mercado fiduciario puesto que las sociedades que dentro de su plan estratégico deseen prestar el servicio de custodia, deberán abstenerse de prestar otros servicios autorizados como la administración de Fondos de Inversión Colectiva, en razón a la segregación y separación obligatoria de actividades que instruye la norma.
- Desde el punto de vista económico, la propensión marginal a utilizar la figura del custodio por todos los agentes del mercado colombiano, tenderán a reducir el GAP de precio existente y a su vez, obtendrá los beneficios de salvaguardar los intereses de los inversionistas, por encima de los roles y funciones que desempeñaban los depósitos centralizados de valores.



## BIBLIOGRAFÍA

BANCO DE LA REPÚBLICA. Portafolio de servicios 2013-2016. [en línea]. Bogotá, D. C.: Banco de la República. 2014. Disponible en: [http://www.banrep.gov.co/sites/default/files/paginas/Portafolio\\_de\\_servicios\\_DCV\\_2013\\_-\\_2016.pdf](http://www.banrep.gov.co/sites/default/files/paginas/Portafolio_de_servicios_DCV_2013_-_2016.pdf). [consultado 18 de mayo de 2014].

CHAN, Diana; FONTAN, Florence; ROSATI, Simonetta and RUSSO, Daniela. The Securities Custody Industry. *In*: Occasional Paper Series. No. 68. 2007.

COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ley 27. (20, febrero, 1990). Por la cual se dictan normas en relación con las bolsas de valores, el mercado público de valores, los depósitos centralizados de valores y las acciones con dividendo preferencial y sin derecho de voto. Diario Oficial. Bogotá, D. C., 1990, no. 39195. p. 1-10.

COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ley 31. (29, diciembre, 1992) Por la cual se dictan las normas a las que deberá sujetarse el Banco de la República para el ejercicio de sus funciones, el Gobierno para señalar el régimen de cambio internacional, para la expedición de los Estatutos del Banco y para el ejercicio de las funciones de inspección, vigilancia y control del mismo, se determinan las entidades a las cuales pasarán los Fondos de Fomento que administra el Banco y se dictan otras disposiciones. Diario Oficial. Bogotá, D. C., 1992, no. 40707. p. 1-7.

COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ley 45. (18, diciembre, 1990). Por la cual se expiden normas en materia de intermediación financiera, se regula la actividad aseguradora, se conceden unas facultades y se dictan otras disposiciones. Diario Oficial. Bogotá, D. C., 1990, no. 39607. p. 1-15.

COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ley 964. (8, julio, 2005). Por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores y se dictan otras disposiciones. Diario Oficial. Bogotá, D. C., 2005, no. 45963. p. 1-36.

COLOMBIA. PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA. Decreto 1242. (14, junio, 2013). Por el cual se sustituye la Parte 3 del Decreto número 2555 de 2010 en lo relacionado con la administración y gestión de los Fondos de Inversión Colectiva. Diario Oficial. Bogotá, D. C., 2013, no. 48821. p. 1-19.



COLOMBIA. PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA. Decreto 1243. (14, junio, 2013). Por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con la actividad de custodia de valores y se dictan otras disposiciones. Diario Oficial. Bogotá, D. C., 2013, no. 48821. p. 1-7.

COLOMBIA. PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA. Decreto 2080. (18, octubre, 2000). Por el cual se expide el Régimen General de Inversiones de capital del exterior en Colombia y de capital colombiano en el exterior. Diario Oficial. Bogotá, D. C., 2000, no. 44205. p. 1-31.

COLOMBIA. PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA. Decreto 2175. (12, junio, 2007). Por el cual se regula la administración y gestión de las carteras colectivas. Diario Oficial. Bogotá, D. C., 2007, no. 46657. p. 1-40. (Derogado posteriormente por el art. 12.2.1.1.4 del Decreto Nacional 2555 de 2010).

COLOMBIA. PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA. Decreto 2550. (7, diciembre, 1993). Por el cual se aprueba un acuerdo del consejo directivo del instituto de seguros sociales. Diario Oficial. Bogotá, D. C., 1993, no. 45760. p. 1-15.

COLOMBIA. PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA. Decreto 2555. (15, julio, 2010). Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Diario Oficial. Bogotá, D. C., 2010, no. 47771. p. 1-65.

COLOMBIA. PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA. Decreto 4800. (29, diciembre, 2010). Por el cual se modifica el Decreto 2080 de 2000. Diario Oficial. Bogotá, D. C., 2010, no. 47937. p. 1-8.

COMPTROLLER OF THE CURRENCY ADMINISTRATOR OF NATIONAL BANKS. Controller's Handbook. Custody Services. [on line]. Asset Management. January 2002. p. 1. Available in: <http://www.occ.gov/publications/publications-by-type/comptrollers-handbook/custodyservice.pdf>. [consulted 8 june 2014].

COX, Peter; SIMPSON, Hugh; JONES, Linton. The future of clearing and settlement in Europe. [on line]. London: Corporation of London. Available in: <http://bourse-consult.com/wp-content/uploads/2014/03/FutureofClearingSettlementFinal.pdf>.

GLOBAL CUSTODY. History of the industry. [on line]. GlobalCustody.net. Available in: [http://www.globalcustody.net/new/industry\\_history/](http://www.globalcustody.net/new/industry_history/).

GLOBAL CUSTODY. History of the industry. [on line]. What is global custody? 2014. Available in: [http://www.globalcustody.net/new/industry\\_history/](http://www.globalcustody.net/new/industry_history/). [consulted 13, may, 2014].



HASENPUSCH, Tina. Clearing Services for global markets. Cambridge: University Press. 2009.

LAMBE, Geraldine. One Hit Wonder. In: The Banker. 2005. No. 3.

LEE, Ruben. What is an Exchange?: The automation, Management, and Regulation of Financial Markets. Oxford: University Press. 1998.

LeROY MILLER, Roger. Microeconomía. México, D. F.: McGraw-Hill. 1984, p. 317.

LONDON ECONOMICS (ed) 'Securities Trading, Clearing, Central Counterparties and Settlement in EU 25: An overview of Current Arrangements'. Report commissioned by the Competition Directorate General of the European Commission, London. 2005.

MCALLISTER, PATRICK H./MCMANUS, DOUGLAS A. Resolving the Scale Efficiency Puzzle in Banking. In: Journal of Banking and Finance. 1993. Vol. 17.

MERRIL LYNCH (ed) A user perspective on European Clearing and Settlement. Presentation of Bob Wigley, Chairman Merrill Lynch EMEA at the CESAME Meeting. 20 February, Brussels, Belgium. 2006.

MUÑOZ, Edgar et al. La Custodia como actividad independiente del mercado de valores. En: Ámbito Jurídico. Mayo - Junio 2013. p. 2-3.

PARKINSON, Patrick M. Clearance and Settlement in US Security Markets. In: Federal Reserve Bulletin. March 1992.

PÉREZ CASTRO, Carlos. Préstamo de títulos valores. En: Revista de la Facultad de Derecho. No. 56 Universidad Católica Andres Bello Caracas (Venezuela). 2001

PRICEWATERHOUSECOOPERS (ed.). Global Clearing and Settlement: A Plan of Action: Improving Safety and Efficiency of international Securities Markets, London: Price Waterhouse Coopers. 2003.

RODRÍGUEZ AZUERO, Sergio. Contratos Bancarios. Bogotá, D. C.: Legis. 6ª edición. 2010.

RODRÍGUEZ AZUERO, Sergio. Negocios Fiduciarios. Bogotá, D. C.: Legis. 2005.

SINISTERRA VALENCIA, Gonzalo. Contabilidad Sistema de información para las organizaciones. México, D. F.: McGraw-Hill. 2005.



YOUNG, Patrick L. The Exchange Manifesto, London: Association of future markets. 2007.