



SUPERINTENDENCIA FINANCIERA

CDO-obligación garantizada con deuda, no se considera valor

Concepto 2016054365-015 del 28 de julio de 2016

Síntesis: Al no ser considerados como valores los denominados CDO's, no pueden ser objeto de una oferta pública de valores entendida esta como aquella que se dirija a personas no determinadas o a cien o más personas determinadas, con el fin de suscribir, enajenar o adquirir documentos emitidos en serie o en masa, que otorguen a sus titulares derechos de crédito, de participación y de tradición o representativos de mercancías. Sobre ellos tampoco sería posible ejecutar o realizar actividades propias del mercado de valores, como lo son la emisión de valores y la intermediación de los mismos.

« (...) consulta relacionada con los títulos denominados CDO (obligación garantizada con deuda), las entidades facultadas para estructurar los mismos, su calificación y colocación. Lo anterior en atención a los interrogantes planteados en la misma.

Sobre el particular, sea lo primero señalar que a efectos de responder a sus inquietudes, es preciso hacer mención de manera preliminar al concepto de valor que trae la legislación colombiana y la connotación que reviste dicha calidad.

De conformidad con el artículo 2° de la Ley 964 de 2005, “será valor todo derecho de naturaleza negociable que haga parte de una emisión, cuando tenga por objeto o efecto la captación de recursos del público, incluyendo los siguientes:

- a) Las acciones;
- b) Los bonos;
- c) Los papeles comerciales;
- d) Los certificados de depósito de mercancías;
- e) Cualquier título o derecho resultante de un proceso de titularización;

- f) Cualquier título representativo de capital de riesgo;
- g) Los certificados de depósito a término;
- h) Las aceptaciones bancarias;
- i) Las cédulas hipotecarias;
- j) Cualquier título de deuda pública”.

El concepto de valor antes señalado, debe entenderse en concordancia con la facultad prevista en el literal b del artículo 4° de la Ley 964 de 2005 según la cual: “Conforme a los objetivos y criterios previstos en el artículo 1° de la presente ley, el Gobierno Nacional intervendrá en las actividades del mercado de valores, así como en las demás actividades a que se refiere la presente ley, por medio de normas de carácter general para:

(...)

b) Establecer la regulación aplicable a los valores, incluyendo, el reconocimiento de la calidad de valor a cualquier derecho de contenido patrimonial o cualquier instrumento financiero, siempre y cuando reúnan las características previstas en el inciso 1° del artículo 2° de la presente ley

Frente a lo expuesto, esta Superintendencia ha señalado que si bien el listado contenido en el artículo 2° de la Ley 964 de 2005 es enunciativo y no taxativo, para poder reconocer como valores, instrumentos distintos a los señalados en la mencionada disposición y que cumplen con los requisitos señalados en el primer inciso de la mencionada norma, se requiere de la correspondiente reglamentación gubernamental[1].

En este sentido, el reconocimiento de la calidad de valor a un instrumento negociable determinado que, aun cuando haga parte de una emisión y comporte captación de recursos del público, no se encuentre regulado como tal, requiere de la expedición de la normatividad correspondiente por parte del Gobierno Nacional. De lo contrario, se produciría una gran incertidumbre jurídica sobre los tipos de instrumentos que hacen parte del mercado de valores[2].

Lo conceptuado con antelación, cobra importancia de cara a las inquietudes planteadas, pues en Colombia solamente son susceptibles de ser ofrecidos públicamente, instrumentos que sean considerados valores.

Ahora bien, para efectos de la consulta, debe señalarse en primer lugar que los CDO (Collateralized Debt Obligations) doctrinariamente se entienden como “intereses titularizados en fondos de activos” en los cuales “Los activos (denominados Collateral) son generalmente préstamos o instrumentos de deuda”[3].

Sobre el particular, si bien estamos hablando de títulos que eventualmente pueden cumplir con las características de la definición de valor que trae el citado artículo 2 de la Ley 964 de 2005, por tratarse de la composición de un fondo de activos cuyo colateral son instrumentos de deuda, que posteriormente son objeto de un proceso similar a la titularización con el fin de crear títulos de participación de dicho fondo, lo cierto es que dentro de los instrumentos previstos en el mencionado artículo como valores, no se encuentran los CDO's a que hace referencia el consultante, ni tampoco han sido reconocidos como tales por parte del Gobierno Nacional.

En este entendido, y como se mencionó en párrafos anteriores, al no ser considerados como valores los denominados CDO's, no pueden ser objeto de una oferta pública[4] de valores entendida esta como aquella que se dirija a personas no determinadas o a cien o más personas determinadas, con el fin de suscribir, enajenar o adquirir documentos emitidos en serie o en masa, que otorguen a sus titulares derechos de crédito, de participación y de tradición o representativos de mercancías.

Aunado a lo anterior, al no ser dichos títulos considerados como valor en los términos antes descritos, sobre ellos tampoco sería posible ejecutar o realizar actividades[5] propias del mercado de valores, como lo son la emisión de valores y la intermediación de los mismos.

Teniendo en cuenta las precisiones efectuadas con anterioridad procedemos a responder puntualmente las preguntas que trae en su consulta, una vez coordinada la atención de las mismas con distintas áreas de esta Superintendencia.

1. Quien está facultada para, una vez comprados varios títulos, estructurar un producto (un valor estructurado) creando un CDO (obligación garantizada con deuda) (ej.: los establecimientos de crédito, las corporaciones financieras, las compañías de financiamiento, las compañías de servicios financieros o una persona jurídica no vigilada por la Superintendencia Financiera).

En punto a la normativa que regula nuestras entidades vigiladas, cabe resaltar que las actividades desarrolladas por éstas, deben sujetarse a un régimen legal especial aplicable (estatuto especial) previsto en el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero (en adelante E.O.S.F.) y demás normas concordantes, sujetando a él, todos los actos que realicen en desarrollo de su objeto social. En este entendido, las entidades vigiladas, sólo pueden efectuar aquellas operaciones y/o actividades, incluidas las inversiones, que están expresamente autorizadas en la ley como objeto social principal y las conexas con éste.

De la lectura del régimen legal específico de cada una de las especies de establecimientos de crédito, se observa la posibilidad de emitir bonos o títulos de deuda o de negociar y/o colocar tales títulos emitidos por terceros, entre otras operaciones.

Así, por ejemplo, los establecimientos bancarios pueden “Descontar y negociar pagarés, giros, letras de cambio y otros títulos de deuda”. (Literal a del artículo 7 del E.O.S.F.).

A su turno, las corporaciones financieras en relación con las empresas pueden “Suscribir y adquirir acciones o bonos obligatoriamente convertibles en acciones, bien sean de emisión primaria o de mercado secundario;” y “Colocar mediante comisión acciones, bonos y otras obligaciones de nueva emisión o de mercado secundario, emitidos por dichas empresas, pudiendo o no garantizar la colocación del total o de una parte de tales documentos. También podrán tomar la totalidad o una parte de la emisión, para colocarla por su cuenta y riesgo (...)”, (Literales b y c del artículo 12 del EOSF); así como también están facultadas para “Emitir bonos de garantía general en moneda nacional” (literal b del artículo 13 del E.O.S.F).

Por su parte, las compañías de financiamiento podrán “Negociar títulos valores emitidos por terceros distintos a sus gerentes, directores y empleados”, “Comprar y vender títulos representativos de obligaciones emitidas por entidades de derecho público de cualquier orden” y “Colocar, mediante comisión, obligaciones y acciones emitidas por terceros en las modalidades que autorice el Gobierno Nacional” (literales b, d y e del artículo 24 del E.O.S.F).

De las disposiciones antes citadas, puede advertirse que los diferentes tipos de establecimientos de crédito pueden, según el régimen legal que corresponda a cada uno de ellos, emitir, negociar y/o colocar distintos títulos de deuda para la realización de actividades propias de su objeto social, sin que allí se contemple aquellas relacionadas con la “estructuración” de los títulos objeto de consulta, lo que conlleven tareas tales como diseñar, concebir, proyectar, manejar y administrar la emisión de los mismos.

En este sentido, resulta pertinente indicar que un mecanismo de captación diferente a los establecidos en la ley, podría configurar la ejecución de una operación no autorizada, en razón a que se trataría de un mecanismo para captar recursos del público que no le está legalmente autorizado a este tipo de entidades vigiladas.

Ahora, en lo que se refiere a las sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías, conforme con el artículo 91 de la Ley 100 de 1993 y el artículo 35 del Decreto 656 de 1994, las mismas se constituyen para la administración de dichos fondos y se rigen en lo no dispuesto por sus normas especiales, por la reglamentación aplicable a las sociedades de servicios financieros, por lo que dentro de su objeto social no se encontraría la estructuración de productos como los CDO’s.

En cuanto se refiere a las Sociedades Fiduciarias, debe mencionarse que tampoco en las operaciones autorizadas a que se refiere el artículo 29 del E.O.S.F, se permite a este tipo de sociedades la estructuración de CDO’s.

En lo que concierne a los almacenes generales de depósito, el artículo 33 del E.O.S.F., señala que estos tienen por objeto “(...) el depósito, la conservación y custodia, el manejo y distribución, la compra y venta por cuenta de sus clientes de mercancías y de productos de procedencia nacional o extranjera”. Así las cosas, de conformidad con el aparte transcrito en precedencia, los almacenes generales de depósito no tienen como actividad autorizada, dentro de su objeto social, la estructuración de CDO’s.

Ahora bien, en cuanto a las sociedades de intermediación cambiaria y de servicios financieros especiales, debemos mencionar que de conformidad con el artículo 2.7.1.1.1 y subsiguientes del Decreto 2555 de 2010, son aquellas que tienen como objeto social “(...) realizar las operaciones de pagos, recaudos, giros y transferencias nacionales en moneda nacional, así como actuar como corresponsales no bancarios, de conformidad con lo señalado en el artículo 34 de la Ley 1328 de 2009. (...) Así mismo, en su condición de intermediario del mercado cambiario, las citadas sociedades podrán realizar las operaciones autorizadas bajo el régimen cambiario que para el efecto determine la Junta Directiva del Banco de la República”. En este orden, resulta claro entonces que dichas entidades no se encuentran facultadas para estructurar CDO's.

Finalmente, para el caso de las sociedades comisionistas de bolsa, como entidades vigiladas por esta Superintendencia, estas se encuentran autorizadas de manera general para realizar la estructuración de productos, tal y como se establece en el numeral 1 del artículo 2.9.8.1.2 del Decreto 2555 de 2010, según el cual, una de las modalidades del servicio de asesoría que pueden prestar dichas entidades, es aquel relacionado con la “asesoría en ingeniería financiera, la cual está dirigida a empresas existentes en aspectos tales como sistemas de consecución de recursos, diseño de valores, fuentes de financiación, sistema de costos, definición de la estructura adecuada de capital, reestructuración de deuda, comercialización de cartera, colocación de valores entre terceros o asociados y repatriación de capitales”.

2. Quien está facultado para ser el “underwriter” del valor estructurado?

En punto a la facultad para ser underwriter o colocador del valor estructurado, debe señalarse que este mecanismo para la distribución de una oferta pública, se establece como una operación[6] de intermediación dentro de la actividad de intermediación de valores. En este sentido, la misma recae única y exclusivamente sobre valores entendidos en los términos del artículo 2 de la Ley 964 de 2005 y que estén inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores.

Así las cosas, de conformidad con lo establecido en el numeral 5 del artículo 7.1.1.1.2 del decreto 2555 de 2010, el ejercicio de esta operación de intermediación se encuentra autorizada a las sociedades comisionistas de bolsa de valores, sociedades comisionistas independientes de valores y corporaciones financieras, de conformidad con su respectivo régimen normativo. También se encuentra autorizada, a los establecimientos bancarios, las corporaciones financieras y las sociedades comisionistas de bolsa de valores, exclusivamente para la colocación de títulos de deuda pública emitidos por la Nación, cuando estos últimos actúan como creadores de mercado conforme a su respectivo régimen legal.

Teniendo en cuenta lo anteriormente señalado, debe precisarse que al no ser los CDO's considerados valores tal como se ha señalado, sobre ellos no sería posible que las entidades antes señaladas coloquen dichos títulos de manera pública en el mercado de valores, en ejercicio de la operación de colocación a la que se ha hecho referencia.

3. Es necesario que una agencia calificadora de una calificación y/o dé una calificación mínima a los “valores estructurados (CDOs) para poder ser vendidos/ofrecidos al público?

De cara a la pregunta formulada, debe ponerse de presente que el artículo 2.22.1.1.4 del decreto 2555 de 2010 dispone lo siguiente:

“Para efectos de su inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores - RNVE, y la autorización de su oferta pública, los valores que reúnan las condiciones que se señalan a continuación deberán ser objeto de por lo menos una calificación en los términos del presente Libro:

1. Que se trate de bonos ordinarios emitidos por entidades diferentes de los establecimientos de crédito o de papeles comerciales, excepto los emitidos por el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras-FOGAFIN.
2. Que se trate de bonos ordinarios o de garantía general emitidos por establecimientos de crédito.
3. Que se trate de bonos emitidos por entidades públicas, excepto aquellos que emita el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras- FOGAFIN.
4. Que sean valores emitidos como resultado de un proceso de titularización.

Parágrafo 1. Los demás valores que sean objeto de oferta pública en el mercado podrán ser objeto de calificación en los términos de la presente resolución, a solicitud de cualquier interesado o del emisor”.

Como se observa de la norma transcrita, la exigencia de contar con una calificación para la posterior inscripción en el registro y la subsiguiente oferta pública, se hace respecto a los valores allí mencionados y, según el parágrafo 1, respecto a los demás valores que sean objeto de oferta publica a solicitud de cualquier interesado o del emisor.

Ahora, debe destacarse que el artículo en comento hace referencia a títulos considerados como valores, pues estos son los únicos que podrían inscribirse en el registro para efectos de una oferta pública. Por tal motivo, en el caso de los CDO's, al no ser considerados valores, estos no podrían estar inscritos en dicho registro y tampoco podrían ser objeto de oferta publica, por lo que se entiende que la norma en comento, en punto a la calificación de los mismos, no sería aplicable.

4. En caso de que un establecimiento de crédito, las corporaciones financieras, las compañías de financiamiento, las compañías de servicios financieros y demás entes vigilados por la SFC sean los únicos autorizados para estructurar (crear CDO's), estos pueden ser los titulares de los títulos? O deben ser administrados y/o tener un titular diferente a estos?

Como se ha mencionado a lo largo de este escrito, los títulos denominados CDO's no son considerados valores y por tal motivo no pueden ser objeto de estructuración para efectos de una oferta pública, ni tampoco le serian aplicables las normas relativas a los valores. En este mismo sentido, debe mencionarse que las normas que rigen la actividad financiera y bursátil tampoco hacen mención expresa a los títulos denominados CDO's.

Teniendo en cuenta lo anterior, en lo que se refiere al régimen general de inversiones de capital de los establecimientos de crédito, entre ellos los Bancos, se estima conveniente indicar que se trata de un régimen reglado de acuerdo con lo dispuesto en el numeral 1 del artículo 110 del E.O.S.F. En este orden de ideas y para el caso de los establecimientos de crédito, estas entidades no tienen autorizado dentro de su régimen de inversiones, invertir en los títulos denominados CDO's. Lo anterior en atención, a lo señalado en el artículo 9 y 110 del E.O.S.F.

Ahora, en cuanto al régimen de inversiones con recursos de su posición propia de las sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías, a estas les resulta aplicable lo señalado en el artículo 110 del E.O.S.F, como régimen general de inversiones de las entidades vigiladas, y los artículos 147 y 163 del mismo estatuto como régimen particular, siendo necesario resaltar que ninguna de estas disposiciones contempla la posibilidad de que se realicen inversiones en CDO's

En lo que se refiere a las sociedades fiduciarias cuyo régimen de inversión en posición propia, se rige por lo indicado en los artículos 110 y 147 del E.O.S.F, tampoco se observa que estén autorizadas para llevar a cabo las inversiones señaladas en su consulta.

De la misma manera, los almacenes generales de depósito según lo señalado en el artículo 33 del E.O.S.F. y las sociedades de intermediación cambiaria y de servicios financieros especiales según lo dispuesto en los artículos 2.7.1.1.1 y subsiguientes del Decreto 2555 de 2010, no podrán ser titulares de los señalados productos.

Ahora respecto a la posibilidad de que las sociedades comisionistas de bolsa sean titulares de los CDO's, debe señalarse que en tanto los títulos objeto de consulta no se encuentran definidos como valores en la legislación colombiana, y debido a que no cuentan con las características que el artículo 2 de la Ley 964 de 2005 atribuye a los mismos, dichas entidades no podrían ser titulares de los mismos.

(...).»

[1] Ver entre otros Concepto 20056 - 946 del 27 de julio de 2005 Superintendencia Financiera de Colombia.

[2] Ver entre otros Concepto 20056 - 946 del 27 de julio de 2005 Superintendencia Financiera de Colombia.

[3] Pablo García Estévez. Doctor en Económicas y Empresariales por la Universidad Complutense de Madrid. Artículo denominado Collateralized Debt Obligation (CDO). <http://www.afi.es/EO/CDOs.pdf>

[4] Ver artículo 6.1.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010.

[5] Ver artículo 3 de la Ley 964 de 2005.

[6] Ver artículo 7.1.1.1.2 del decreto 2555 de 2010.

Este documento fue tomado directamente de la página oficial de la entidad que lo emitió.