

Memorando

Baker & McKenzie S.A.S.
NIT: 900.532.339-9

Av. 82 No. 10-62 Piso 6
Bogotá
Colombia

Tel: +57 1 634 1500
Fax: +57 1 376 2211
www.bakermckenzie.com

Fecha: 28 de agosto de 2015
Para: Bolsa Mercantil de Colombia S.A.
Fundación Natura
De: Baker & McKenzie S.A.S.
Re: **Consultoría jurídica mecanismos de compraventa de VERS - informe final**

Estimado señores:

De conformidad con el Plan de Trabajo presentado por Baker & McKenzie a la Bolsa Mercantil de Colombia ("**BMC**") y la Fundación Natura bajo la *Consultoría jurídica de los temas fiscales y legales de la compraventa de VERS y otros commodities por parte de no residentes en la BMC y análisis tributario de la operación* el 11 de mayo de 2015 ("**Consultoría**"), presentamos a ustedes el informe final de la Consultoría, correspondiente a la Fase 8 del Plan de Trabajo.

Este informe contiene nuestras conclusiones, incluidas aquellas de anteriores informes, así:

1. Diagnóstico del marco regulatorio actual e identificación de los requisitos y/o barreras existentes actualmente para que no residentes (personas naturales y jurídicas) puedan realizar operaciones de compra/venta de productos tales como VERS y otros *commodities* en la BMC.
2. Los cambios normativos propuestos para que los no residentes (personas naturales y jurídicas) puedan realizar operaciones de compra/venta de VERS y otros *commodities* en la BMC y que puedan realizar su negociación en dólares.
3. Análisis tributario:
 - (a) Recomendaciones sobre la negociación de VERS y otros *commodities* en la BMC por parte de los residentes y no residentes cuando las negociaciones se realicen en dólares y pesos colombianos,
 - (b) Detalle de los beneficios tributarios actuales para los inversionistas de proyectos generadores de VERS y para los compradores de VERS, con independencia de su lugar de residencia fiscal, y
 - (c) Propuesta de ampliación de los beneficios tributarios para incentivar la demanda de los VERS nacionales.

1. Diagnóstico y cambios regulatorios

1.1 Naturaleza jurídica de los VER

- (a) En la actualidad no existe en Colombia una definición oficial o legal de la noción de los VERS, lo cual genera incertidumbre sobre la naturaleza jurídica de los mismos. Sin embargo, mediante criterios auxiliares podrían calificarse sea como un valor o como un *commodity*. En general, la industria define los VER como toda reducción de emisiones, que al contrario de los *Certified Emission Reductions*, se venda en los mercados voluntarios y no guarden relación con el Protocolo de Kioto o el Régimen de Comercio de Derechos de Emisión de la Unión Europea ("EU ETS").¹

La ley colombiana ha asumido una definición restrictiva de la noción de "valor", la cual quedó plasmada en el Artículo 2 de la Ley 964 de 2005. Bajo las normas de valores actuales, esta definición es taxativa. Por lo tanto, un derecho, certificado o título que no cuente con las características listadas en dicho artículo no podría considerarse como valor en Colombia (lo que generaría como efecto no poderse ofrecer mediante oferta pública ni transarse en los mercados públicos de valores ni gozar de las prerrogativas propias de los valores).

En nuestro análisis hemos concluido que los VERS (y en general cualquier título representativo de carbono transado en algún mercado) puede contener varios de los elementos característicos de los valores establecidos por la ley colombiana. En particular, existen argumentos sustanciales para sostener que los VERS (a) son derechos de naturaleza negociable y (b) pueden hacer parte de una emisión.

Sin embargo, no parece claro que los VERS tengan por objeto o efecto la "captación de recursos del público" (en los términos de la conducta de captación masiva y habitual de recursos del público tipificada en el Código Penal). Siempre que el VER no represente para el vendedor la obligación de pagar una suma de dinero al comprador, como debe suceder en la mayoría de los casos, el vendedor no tendría un pasivo con 20 o más personas o compuesto por más de 50 obligaciones por razón de la venta de los VER y en ese caso, no podría hablarse de captación masiva, habitual e ilegal de dineros del público.

Sin embargo, el elemento que más parece alejar a los VER de la calificación como valor en Colombia es la ausencia de una calificación como tal por parte del Gobierno nacional. El Literal (b) del Artículo 4 de la Ley 964 establece que, conforme a los objetivos y criterios previstos en el Artículo 1 de la Ley 964, el Gobierno Nacional puede establecer la regulación aplicable a los valores, incluyendo, el reconocimiento de la calidad de valor

¹ *Handbook of Carbon Offset Programs: Trading Systems, Funds, Protocols and Standards (Environmental Market Insights)*. Kollmuss, Anja, Lazarus, Michael, Lee, Carrie, LeFranc, Maur. Routledge, 2010

a "cualquier derecho de contenido patrimonial" o cualquier "instrumento financiero", siempre y cuando reúnan las características previstas en el Artículo 4 antes citado.²

La Superintendencia Financiera de Colombia ("SFC") ha entendido que esta atribución del Gobierno significa que mientras no exista una manifestación expresa del Gobierno de que un producto financiero es un "valor", no lo será y no tendrá los efectos y consecuencia que la ley establece para los valores y su mercado. La doctrina reciente de la SFC ha confirmado lo anterior.

- (b) No existe una definición oficial de *commodity* en Colombia ni una definición en un único sentido que tenga aceptación global. Tanto las definiciones académicas de diccionario como aquellas sugeridas por la OECD o la *Chicago Mercantile Exchange* sugieren que un *commodity* es, en últimas, cualquier bien que tenga valor patrimonial, que sea destinado a ser transado en el comercio. Bajo esta perspectiva, y en ausencia de una calificación expresa como valor, los VER bien podrían recibir el tratamiento de *commodities*.
- (c) Además de las anteriores consideraciones, vemos factible la posibilidad de transar los VER como títulos derivados de contratos de fiducia mercantil, en los términos de los artículos 1.4.1.2. y 1.4.3.1 de las Normas Reglamentarias de la BMC (los cuales establecen que el Sistema de Inscripción de la Bolsa incluye el registro de "títulos" que represente derechos derivados de contratos de fiducia mercantil y que no correspondan a valores emitidos en procesos de titularización).

Si bien este esquema es jurídicamente viable, implicaría el tratamiento de tales títulos como valores, lo cual conllevaría la aplicación de las reglas generales sobre emisión y transacción de valores. Igualmente, esto generaría costos adicionales que podrían desincentivar a los potenciales inversionistas (tales como la necesidad de contar con un "administrador" de la inversión de portafolio en los términos del Decreto 1068 de 2015 y de una fiduciaria que estructurara cada proyecto). No obstante, el tratamiento como título fiduciario y la consecuente calificación como valor haría que la inversión en estos títulos pudiera tratarse como inversión de capital extranjero de portafolio, lo cual generaría los beneficios que discutimos en la Sección 1.2.

- (d) En los Estados que tienen mercados de VER (o productos de carbono similares) desarrollados (y por ende relevantes para tomar como ejemplo) no existe uniformidad sobre el tratamiento jurídico de los VER. La tendencia parece ser a no definir la noción de VER ni regularlos mayormente.

² No obstante, existen voces en contrario que sostienen que el solo hecho de que confluayan los elementos sustanciales de un valor listado por el Artículo 2 de la Ley 964 sería suficiente para la existencia de un valor (aunque en ausencia de autorización estatal no sería posible su ofrecimiento mediante oferta pública). Para un análisis de esto, ver las discusiones planteadas en: *Cinco años de la Ley 964 de 2005: ¿se están cumpliendo sus objetivos?*. Universidad Externado de Colombia, 2011

- (i) Es particularmente relevante el caso de EEUU, donde la ley federal ha establecido que los VER no se consideran valores (*securities instruments*) o "instrumentos financieros" y, en consecuencia, a las transacciones con VERS no se les aplican requerimientos de licencia ni las normas sobre valores vigentes en EEUU. Si bien la *Commodity Futures Trading Commission* ("CFTC"), considera los VER como "*commodities* no financieros", potencialmente sujetos de regulación, es posible estructurar las transacciones sobre éstos de tal manera que se evite la aplicación plena de las regulaciones de la CFTC.
- (ii) Por otro lado, la legislación australiana no trata de manera expresa los VER ni se refiere a su naturaleza. Sin embargo, en el marco del *Australian Government's Carbon Farming Initiative*, es posible que ciertos proyectos de reducciones de gases de efecto invernadero califiquen para la generación de unidades de carbono, denominadas *Australian Carbon Credit Units* ("ACCU"). Bajo la legislación aplicable en Australia, las ACCU son "productos financieros".³ En consecuencia, es necesario contar con la licencia aplicable (de la *Australian Financial Services Licence*) para (i) negociar ACCU en nombre de terceros, (b) suministrar información financiera general sobre las ACCU o (c) transar contratos derivados de ACCU.⁴
- (iii) En la Unión Europea ("EU") no existe legislación comunitaria que establezca la naturaleza de los VER ni ninguna legislación que trate tal tipos de unidades. La Corte Europea de Justicia tampoco se ha pronunciado sobre la naturaleza jurídica de los VER. Sin embargo, las normas de la UE reconocen como oficiales ciertos tipos de unidades de carbono, para efectos del cumplimiento de obligaciones bajo el EU ETS. Las principales unidades, creadas por la Directiva EU ETS⁵, son las *EU Allowances* ("EUA") y las *Emission Reduction Unit* ("ERU"). Si bien la legislación común europea tampoco define la naturaleza jurídica de estas unidades, sí establece reglas que aseguren que sean tratadas como instrumentos fungibles y desmaterializados.

La Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros ("MiFID") da el tratamiento de producto financiero a la mayoría de los derechos de emisión, lo

³ Bajo la Sección 12BAA del *Australian Securities and Investments Commission Act 2001*, se define como "producto financiero" cualquier facilidad a través de la cual, o cuya adquisición permita, (a) hacer inversiones financieras, (b) administrar riesgos financieros o (c) realizar pagos no monetarios. Esta norma define las nociones de "inversión financiera", "riesgo financiero" y "pagos no monetarios". Nótese que esta definición no equipara necesariamente los productos financieros a una "valor" (*security*).

⁴ *Corporations Act 2001*

⁵ Directiva 2003/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de octubre de 2003, por la que se establece un régimen para el comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero en la Comunidad y por la que se modifica la Directiva 96/61/CE del Consejo (Texto pertinente a efectos del EEE)

que los somete a la regulación financiera comunitaria.⁶ Si bien las transacciones *spot* sobre derechos de emisión no se consideran instrumentos financieros en la actualidad bajo MiFID, MiFID II (que reemplazará a MiFID en 2016) calificará todos los derechos de emisión como instrumentos financieros. Sin embargo, no se puede olvidar que ni MiFID ni MiFID II regulan los VERS, sino sólo las unidades relacionadas con el EU ETS.

- (iv) De manera similar, la legislación británica no define la naturaleza legal de los VER (o de las EUA). Sin embargo, existe al menos un precedente judicial que califica las EUA como "bienes intangibles" (*intangible property*).
- (e) Nuestro análisis detallado de estos aspectos están en el Anexo 1 a este documento, correspondiente a nuestro tercer informe.

1.2 Aspectos de cambios internacionales

- (a) Bajo las normas sobre cambios internacionales vigentes en Colombia en la actualidad, no existe ninguna norma que en sí misma prohíba a un no residente adquirir o invertir en VERS que fueran registrados o emitidos en la BMC. El reto regulatorio está más bien en que bajo la actual reglamentación de cambios internacionales no existe la posibilidad para un inversionista no residente de registrar la compra de VERS como una forma de inversión de capital del exterior, con lo cual ni el inversionista ni la inversión gozarían de los "derechos cambiarios" que reconoce la Ley 9 de 1991 a las diversas modalidades de inversión extranjera en Colombia.
- (b) Las normas vigentes no contemplan la posibilidad de que un inversionista extranjero adquiera VERS. Si bien la regulación cambiaria no prohíbe en sí misma que cualquier no residente envíe recursos a Colombia para la compra de VERS o cualquier derecho de carbono similar (o los entregue al vendedor de VERS en el exterior), la ausencia de derechos cambiarios reconocidos de manera expresa por la ley y la incertidumbre sobre la forma de canalizar a Colombia cualquier inversión de este tipo podría hacer poco atractivo para un extranjero adquirir VERS.
- (c) Con el fin de hacer atractivo a potenciales inversionistas extranjeros la compraventa de VERS en la BMC, vemos necesario modificar algunos aspectos de la reglamentación cambiaria, con el fin de permitir que la compra de VERS calificara como una forma de inversión de capital del exterior y se garantizara así al comprador contar con un "canal cambiario" y demás derechos cambiarios (además de dar claridad sobre la forma de canalizar los ingresos y egresos de divisas respectivos). Bajo cualquier cambio en la

⁶ Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo

reglamentación cambiaria se debería optar por tratar la inversión en VERS por parte de no residentes como una forma de inversión de capital del exterior de portafolio o directa.

Mientras la inversión directa presenta un procedimiento de registro automático de la inversión relativamente simple, no parece ser particularmente apto para mercados y sistemas transaccionales de VERS líquidos en los cuales la titularidad cambie frecuentemente. Por el contrario, el tratamiento de la compra de VERS como una forma de inversión de capital del exterior de portafolio sería la más apta para mercados secundarios activos (al existir menores requisitos regulatorios al inversionista). Sin embargo, esta forma de inversión implicaría el involucramiento de "administradores" locales de la inversión (en los términos del Decreto 1068 de 2015), lo cual generaría costos adicionales para los inversionistas (además del reto natural de familiarizar a los diversos potenciales tipos de administradores, acostumbrados a administrar inversiones en valores, a un mercado sustancialmente diferente).

- (d) Nuestro análisis detallado de estos aspectos y nuestras propuestas de modificación a la reglamentación existente están en el Anexo 2 a este documento, correspondiente a nuestro tercer informe.
- (e) El Artículo 7 de la Resolución 8 de 2000 de la Junta Directiva del Banco de la República establece la lista de operaciones que se consideran como de cambios internacionales, dentro de las cuales se encuentran "las inversiones de capital del exterior en el país, así como los rendimientos asociados a las mismas". La consecuencia natural de que una transacción califique como operación de cambios internacionales es que los pagos que fluyan entre el residente colombiano y el no residente se puedan pagar en divisas (sujeto a los registros aplicables). Por el contrario, aquellas operaciones que no califiquen como operaciones de cambios internacionales no pueden ser pagadas en divisas (salvo las excepciones contempladas en la reglamentación cambiaria). Al respecto, el Artículo 2.17.1.3. del Decreto 1068 de 2015 establece lo siguiente:

Salvo autorización contrario, ningún contrato, convenio u operación que se celebre entre residentes se considerará operación de cambio. En consecuencia, las obligaciones que se deriven de tales contratos, convenios u operaciones, deberán cumplirse en moneda legal colombiana.

Lo anterior significa que si la compraventa de VERS por parte de inversionistas no residentes llegara a calificarse como inversión de capital del exterior (sea financiera o directa), los emisores o vendedores de VERS residentes⁷ podrían recibir el precio de

⁷ El Artículo 2.17.1.2. del Decreto 1068 de 2015 establece la siguiente definición de "residente" para efectos cambiarios: "Sin perjuicio de lo establecido en tratados internacionales y leyes especiales, para efectos del régimen cambiario se consideran residentes todas las personas naturales que habitan en el territorio nacional. Así mismo se consideran residentes las entidades de derecho público, las personas jurídicas, incluidas las entidades sin ánimo de lucro, que tengan domicilio en Colombia y las

éstos en divisas y convertir dichas divisas a pesos colombianos (igualmente, los vendedores de VERS no residentes que los enajenaran a residentes, podrían recibir el precio de la venta en divisas adquiridas por el comprador a cualquier intermediario del mercado cambiario).

Por el contrario, mientras subsista la regla del Artículo 2.17.1.3. antes citado, la compraventa de VERS entre residentes colombianos deberá pagarse de manera exclusiva en pesos.⁸ En nuestro análisis nos hemos abstenido de sugerir modificaciones a las reglas del Decreto 1068 que permitieran el pago en divisas de operaciones de compraventa de VERS entre residentes porque consideramos que la propuesta de cambio normativo en tal sentido no sería realista. El Artículo 2.17.1.3. refleja la política pública del Banco de la República de proteger el peso como moneda de curso legal para la generalidad de las transacciones dentro del territorio nacional y bajo las circunstancias actuales difícilmente el Banco de la República modificaría su reglamentación para exceptuar las compraventas de VERS entre residentes del uso obligatorio del peso como moneda de pago.⁹

1.3 Prevención de lavado de activos

Uno de los aspectos bajo el alcance de la Consultoría se refiere a los requisitos que deberán exigir las sociedades comisionistas de bolsa miembros de la BMC para poder realizar el estudio correspondiente al Sistema de Administración de Riesgo de Lavado de Activos y Financiación del Terrorismo ("SARLAF") para no residentes interesados en la transacción de VERS.

La Sección 2 de la Parte I, Título IV, Capítulo IV de la Circular Básica Jurídica de la SFC establece que corresponde a las entidades vigiladas diseñar e implementar el SARLAFT de acuerdo con los criterios y parámetros mínimos exigidos en dicho capítulo. Esta obligación cubre a las las sociedades comisionistas de bolsa miembros de la BMC. Por lo tanto, la junta directiva (u órgano que haga sus veces) de toda comisionista que opere en la BMC debe haber adoptado, en coordinación con el oficial de cumplimiento, el manual de procedimientos del SARLAFT (y sus

sucursales establecidas en el país de sociedades extranjeras. Se consideran como no residentes las personas naturales que no habitan dentro del territorio nacional, y las personas jurídicas, incluidas las entidades sin ánimo de lucro, que no tengan domicilio dentro del territorio nacional. Tampoco se consideran residentes los extranjeros cuya permanencia en el territorio nacional no exceda de seis meses continuos o discontinuos en un periodo de doce meses". (énfasis agregado)

⁸ De conformidad con el Artículo 3(26) del Decreto 2245 de 2011, el pago en moneda extranjera de cualquier contrato, convenio u operación entre residentes en el país sin que dicho pago se encuentre autorizado por el régimen cambiario, puede generar una multa para cada una de las partes involucradas del ciento por ciento del monto de la respectiva operación.

⁹ Sin embargo, es importante tener en cuenta que el Banco de la República ha flexibilizado su reglamentación y permite el uso de cuentas de compensación para el pago en divisas de operaciones "internas". Desde 2013 los residentes pueden acordar utilizar sus propias cuentas de compensación para girar y recibir divisas correspondientes al cumplimiento de obligaciones derivadas de operaciones internas cuyo pago no está expresamente autorizado en moneda extranjera. Sin embargo, este mecanismo tiene algunas limitaciones prácticas importantes que hacen impráctico su uso generalizado como mecanismo para evitar pagos en pesos entre residentes.

actualizaciones). De conformidad con la Circular Básica Jurídica, el SARLAFT que implementen las entidades vigiladas debe tener como mínimo los siguientes elementos:

- (a) Políticas
- (b) Procedimientos
- (c) Documentación
- (d) Estructura organizacional
- (e) Órganos de control
- (f) Infraestructura tecnológica
- (g) Divulgación de información
- (h) Capacitación

Estas obligaciones se ven reflejadas en las Normas Reglamentarias de la BMC, cuando establecen que las sociedades comisionistas miembros de la BMC tienen la obligación de prevenir que las actividades propias de su objeto sean utilizadas para dar apariencia de legalidad a los activos provenientes de actividades delictivas o para la canalización de recursos hacia la realización de actividades terroristas, para lo cual deben contar con procedimientos para obtener un conocimiento efectivo, eficiente y oportuno de todos los clientes actuales y potenciales, así como para verificar la información y los soportes de la misma. Lo anterior se implementa mediante el respectivo formulario de solicitud de vinculación de cliente debidamente diligenciado.¹⁰

Las normas sobre el diseño del SARLAFT de cada entidad no limitan la posibilidad de que vinculen como clientes a no residentes, en la medida en que cumplan con los lineamientos del manual particular de la entidad y, en particular, las reglas sobre "conocimiento del cliente" (plasmadas en la Sección 4.2.2.2.1. del Capítulo IV). De nuestra revisión de las normas, no parecería hasta ahora de particular necesidad un cambio reglamentario con el fin de permitir que las sociedades comisionistas de bolsa miembros de la BMC tomaran como clientes a no residentes. Las sociedades comisionistas mismas deberían revisar la necesidad de modificar sus propios manuales de SARLAFT para determinar cualquier limitación significativa.

En el Anexo 2 discutimos también algunos aspectos relacionados con la prevención del lavado de activos si la venta de VERS se estructurara como títulos fiduciarios.

¹⁰ Normas Reglamentarias de la BMC, Artículo 4.1.1.2.

2. Aspectos tributarios

- 2.1 Actualmente no existe ninguna disposición expresa que haga referencia a los VERS ni que establezca beneficios tributarios expuestos respecto de los mismos. Sin embargo, vemos posible aplicar las normas tributarias existentes, en un primer nivel, a la inversión en proyectos generadores de VERS (con algunos ajustes) y, en un segundo nivel, buscar modificaciones a las normas existentes para establecer beneficios tributarios para la inversión y posterior enajenación de VERS.
- 2.2 En cuanto a los beneficios tributarios para la inversión en proyectos generadores de VER concluimos lo siguiente:
- (a) Una primera opción sería utilizar los incentivos tributarios existentes para la inversión en proyectos de reducción de gases de efecto invernadero ("**Proyectos**") y flexibilizarlos de tal manera que pudieran ser fácilmente aplicables a la inversión en Proyectos generadores de VERS (por ejemplo, mediante la compra directa de VERS).
 - (b) Para esto, podría tomarse como base el Artículo 158-2 del Estatuto Tributario ("ET")¹¹, el cual establece la "*deducción por inversiones en control y mejoramiento del medio ambiente*". Así, el ciento por ciento de las inversiones directas realizadas en control y mejoramiento del medio ambiente pueden ser deducidas del impuesto de renta del contribuyente¹² (sin embargo esta deducción no aplicaría para el impuesto sobre la renta para la equidad - CREE).
 - (c) La deducción existente presenta algunas limitaciones importantes. Por un lado, para poder beneficiarse de ella en la declaración de renta respectiva, es necesario contar con la certificación respectiva de la autoridad ambiental, lo cual a menudo es un trámite lento. Por el otro lado, la deducción no puede superar el 20% de la renta líquida del contribuyente, determinada antes de restar el valor de la inversión. Por lo tanto, si el inversionista no logra deducir el valor total de su inversión debido a que excede el 20% de su renta líquida, no podría tomarse en años posteriores esta deducción.
 - (d) Para que cualquier cambio sea realmente útil al inversionista en proyectos generadores de VERS, sería necesario lo siguiente:
 - (i) Modificar las normas aplicables para que la deducción mencionada se pueda aplicar sin necesidad de que la inversión o el Proyecto sean previamente certificados (sino que estuvieran sujetos a fiscalización posterior por parte de la DIAN bajo sus facultades y procedimientos ordinarios).

¹¹ Reglamentado a través del Decreto 3172 de 2003

¹² Sin embargo la deducción no puede ser superior al 20% de la renta líquida del contribuyente antes de tomar la deducción.

- (ii) Adicionalmente, se debería plantear eliminar el límite del 20% de la renta líquida del contribuyente, la cual podría hacer inocua la deducción para un inversionista sin o con pocos ingresos gravados y permitir al contribuyente tomarse la deducción que no se logró tomar en el año de la inversión.

2.3 En cuanto a los beneficios tributarios para la inversión en VERS, concluimos lo siguiente:

- (a) Consideramos que cualquier cambio normativo debería buscar ante todo beneficiar a quien compre un VER, luego negocie dicho título y obtenga un ingreso o renta. Lo anterior independiente de la residencia fiscal del inversionista.
- (b) Para ello, vemos dos herramientas posibles, las cuales sin embargo al ser excluyentes entre sí, no podrían implementarse al mismo tiempo:
 - (i) Clasificar el ingreso generado por la venta de los VERS como una renta exenta o
 - (ii) Clasificar el ingreso generado por la venta de los VERS como un ingreso no constitutivo de renta ni ganancias ocasionales ("INCRNGO ").
- (c) La diferencia práctica de clasificar cualquier ingreso como renta exenta o como INCRNGO es que la renta exenta puede disminuir la base sobre la cual se aplican las tarifas del impuesto cuando se tributa sobre la renta presuntiva. Para ver la relevancia de esto, téngase en cuenta que se paga impuesto de renta sobre la renta presuntiva cuando su cálculo¹³ resulta mayor a aquel de la renta líquida. Por lo tanto, de nuestro análisis hemos concluido que al inversionista en VERS resultaría más atractivo un beneficio de renta exenta que uno basado en INCRNGO.
- (d) En todo caso, es fundamental tener en cuenta que el Artículo 177-1 del ET establece un límite que obliga a optar por un solo beneficio de los planteados anteriormente. Bajo esta norma la deducción (o "sobre-deducción") que se prevea para una inversión en particular no puede tomarse si fuera atribuible a un INCRNGO o a una renta exenta. Por lo tanto, la persona que recibiera un ingreso como renta exenta o como INCRNGO no podría ser la misma que tomara la deducción por la inversión en un Proyecto.

2.4 Adicionalmente, hemos contemplado la modificación del Artículo 207-2 del ET, de tal manera que expresamente estableciera que las rentas obtenidas por la enajenación de los VERS negociados en bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros *commodities* se encuentren exentas (siempre y cuando se cumplan con los correspondientes requisitos).

¹³ Será el 3% del patrimonio poseído al 31 de diciembre del año anterior.

- (a) Este tratamiento significaría que si bien se trataría de rentas que por regla general se considerarían gravadas, por expresa disposición legal estarían exoneradas del pago del tributo. Aún así, tales rentas se deberían incluir en la declaración de renta respectiva para efectos de ser restadas de la renta líquida ordinaria del año.
 - (b) Esta opción de cambio normativo resultaría atractivo para quienes negocien los VERS en el mercado secundario. Sin embargo, si el vendedor de los VERS (que recibe una renta exenta) resulta ser la misma persona o entidad que invirtió en el Proyecto (según comentamos antes), se encontraría con la limitación de que no podría tomarse como deducción lo invertido en el Proyecto como consecuencia de la prohibición establecida en el Artículo 177-1 del ET (según explicamos más abajo).
 - (c) En todo caso, el beneficio de la renta no sería trasladable a los socios del inversionista (asumiendo que fuera una persona jurídica), ya que cuando se distribuyan los dividendos estos se encontrarían gravados.
- 2.5 Finalmente, hemos concluido en nuestro análisis que la transacción de VERS no debería causar IVA alguno ya que no se trataría de la venta de bienes corporales sino de la transferencia de bienes intangibles (sea que se califique a los VERS como valores, derechos fiduciarios, Títulos, *commodities* climáticos o unidades de referencia de derechos de emisión de gases). A esta conclusión hemos llegado con base en la definición de intangibles, la cual establece que éstos son bienes inmateriales, representados en derechos, privilegios o ventajas de competencia.
- 2.6 Nuestro análisis detallado de estos aspectos y nuestras propuestas de modificación a la reglamentación existente están en el Anexo 2 a este documento, correspondiente a nuestro tercer informe.

* * *

Quedamos abiertos a discutir cualquier asunto tratado en este documento. No duden en contactarnos de tener cualquier comentario o pregunta.

Anexo 1

1. Conclusiones

- 1.1 No existe en Colombia una definición oficial o legal de VER.
- 1.2 La ley colombiana define de manera restrictiva la noción de valor. Los VER (y cualquier título representativo de carbono) comparten algunos elementos característicos de los valores. Sin embargo, mientras no exista una calificación expresa como valor por parte del Gobierno, no se puede afirmar que los VER sean valores.
- 1.3 No existe una definición oficial de *commodity* en Colombia ni una definición unívoca en el mundo. Sin embargo, en ausencia de una calificación de valor, los VER podrían entenderse como *commodities* dada la amplitud de algunas definiciones reconocidas.
- 1.4 En los Estados que tienen mercados de VER (o productos similares) desarrollados (y por ende relevantes para tomar como ejemplo) no existe uniformidad sobre el tratamiento jurídico de los VER. La tendencia parece ser a no definir la noción de VER ni regularlo. Es particularmente relevante el caso de EEUU, donde la ley federal los ha considerado "*commodities* no financieros". Cuando sí existe regulación, se refiere a unidades o productos que de una manera u otra tiene sanción del Estado o permiten cumplir con obligaciones legales de reducción de GEI.

2. Análisis y comentarios

Como es de su conocimiento, en la actualidad no existe en Colombia una definición oficial o vinculante de los VER.¹⁴

En general, la industria define los VER como toda reducción de emisiones, que al contrario de los CER, se venden en los mercados voluntarios y no guardan relación con el Protocolo de Kioto o el Régimen de Comercio de Derechos de Emisión de la Unión Europea.¹⁵

Markit Group Limited ("**Markit**"), en su calidad de operadora del *Markit Environmental Registry* ("**Registro Markit**"), empresa que se ha propuesto como aquella que prestaría los servicios de Registro Internacional de los proyectos de reducción de GEI, define las "unidades de GEI" (*Units*)

¹⁴ Por el contrario, en el marco de los proyectos MDL, sí una definición oficial de los certificados resultantes de proyectos desarrollados en el marco del Protocolo de Kioto. Así, la Resolución 2734 de 2010 define los Certificados de Emisiones Reducidas como una unidad emitida para cumplir con lo especificado en el artículo 12 del Protocolo de Kyoto y sus disposiciones, así como todas las disposiciones referentes a las modalidades y procedimientos del MDL, que equivale a una tonelada métrica de dióxido de carbono equivalente, calculada usando los potenciales de calentamiento global (GWP) definidos bajo la decisión 1/CP.3 o de acuerdo a sus revisiones como lo establece el Artículo 5 del Protocolo. Nótese que esta resolución no entra a regular la naturaleza jurídica de dichos certificados.

¹⁵ *Handbook of Carbon Offset Programs: Trading Systems, Funds, Protocols and Standards (Environmental Market Insights)*. Kollmuss, Anja, Lazarus, Michael, Lee, Carrie, LeFranc, Maur. Routledge, 2010

como toda aquella relacionada con un Beneficio Ambiental (*Environmental Benefit*) generado por un proyecto ambiental y desarrollado de conformidad con los estándares aceptados por Markit (*Standards Materials*) y elegibles para ser registradas en el Registro Markit, cada una de las cuales recibirá un número de serie único. A su vez, Markit define los Beneficios Ambientales como todo derecho, título, interés y beneficio resultante de o asociado con (a) la protección, conservación o mejora del medio ambiente y/o la biodiversidad, (b) la remoción, limitación, reducción, evitación, captura o mitigación de la atmósfera de una tonelada métrica de emisiones de gases de efecto invernadero,¹⁶ medidos en términos de dióxido de carbono equivalente, o (c) cualquier otro derecho, título, interés y beneficio relacionado con beneficios ambientales creados por la ley, cualquier Estándar Aceptado por Markit, convenio o de cualquier otra forma entre Markit y el administrador de cualquier Estándar Aceptado por Markit.¹⁷

En ausencia de tal definición, se hace necesario recurrir a criterios auxiliares contenidos en la ley colombiana.¹⁸

2.1 Calificación de los VER como valores

(a) Definición y análisis

El Artículo 2 de la Ley 964 de 2005 ("**Ley 964**") define el concepto de valor así:

Para efectos de la presente ley 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.*

¹⁶ Definidos como los seis gases listados en el Anexo A del Protocolo de Kioto.

¹⁷ Ver Sección 1 (*Definitions*) de los *Terms and Conditions*. Éstos se encuentran en:

http://www.markit.com/assets/en/docs/products/registry/MER_Terms_and_Conditions_Account_Guidelines.pdf

¹⁸ En gracia de discusión, podría asimilarse a los VER a los certificados de depósitos de mercancías. Este acercamiento funciona en la medida en que el VER represente cierto volumen de GEI contenido en forma que evite su circulación en la atmósfera (por ejemplo, en un bosque). Sin embargo, la comparación comienza a fallar cuando el VER corresponde a proyectos que evitaron emisiones de GEI. Adicionalmente, la asimilación a certificados de depósitos de mercancías generaría el efecto de que automáticamente se considerarían valores en Colombia.

Bajo las normas de valores, esta definición es taxativa. Por lo tanto, un derecho, certificado o título que no cuente con estas características no podría considerarse como valor en Colombia (lo que generaría como efecto no poderse ofrecer mediante oferta pública ni transarse en los mercados públicos).

A continuación analizamos los elementos de la definición

(i) Derecho de naturaleza negociable

Ni la ley ni la reglamentación de valores definen qué se entiende por "derecho de naturaleza negociable".

En ausencia de una definición oficial o vinculante, el Artículo 28 del Código Civil colombiana establece que los términos deben entenderse en su sentido usual:

Las palabras de la ley se entenderán en su sentido natural y obvio, según el uso general de las mismas palabras; pero cuando el legislador las haya definido expresamente para ciertas materias, se les dará en éstas su significado legal.

Con base en esta instrucción de la ley, podría tomarse como ejemplo de definición del verbo "negociar" aquella dada por el *Diccionario de la lengua española*:

1. *Ajustar el traspaso, cesión o endoso de un vale, de un efecto o de una letra.*

[...]

3. *Tratar y comerciar, comprando y vendiendo o cambiando géneros, mercancías o valores para aumentar el caudal.*

Adicionalmente, la Ley 964 sugiere que el elemento de negociabilidad podría referirse a la facilidad de ser transferibles en los mismos términos aplicables a los títulos valores, cuando el Parágrafo 5 del Artículo 2 de la Ley 964 establece que

Los valores tendrán las características y prerrogativas de los títulos valores, excepto la acción cambiarla de regreso.

Bajo la ley colombiana, la ley de circulación de los títulos valores puede ser nominativa,¹⁹ a la orden²⁰ o al portador.²¹

¹⁹ Cuando se exija la inscripción del tenedor en el registro que lleve el creador del título. Artículo 648 del Código de Comercio

²⁰ Transferibles por endoso y entrega del título. Artículo 651 del Código de Comercio

²¹ Cuando no se expida a favor de una persona determinada, cuya simple exhibición legitime al portador y su tradición se produzca con la sola entrega. Artículo 668 del Código de Comercio

Por fuera de Colombia, existen numerosos mercados o mecanismos transaccionales, todos los cuales tienen como característica que permiten alguna forma de transferencia, cesión o circulación de certificados de GEI, similares a los VER. Algunos ejemplos relevantes son:²²

(a) *Markit Environmental Registry*

Ante todo, debemos mencionar a Markit, en su calidad de operadora del Registro Markit, empresa que se ha propuesto como la que prestaría los servicios de registro de los proyectos de reducción de GEI. Bajo el esquema planteado, Markit registrará proyectos y las unidades resultantes de tales proyectos (*Units*)²³, de conformidad con la autorización dada por una organización operadora de algún estándar (*Standards Organization*) reconocido por Markit.

Bajo la Sección 7 de los *Terms and Conditions* del Registro Markit, es posible que cualquier usuario de una cuenta transfiera, venda, ceda, disponga o enajene *Units* listadas en el Registro Markit, siempre que informe a Markit al Respecto. En tal caso, Markit transferirá las *Units* a la cuenta del Registro Markit del cesionario (o a la cuenta del cesionario en otro registro aprobado por Markit) o, en el caso de cesiones a adquirentes que no cuenten con cuenta en el Registro Markit, a una "cuenta de cancelación" (*Cancellation Account*).

(b) *European Union Emission Trading System ("EU ETS")*²⁴

El EU ETS funciona bajo el principio de *cap and trade*, bajo el cual se fija el límite de GEI que una fábrica, planta de energía u otra instalación puede emitir, de manera descendente.

Dentro del límite, las empresas pueden recibir o comprar *allowances*, las cuales pueden comerciar entre sí. También pueden adquirir cantidades limitadas de créditos de proyectos reductores de GEI internacionales.

(c) *Regional Greenhouse Gas Initiative*²⁵

²² Otros ejemplos de programas de reducción de GEI con componentes transaccionales, suspendidos o cancelados, son *Midwestern Greenhouse Gas Reduction Accord*, *Canada's Offset System for Greenhouse Gases*, *Carbon Pollution Reduction Scheme* (Australia), *Chicago Climate Exchange*,

²³ Los *Terms and Conditions* del *Markit Environmental Registry* definen estas unidades como las generadas por un proyecto ambiental desarrollado de conformidad con los estándares reconocidos por Markit, que representan derechos, título, intereses y beneficios resultantes de o asociados con la remoción, limitación, reducción, evitación, captura o mitigación de la atmósfera de una tonelada métrica de emisiones de gases de efecto invernadero medido en términos de dióxido de carbono equivalente.

²⁴ http://ec.europa.eu/clima/policies/ets/index_en.htm

Este sistema es el primer programa de comercio de GEI regulado en los EEUU, creado por los estados de Connecticut, Delaware, Maine, Maryland, Massachusetts, New Hampshire, New York, Rhode Island, y Vermont para limitar y reducir emisiones del sector de generación.

En este programa los estados participantes venden sus emisiones (representadas en *allowances*) a través de subastas.

(d) *Western Climate Initiative*²⁶

Esta iniciativa fue creada en 2007 por los estados de Arizona, California, Nuevo México, Oregón y Washington.

Una vez opere regularmente, los socios del programa coordinarán subastas regionales de *allowances* de GEI, entre otras actividades.

(e) *Alberta-based Offset Credit System*²⁷

Bajo este esquema, los emisores de más de 100.000 toneladas de GEI localizados en la Provincia de Alberta, Canadá, deben reducir sus emisiones, de conformidad con la reglamentación establecida en el 2007 *Specified Gas Emitters Regulation*.

Una de las opciones para alcanzar reducciones es mediante la compra de *Alberta based carbon offset credits* o *Emission Performance Credits*.

Dos mecanismos, el *Alberta Emission Offset Registry* y el *Alberta Emission Performance Credit Registry* proveen la infraestructura transaccional.

(f) *State Power Plant Rules* de Oregón, Washington y Massachusetts²⁸

Los estados de Massachusetts, Oregón y Washington han establecido estándares obligatorios de reducción de CO₂ para sus generadores.

Si bien los programas varían de Estado a Estado, los generadores regulados cuentan con la opción de cumplir con sus metas obligatorias de

²⁵ <http://www.rggi.org/>

²⁶ <http://www.wci-inc.org/>

²⁷ <http://esrd.alberta.ca/focus/alberta-and-climate-change/regulating-greenhouse-gas-emissions/alberta-based-offset-credit-system/default.aspx> y <http://www.csaregistries.ca/albertacarbonregistries/home.cfm>

²⁸ <http://www.co2offsetresearch.org/policy/PowerPlantRules.html>

reducciones a través de la adquisición de los siguientes tipos de *offset credits*:

- Massachusetts: *GHG Credit*
- Oregon: *CO₂ offset*
- Washington: *Carbon Credit*

Como conclusión, las normas colombianas aplicables por analogía antes mencionadas y las experiencias internacionales sugieren que los VER y las certificaciones de reducciones de GEI similares tienen la vocación de ser negociables.

(ii) Pertenencia a una emisión

Al igual que con el primer elemento, la ley colombiana no define el término "emisión", lo cual dificulta entender el alcance de la definición. No obstante, se podría aplicar el criterio del Artículo 28 del Código Civil y tomarse como base la definición de "emitir" contenida en el *Diccionario de la lengua española*:

Producir y poner en circulación papel moneda, títulos o valores, efectos públicos, etc.

Si bien no existe una norma que expresamente aborde esta noción, el antiguo Decreto 1168 de 1993, hoy derogado por la Ley 964, establecía la noción de "emisión en serie o en masa" de valores, para lo cual establecía los siguientes elementos:

- (a) *Que sean creados en virtud de un acto único o de actos sucesivos de los que se originen cuando menos 20 títulos;*
- (b) *Que correspondan a un patrón común, es decir que tengan un contenido sustancial homogéneo;*
- (c) *Que tengan igual naturaleza jurídica;*
- (d) *Que tengan la misma ley de circulación;*
- (e) *Que provengan de un mismo emisor y*
- (f) *Que tengan vocación circulatoria.*

Evidentemente, no sería correcto utilizar los criterios establecidos por una norma derogada para determinar una definición actual. Sin embargo, nos parece que de la antigua definición sí debe rescatarse la noción de que toda emisión

necesariamente debe referirse a documentos múltiples provenientes de un solo creador y con características homogéneas.

Los VER y certificados de reducciones transados en mercados internacionales pueden considerarse como documentos "emitidos" ya que sus creadores los producen de manera regular o, por lo menos, producen un volumen suficiente como para poder ser objeto de subastas. Naturalmente, los VER tienen elementos homogéneos respecto de su naturaleza (por ejemplo, representar un volumen exacto de GEI) y su ley de circulación o forma de transarse (la cual dependerá del mercado o sistema transaccional en que se encuentren).

Sin embargo, bajo la noción actual de valor establecida por la Ley 964, la doctrina ha entendido que el elemento de emisión está íntimamente ligado con la noción de captación de recursos del público. Para que existe el "valor", no puede tratarse de la emisión y oferta de valores sin referencia alguna y de manera general, sino de procesos de emisión y oferta de valores mediante los cuales se acuda al ahorro público.²⁹

Por lo tanto, es fundamental tener en cuenta que bajo la estructura jurídica del mercado de valores actual, el hecho de ser parte de una emisión ha perdido en buena medida su relevancia. Al respecto, es importante considerar los antecedentes legislativos de la Ley 964, planteados en la exposición de motivos del proyecto original.³⁰

Paralelamente a la definición de los objetivos y criterios de la intervención, el concepto de valor se erige como factor determinante del ámbito del mercado de valores y por tanto, como límite de la actuación gubernamental en la materia.

En este sentido, el proyecto de ley no define el concepto de valor, y se limita a precisar los elementos que lo constituyen como un derecho de naturaleza negociable, el cual hace parte de una emisión y cuyo propósito es la captación de recursos del público.

Con la anterior previsión se modifica el enfoque de la regulación actual, cuyo centro es el concepto de la oferta pública, el cual se basa en las emisiones en serie o en masa, para pasar a una noción en la cual es indiferente la forma jurídica o práctica a través de la cual se instrumente la captación de recursos del público y la forma en que se circule o se negocie el instrumento financiero, atendiendo a la realidad económica de la operación. [énfasis agregado]

Por tanto, cuando se identifiquen los tres elementos señalados (derecho de naturaleza negociable, que haga parte de una emisión y cuyo propósito sea la captación de recursos

²⁹ Fagua Guauque, Néstor. *La oferta pública en el mercado de valores colombiano*. En: Revista de Derecho Privado. Universidad de los Andes. Mayo de 2008

³⁰ Proyecto de ley 033/04C. Ponencia presentada por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público

del público), será necesario el reconocimiento gubernamental del respectivo instrumento como valor, el registro de la emisión y la sujeción a la regulación contenida en el proyecto.

(iii) Objeto o efecto la captación de recursos del público

Las normas sobre valores no definen la noción de "captación de recursos del público". Sin embargo, el hecho de que cualquier empresa que produjera VERS y que acudiera a un mercado voluntario para venderlos busque atraer recursos de un número relativamente amplio de personas, podría en principio sugerir que se estaría ante una situación de captación de recursos del público..

Sin embargo, si se hace una aproximación más rigurosa, creemos que podría aplicarse la definición de la conducta de captación masiva y habitual de recursos del público contenida en el Decreto 1981 de 1988 (reglamentario del Decreto 2920 de 1982):

Para los efectos del Decreto 2920 de 1982, se entiende que una persona natural o jurídica capta dineros del público en forma masiva y habitual en uno cualquiera de los siguientes casos:

1. *Cuando su pasivo para con el público está compuesto por obligaciones con más de veinte (20) personas o por más de cincuenta (50) obligaciones, en cualquiera de los dos casos contraídas directamente o a través de interpuesta persona.*

Por pasivo para con el público se entiende el monto de las obligaciones contraídas por haber recibido dinero a título de mutuo o a cualquiera otro en que no se prevea como contraprestación el suministro de bienes o servicios.
(énfasis agregado)

2. *Cuando, conjunta o separadamente, haya celebrado en un período de tres (3) meses consecutivos más de veinte (20) contratos de mandato con el objeto de administrar dineros de sus mandantes bajo la modalidad de libre administración o para invertirlos en títulos o valores a juicio del mandatario, o haya vendido títulos de crédito o de inversión con la obligación para el comprador de transferirle la propiedad de títulos de la misma especie, a la vista o en un plazo convenido, y contra reembolso de un precio.*

Para determinar el período de los tres (3) meses a que se refiere el inciso anterior, podrá tenerse como fecha inicial la que corresponda a cualquiera de los contratos de mandato o de las operaciones de venta.

Parágrafo 1. En cualquiera de los casos señalados debe concurrir además una de las siguientes condiciones:

- (a) Que el valor total de los dineros recibidos por el conjunto de las operaciones indicadas sobrepase el 50% del patrimonio líquido de aquella persona; o
- (b) Que las operaciones respectivas hayan sido el resultado de haber realizado ofertas públicas o privadas a personas innominadas, o de haber utilizado cualquier otro sistema con efectos idénticos o similares." (énfasis agregado)

La definición de la conducta penal de la captación masiva y habitual es particularmente compleja y desborda el análisis de este documento. Creemos que el riesgo de que la venta de VERs a más de veinte personas mediante una oferta (sea calificada como pública o privada) se interpretara como una situación de captación masiva y habitual, depende en gran medida de las obligaciones que adquiere quien vende el VER. Siempre que el VER no represente para el vendedor la obligación de pagar a una suma de dinero al comprador, como debe suceder en la mayoría de los casos, el vendedor no tendrá un pasivo con 20 o más personas o compuesto por más de 50 obligaciones por razón de la venta de los VER y en ese caso, no podría hablarse de captación masiva, habitual e ilegal de dineros del público.

La única obligación de quien vende un VER, a parte de entregar el título correspondiente, es la de asegurarse de que esté respaldado por una entidad verificadora reconocida, pero esto no se traduce, salvo incumplimiento, en la obligación de pagar una suma de dinero o en permitir la participación en las utilidades futuras de un negocio.

En ese orden de ideas, no se evidencia en forma clara que la venta de VERs resulte en captación de recursos del público, por lo menos en la forma prohibida por la ley penal.

También podría argumentarse que no se incurre en tal situación si se argumentara que no existe "pasivo con el público" ya que se trata del suministro de un "bien". Para que esta argumentación se sostuviera, sería necesario demostrar que los VER son "bienes", lo cual en ausencia de una definición única podría dificultarse.

(b) Doctrina de la Superintendencia Financiera

En el análisis presentado en los anteriores puntos hemos identificado cómo los VER podrían contener elementos comunes a los valores, lo que, en gracia de discusión, podría sugerir que podrían considerarse como tal a la luz de la Ley 964. No obstante dicha discusión, creemos que los VER no pueden considerarse como valores en ausencia de un reconocimiento expreso como tal por parte del Gobierno, toda vez que el sistema jurídico

actual que soporta el mercado de valores colombiano requiere necesariamente de dicha calificación formal.

El Artículo 4 de la Ley 964 regula la intervención del Gobierno Nacional en el mercado de valores. El literal (b) de este artículo establece que conforme a los objetivos y criterios previstos en el Artículo 1 de la Ley 964, el Gobierno Nacional puede 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",³¹ siempre y cuando reúnan las características previstas en el Artículo 2.

La Superintendencia Financiera ("SFC") ha entendido que esta atribución del Gobierno significa que mientras no exista una manifestación expresa del Gobierno de que un producto financiero es un "valor", no lo será y no tendrá los efectos y consecuencia que la ley establece para los valores y su mercado.

Si bien la doctrina de la SFC ha sido reiterada en este sentido, vemos destacables tres conceptos recientes:

(i) Concepto 20056 - 946 del 27 de julio de 2005

En esta consulta se preguntó a la SFC si los derechos emitidos por una corporación deportiva sin ánimo de lucro, que otorgan la propiedad sobre una parte alícuota de dicha corporación y confieren derechos políticos para participar en la toma de decisiones, se podían considerar como un valor. En su respuesta, la ya a la luz de la Ley 964 la SFC sentó la doctrina que continuaría desarrollando, así:

No obstante, aunque la nueva legislación amplió el concepto de valor para hacerlo más flexible, 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 público de valores.

Así las cosas, en opinión de esta Superintendencia, el listado contenido en el artículo 2 de la Ley 964 de 2005 es enunciativo – no taxativo -. Sin embargo, para poder reconocer como valores instrumentos distintos a los señalados en la mencionada disposición que sin embargo cumplan con los requisitos señalados en el primer inciso, se requiere de la correspondiente reglamentación gubernamental.

³¹ La Circular Básica Contable y Financiera define este término como "cualquier contrato que genera un activo financiero en una entidad y, al mismo tiempo, un pasivo financiero o un instrumento de capital en otra entidad" (Capítulo XVIII, Artículo 2.13).

[...] esta Superintendencia considera que, a la fecha, los derechos que pretende emitir el Club (...) no están reconocidos como valores ni pueden ser inscritos en el RNVF. Sin embargo, considera que tales derechos podrían cumplir con los requisitos señalados en el inciso primero del artículo 2 de la Ley 964 de 2005 y, en esa medida, ser reconocidos como valores por medio de reglamentación gubernamental.

La SFC, a pesar de reconocer que los derechos emitidos por el club deportivo podían cumplir con las características para ser calificados como valores por ser parte de una emisión, tener naturaleza negociable y tener el efecto de captar dineros del público, entendió que al no haber regulación por parte del Gobierno Nacional, no podían tenerse tales derechos como valores, e incluso instó, al final de su concepto, a que el club deportivo se abstuviera de proceder con la emisión de los derechos pretendidos hasta tanto se definiera por parte del Gobierno Nacional una reglamentación que determinara su naturaleza, para efectos de la ley de valores.

(ii) Concepto 2008058683-001 del 30 de septiembre de 2008

En este concepto se planteaba a la SFC la posibilidad de ofrecer en el mercado colombiano certificados de *Real State Investment Trusts* ("REIT")³² y se preguntaba a la SFC si tales REIT eran considerados valores en Colombia.

En su respuesta, la SFC opinó que:

[S]i bien algunos títulos cuentan con la calidad de valor en los términos antes citados, no todos los títulos lo son, pues se requiere además que el título haga parte de una emisión y tenga como objeto o efecto la captación masiva de recursos del público.

Para el caso que nos ocupa, los REIT en Colombia no han sido reconocidos como valores ni regulados como instrumentos financieros, lo que significa que no pueden ser ofrecidos en oferta privada o pública, a menos que hagan parte de una estructuración que reconozca la legislación colombiana, tal como es el caso de una titularización con base en las previsiones establecidas en la Resolución 400 de 1995 (artículo 1.3.1.2 y siguientes) o que se trate de valores emitidos por carteras colectivas cerradas o escalonadas, en los términos del Decreto 2175 de 20073; de lo contrario, al no ser, per se, considerados como valores, no pueden ser objeto de oferta pública ni de negociación privada, ni hacer parte de una emisión y mucho menos, que a través de ellos se capte dinero del público.

Si bien en su respuesta la SFC parecería centrarse en los efectos del no reconocimiento de la naturaleza de valor a los REI (es decir, no poderse ofrecer

³² El gremio de los comercializadores de REIT, *National Association of Real Estate Investment Trusts*, define los certificados de REIT como aquellos títulos emitidos por empresas dedicadas a la tenencia y operación de inmuebles productivos de renta, tales como apartamento, centros comerciales, oficinas y bodegas. Ver. <https://www.reit.com/investing/reit-basics/glossary-reit-terms>

mediante oferta pública), es de resaltar que confirma la doctrina de que la declaración como valor es constitutiva de tal naturaleza y no meramente declarativa.

(iii) Concepto 2010007643-001 del 19 de marzo de 2010

En esta consulta se preguntó a la SFC si a la luz del Artículo 2 de la Ley 964 se podían considerar las facturas como "valores". En su respuesta, la SFC ratificó su doctrina, así:

En relación con los elementos que deben estar presentes en un derecho de naturaleza negociable para que se predique "valor", esta Superintendencia conceptuó lo siguiente:

"El propósito fundamental de la modificación –hace alusión a la Ley 964 de 2005- fue cobijar instrumentos negociables que, sin estar reconocidos formalmente como valores, tuvieran el efecto de captar recursos del público. En efecto, en la exposición de motivos al proyecto de ley se señaló:

'El proyecto de ley no define el concepto de valor, y se limita a precisar los elementos que lo constituyen como un derecho de naturaleza negociable, el cual hace parte de una emisión y cuyo propósito es la captación de recursos del público.

Con la anterior previsión se modifica el enfoque de la regulación actual, para pasar a una noción en la cual es indiferente la forma jurídica o práctica a través de la cual se instrumente la captación de recursos del público y la forma en que se circule o se negocie el instrumento financiero, atendiendo a la realidad económica de la operación.

Por tanto, cuando se identifiquen los tres elementos señalados (derecho de naturaleza negociable, que haga parte de una emisión y cuyo propósito sea la captación de recursos del público), será necesario el reconocimiento gubernamental del respectivo instrumento como valor, el registro de la emisión y la sujeción a la regulación contenida en el proyecto.' (énfasis agregado)

No obstante, aunque la nueva legislación amplió el concepto de valor para hacerlo más flexible, el reconocimiento de la calidad de valor a un instrumento negociable determinado, aun cuando haga parte de una emisión y comporte captación de recursos del público, que no se encuentre regulado como tal, requiere la expedición de la normatividad correspondiente por parte el Gobierno Nacional. De lo contrario, se produciría una gran incertidumbre jurídica sobre los tipos de instrumentos que hace parte del mercado público de valores. (énfasis agregado)

Así las cosas, en opinión de esta Superintendencia, el listado contenido en el artículo 2º de la Ley 964 de 2005 es enunciativo – no taxativo. Sin embargo, para poder reconocer

como valores instrumentos distintos a los señalados en la mencionada disposición que sin embargo cumplan con los requisitos señalados en el primer inciso, se requiere de la correspondiente reglamentación gubernamental.

Es claro, entonces, que para que un derecho de naturaleza negociable, diferente de los relacionados en la Ley 964 del 2005, tenga la calidad de "valor" debe reunir los presupuestos legales mencionados en el artículo 2° de la citada ley y contar con el reconocimiento como tal por parte del Gobierno Nacional. [énfasis agregado]

(c) Impacto potencial del Artículo 71 de la Ley 964

El último párrafo del Artículo 71 de la Ley 964 establece que

[...] *Asimismo, el Gobierno Nacional podrá reconocer la calidad de valor a los contratos que se transen en las bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros commodities.* [...]

Según comentamos en nuestra reciente reunión, en el diseño e implementación del mecanismo transaccional de VER se debe aplicar particular atención a esta potestad del Gobierno.

Vemos el riesgo potencial de que si el Gobierno concluyera que los VER cumplen con los elementos para calificar como "valores" establecidos por la Ley 964, en ejercicio de las facultades del Artículo 71 el Gobierno pudiera reconocer tal calidad a los VER. Más allá de la sola determinación de la naturaleza de valor, vemos que la relevancia de una declaración en tal sentido podría implicar que a los VER se les aplicara las normas sobre el mercado público de valores en los siguientes ámbitos:³³

- (i) Emisión y oferta de valores
- (ii) Intermediación de valores
- (iii) Depósito y la administración de valores
- (iv) Administración de sistemas de negociación o registro de valores
- (v) Compensación y liquidación de valores

¹ Concepto No. 20056-946 del 27 de julio de 2005.

² Tal como lo prevé el artículo 4 de la Ley 964 de 2005, 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 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 reúna las características previstas en el inciso 1° del artículo 2° de la presente ley..."

³³ El Artículo 3 de la Ley 964 define dichas actividades como actividades del mercado de valores (entre otras).

Como hemos manifestado a ustedes verbalmente, en el marco del proyecto sugerimos iniciar contactos con la SFC, en los cuales se explique en detalle a sus funcionarios el proyecto y cómo la negociación de VER es connatural a un mercado como el administrado por la BMC. Después de esta aproximación, vemos necesario obtener una confirmación formal de la SFC de que no considerará los VER como valores o, que incluso si lo llegara a concluir, mantendrá todos los aspectos de su emisión, negociación, compensación y registro en el ámbito de la regulación de la BMC.

2.2 Noción de *commodities*

De manera similar a los VER, no existe una noción única u oficial del término *commodity*. Tampoco conocemos de ningún instrumento de derecho internacional vinculante que los clasifique como *commodity*. Sin embargo de lo anterior, creemos que existen algunas definiciones de relevancia, las cuales apoyan la idea de que los VER pueden calificar como *commodities*.

(a) Definiciones de uso común en inglés

En aplicación del Artículo 28 del Código Civil, vemos como relevantes las siguientes definiciones en inglés:

(i) Oxford Dictionary³⁴

Una materia prima o un producto agrícola primario que puede ser comprado y vendido, tal como el cobre o el café.

Cosa útil o valiosa.

(ii) Merriam-Webster Dictionary³⁵

Algo que se compra y vende.

Algo o alguien útil o valorado.

(b) Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos

La OCDE define la noción de *commodities* en su Glosario de Términos Estadísticos, así:³⁶

³⁴ *A raw material or primary agricultural product that can be bought and sold, such as copper or coffee. A useful or valuable thing.*

³⁵ *Something that is bought and sold. Something or someone that is useful or valued.*

³⁶ *Commodities are goods and services normally intended for sale on the market at a price that is designed to cover their cost of production. Includes all goods and services produced by industries, all imported goods and services except direct purchases abroad by government and households, and that part of the gross output of producers of government services and a private non-profit services to households which is sold on the conditions, characteristic of sales of commodities.*

Los commodities son bienes y servicios normalmente destinados a la venta de mercado, a un precio que cubra sus costos de producción.

Incluyen todos los bienes y servicios producidos por industrias, todos los bienes y servicios importados, salvo compras de hogares y gobiernos en el exterior, y aquella parte de la producción bruta de los productores de servicios gubernamentales y servicios privados no remunerados a hogares que se vendan en condiciones características a la de la venta de commodities.

(c) Chicago Mercantil Exchange

El Grupo CME, propietario de la *Chicago Mercantile Exchange*, los define así en su glosarios de términos:³⁷

Cualquier producto aprobado y designado por la Junta Directiva como apto para la comercialización o compensación de conformidad con las reglas de la bolsa.

Con base en estas definiciones, creemos que la noción de *commodity* es lo suficientemente amplia como para incluir a los VER.

2.3 Regulación comparada

Para entender la naturaleza jurídica de los VER nos parece esencial considerar el tratamiento que han recibido en aquellos lugares fuera de Colombia donde existen mercados desarrollados de los mismos. Si bien los mercados que consideramos relevantes pertenecen a tradiciones jurídicas diferentes de la colombiana, al ser los VER productos que se han creado y se transan en dichas jurisdicciones, nos parece importante considerar la naturaleza que se les ha reconocido.

(a) Australia

La legislación australiana no trata de manera expresa los VER ni se refiere a su naturaleza.

Sin embargo, en el marco del *Australian Government's Carbon Farming Initiative*,³⁸ es posible que ciertos proyectos de reducciones de GEI califiquen para la generación de unidades de carbono, denominadas *Australian Carbon Credit Units* ("ACCU").

Cada ACCU equivale a una tonelada de CO₂ equivalente reducida o contenida. Las ACCU son emitidas por la *Clean Energy Regulator*, mediante anotaciones en cuenta en el

Ver: <https://stats.oecd.org/glossary/>

³⁷ Any product approved and designated by the Board for trading or clearing pursuant to the rules of the Exchange.

Ver: <http://www.cmegroup.com/education/glossary.html>

³⁸ Carbon Credits (Carbon Farming Initiative) Act 2011

registro electrónico implementado para este propósito (*Australian National Registry of Emissions Units*).

Bajo la legislación aplicable en Australia, las ACCU son "productos financieros".³⁹ En consecuencia, es necesario contar con la licencia aplicable (*Australian Financial Services Licence*) para (i) negociar ACCU en nombre de terceros, (b) suministrar información financiera general sobre las ACCU o (c) transar contratos derivados de ACCU.⁴⁰

Por lo tanto, en la práctica será necesario obtener licencia financiera para establecer plataformas transaccionales, actuar como comisionista / corredor u ofrecer mecanismos de reducción de emisiones que involucren transacciones *spot* o a futuro.

(b) Estados Unidos

La legislación federal de EEUU contiene disposiciones particulares atinentes a los VER. Bajo la legislación actual, los VER no se consideran valores (*securities instruments*) o "instrumentos financieros" y, en consecuencia, a las transacciones con VER no se les aplican requerimientos de licencia ni las normas sobre valores vigentes en EEUU.

La *Commodity Futures Trading Commission* ("CFTC"), agencia federal independiente que se encarga de la regulación de las bolsas de comercio y del mercado de futuros en EEUU, considera los VER como "*commodities* no financieros", potencialmente sujetos de regulación.

Sin embargo, es posible estructurar las transacciones sobre los mismos de tal manera que se evite la aplicación plena de las regulaciones de la CFTC. En general, los contratos que califiquen como permutas financieras (*swaps*) bajo el *Commodities Exchange Act* ("CEA") están sujetos a la plena aplicación de la regulación de la CFTC. Sin embargo, en la medida en que las partes de un contrato sobre VER pretendan hacer un cumplimiento efectivo de la transacción (es decir, físico), el contrato calificará como un contrato *forward*. A éstos se aplica una excepción a la definición de *swap* bajo el CEA. En tal caso, la CFTC no tendrá jurisdicción sobre tales contratos (salvo en eventos de fraude y similares).

A las transacciones sobre VER cuyo cumplimiento no sea físico sino financiero no aplica la excepción de la definición de *forward*. Por lo tanto, los contratos sobre VER con cumplimiento financiero deben cumplirse en bolsa y están sujetas a la regulación

³⁹ Bajo la Sección 12BAA del *Australian Securities and Investments Commission Act 2001*, se define como "producto financiero" cualquier facilidad a través de la cual, o cuya adquisición permita, (a) hacer inversiones financieras, (b) administrar riesgos financieros o (c) realizar pagos no monetarios. Esta norma define las nociones de "inversión financiera", "riesgo financiero" y "pagos no monetarios". Nótese que esta definición no equipara necesariamente los productos financieros a una "valor" (*security*).

⁴⁰ *Corporations Act 2001*

completa de la CFTC. En tal caso, el contrato está sujeto a la aplicación de las varias reglas sobre liquidación, compensación, cumplimiento, reporte y registro establecidas por el CEA. Igualmente, las partes en la transacción podrían estar sujetas a los requisitos de registro, conducta profesional y otros.⁴¹

(c) Unión Europea ("UE")

(i) VER

No existe legislación comunitaria que establezca la naturaleza de los VER ni ninguna legislación que trate tales tipos de unidades.

La Corte Europea de Justicia tampoco se ha pronunciado sobre la naturaleza jurídica de los VER.

(ii) Otras unidades de carbono

Por otro lado, la legislación común europea tampoco define la naturaleza jurídica de los diversos tipos de unidades de carbono reconocidas para efectos del EU ETS y el cumplimiento de los compromisos de reducciones de emisiones de los Estados Miembros del Protocolo de Kioto. Sin embargo, sí existen normas que buscan asegurar que tales unidades sean tratadas como instrumentos fungibles y desmaterializados.

Las normas de la UE crean o reconocen como oficiales ciertos tipos de unidades de carbono, para efectos del cumplimiento de obligaciones bajo el EU ETS. Las principales, creadas por la Directiva EU ETS⁴² son:

(a) *EU Allowances* ("EUA"):

Permiso de emitir una tonelada de dióxido de carbono equivalente durante un término específico, válida sólo para efectos de cumplir los requerimientos de la Directiva.

(b) *Emission Reduction Unit* ("ERU"):

⁴¹ Para información detallada de lo anterior, ver:

Matthew F. Klucheneck, *The Status of Environmental Commodities Under the Commodity Exchange Act*, 5 Harv. Bus. L. Rev. Online 39 (2015), <http://www.hblr.org/?p=3939>

Interagency Working Group for the Study on Oversight of Carbon Markets, Report on the Oversight of Existing and Prospective Carbon Markets (January 2011) (http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@swaps/documents/file/dfstudy_carbon_011811.pdf)

⁴² Directiva 2003/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de octubre de 2003, por la que se establece un régimen para el comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero en la Comunidad y por la que se modifica la Directiva 96/61/CE del Consejo (Texto pertinente a efectos del EEE)

Unidad emitida de conformidad con el Artículo 6 del Protocolo de Kioto y las decisiones adoptada por la UNFCCC o el Protocolo de Kiot.

La única otra norma comunitaria europea con provisiones relevantes respecto de unidades de carbono es la Regulación de Registros,⁴³ la cual regula el sistema de registro electrónico aplicable a la contabilidad, tenencia, transacción y entrega de unidades reconocidas de carbono. El Artículo 40 de esta regulación fue introducido en el medio de una serie de hurtos de unidades de carbono incorporadas en este registro. Dado que las unidades de carbono son sujeto de transacciones rápidas y frecuentes entre bancos, comisionistas y empresas, la Comisión Europea temió que los reclamos de las víctimas de los hurtos pudieran generar caos en el mercado transaccional. Para ello, definió la naturaleza de los derechos de emisión y el carácter definitivo de las transacciones así:

1. Los derechos de emisión o las unidades de Kioto serán instrumentos fungibles, en soporte electrónico, que podrán negociarse en el mercado.

2. Dado que los derechos de emisión y las unidades de Kioto solo existen en soporte electrónico, la consignación en el Registro de la Unión constituirá una prueba suficiente a primera vista de la titularidad de un derecho de emisión o unidad de Kioto, y de cualquier otro aspecto cuya consignación en el Registro de la Unión exija o autorice el presente Reglamento.

3. La fungibilidad de los derechos de emisión y unidades de Kioto implicará que cualquier obligación de recuperación o restitución que pueda surgir en virtud de la legislación nacional respecto a un derecho de emisión o unidad de Kioto se aplicará únicamente al derecho de emisión o unidad de Kioto en especie.

(iii) Regulación de mercados financieros

La Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros ("**MiFID**", por sus siglas en inglés) introduce reglas para la creación de un mercado único y un régimen regulatorio común para los servicios financieros en los 28 Estados miembros de la Unión Europea y los 3 Estados del Área Económica Europea.

Bajo la Sección C del Anexo 1 de MiFID , se da el tratamiento de producto financiero a la mayoría de los derechos de emisión, lo que los somete a la

⁴³ Reglamento (UE) No 389/2013 de la Comisión de 2 de mayo de 2013 por el que se establece el Registro de la Unión de conformidad con la Directiva 2003/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y las Decisiones no 280/2004/CE y no 406/2009/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, y por el que se derogan los Reglamentos (UE) no 920/2010 y no 1193/2011 de la Comisión (Texto pertinente a efectos del EEE)

regulación financiera comunitarias.⁴⁴ Si bien las transacciones *spot* sobre derechos de emisión no se consideran instrumentos financieros en la actualidad bajo MiFID, MiFID II (que reemplazará a MiFID en 2016) clasificará todos los derechos de emisión como instrumentos financieros.

Es importante tener en cuenta que ni MiFID ni MiFID II regulan los VER, sino sólo las unidades relacionadas con el EU ETS.

(d) Reino Unido

La legislación británica no define la naturaleza legal de los VER (o de las EUA).

Sin embargo, existe un único precedente judicial sobre la naturaleza de las EUA, en el caso de *Armstrong DLW GmbH v Winnington Networks Ltd* ("**Caso Armstrong**").⁴⁵

En el Caso Armstrong, relacionado con el hurto de ciertos EUA, la Alta Corte de Justicia de Inglaterra y Gales reconoció que éstos son una forma de "bien intangible" (*intangible property*), con base en un *test* de tres partes:

- (i) Existe un marco legal que confiere al titular de las EUA una exención respecto de una sanción (esto se refiere a la sanción por incumplimiento de metas de emisión)
- (ii) Las EUA son transferibles bajo el marco legal existente (es decir, son instrumentos transables bajo el Registro de la Unión Europea)

Las EUA tienen valor económico porque (a) pueden usarse para evitar sanciones y (b) existe un mercado activo para las mismas.

⁴⁴ Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo

⁴⁵ [2012] EWHC 10 (ch)

Anexo 2

1. Aspectos cambiarios, financiero y regulatorios

1.1 Situación actual - ausencia de derechos cambiarios

Las normas vigentes no contemplan la posibilidad de que un inversionista extranjero adquiera VERS. Si bien la regulación cambiaria no prohíbe en sí misma que cualquier no residente envíe recursos a Colombia para la compra de VERS o cualquier derecho inmaterial similar (o los entregue al vendedor de VERS en el exterior), la ausencia de derechos cambiarios reconocidos de manera expresa por la ley y la incertidumbre sobre la forma de canalizar a Colombia cualquier inversión de este tipo podría hacer poco atractivo para un extranjero adquirir VERS.

El Artículo 15 de la Ley 9 de 1991 establece las normas generales a las que debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular los cambios internacionales. El Artículo 15 de esta ley, al sentar las reglas generales de la inversión de capitales del exterior en el país y de las inversiones colombianas en el exterior, establece que:

Efectuada una inversión de capitales del exterior en el país en debida forma, el inversionista tendrá derecho para remitir al exterior las utilidades provenientes de la inversión y para reembolsar el capital invertido y las ganancias de capital, con sujeción a los límites y condiciones que señale el Gobierno Nacional.

Para este efecto, el régimen general de la inversión de capitales del exterior en el país y de las inversiones colombianas en el exterior es fijado por el Gobierno Nacional, en desarrollo de lo cual se señalan las modalidades, la destinación, forma de aprobación y las condiciones generales de estas inversiones.

En desarrollo de las potestades reglamentarias bajo la Ley 9 de 1991, el Gobierno emitió el Decreto 2080 de 2000, por el cual se expidió el *Régimen general de inversiones de capital del exterior en Colombia y de capital colombiano en el exterior*. Dicho régimen se encuentra ahora compilado en el Decreto 1068 de 2015 ("**Decreto 1068**").

El Artículo 2.17.2.2.4.1. del Decreto 1068 establece los derechos que el correcto registro de la inversión extranjera genera para todo inversionista:

La inversión de capitales del exterior, realizada en cumplimiento de las normas del presente título, da derecho a su titular para:

- (a) Reinvertir utilidades, o retener en el superávit las utilidades no distribuidas con derecho a giro;*
- (b) Capitalizar las sumas con derecho a giro, producto de obligaciones derivadas de la inversión;*

- (c) Remitir al exterior en moneda libremente convertible las utilidades netas comprobadas que generen periódicamente sus inversiones con base en los balances de fin de cada ejercicio social o con base en estos y el acto o contrato que rige el aporte cuando se trata de inversión directa, o con base en el cierre de cuentas del respectivo administrador cuando se trate de inversión de portafolio.
- (d) Remitir al exterior en moneda libremente convertible las sumas recibidas producto de la enajenación de la inversión dentro del país, o de la liquidación de la empresa o portafolio o de la reducción de su capital. (énfasis agregado)

Como seguridad adicional, el Artículo 2.17.2.2.4.2. del Decreto 1068 establece una garantía de derechos cambiarios para el inversionista del exterior:

Las condiciones de reembolso de la inversión y de la remisión de utilidades legalmente vigentes a la fecha del registro de la inversión del exterior, no podrán ser cambiadas de manera que afecten desfavorablemente al inversionista, salvo temporalmente cuando las reservas internacionales sean inferiores a tres (3) meses de importaciones. (énfasis agregado)

El Banco de la República ha resaltado la importancia de los derechos cambiarios, al opinar que

*En efecto, los derechos cambiarios, estimulan al inversionista a invertir sus capitales en Colombia al asegurarle que las condiciones en que efectuó la inversión se mantendrán y que puede remitir al exterior el capital y las utilidades.*⁴⁶

El Artículo 2.17.2.2.1.2. del Decreto 1068 establece que son inversiones de capital del exterior (a) la inversión directa y (b) la inversión de portafolio, y lista de manera taxativa los eventos en que se puede dar una y otra. El literal (a) de este artículo define qué se considera inversión directa:

- (a) *La adquisición de participaciones, acciones, cuotas sociales o aportes representativos del capital de una empresa o bonos obligatoriamente convertibles en acciones*
- (b) *La adquisición de derechos o participaciones en negocios fiduciarios celebrados con sociedades fiduciarias sometidas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia*
- (c) *La adquisición de inmuebles, directamente o mediante la celebración de negocios fiduciarios, o como resultado de un proceso de titularización inmobiliaria de un inmueble o de proyectos de construcción*
- (d) *Los aportes que realice el inversionista mediante actos o contratos, tales como los de colaboración, concesión, servicios de administración, licencia o aquellos que impliquen transferencia de tecnología, cuando ello no represente una participación en una sociedad y las rentas que genere la inversión para su titular dependan de las utilidades de la empresa*
- (e) *Las inversiones suplementarias al capital asignado de las sucursales;*
- (f) *Las inversiones en fondos de capital privado*

⁴⁶ Junta Directiva del Banco de la República. Concepto JDS-23617 del 4 de noviembre de 2011

El literal (b) de este artículo también establece que se considera inversión de portafolio la realizada en (a) valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores, (b) participaciones en carteras colectivas (hoy en día fondos de inversión colectiva) y (c) valores listados en los sistemas de cotización de valores del extranjero.

El Artículo 2.17.2.2.1.2. antes citado no menciona la adquisición de VERS, *commodities* (o *commodities* climáticos) o unidades de referencia de derechos de emisión de gases como tipos de inversión.⁴⁷ Esta ausencia normativa sería una fuente de preocupación para cualquier inversionista del exterior que pretendiera adquirir VERS, ya que dicho inversionista típicamente se enfrentaría con los siguientes problemas:

- (a) No existe claridad sobre si la inversión en VERS sería o no de obligatoria canalización a través del mercado cambiario colombiano,⁴⁸
- (b) No existe claridad sobre la forma cómo se debería remitir o canalizar a Colombia el precio de la adquisición de VERS (es decir, no hay claridad sobre el tipo de formulario del Banco de la República a utilizar o sobre la necesidad de aplicar o no algún registro),⁴⁹
- (c) No existe claridad acerca de la necesidad de contar o no con una sociedad vigilada por la Superintendencia Financiera de Colombia ("SFC") que actúe como "administrador" de la inversión, en los términos del Artículo 2.17.2.3.3.1. del Decreto 1068 (según se discute adelante),
- (d) Al no existir obligatoriedad de canalizar la inversión a través del mercado cambiario colombiano, no parece existir forma alguna de registrar una inversión de capital del exterior hacia Colombia (directa o de portafolio) por parte del comprador no residente de VERS y
- (e) Al no poder registrarse una inversión extranjera, el inversionista no contaría con el beneficio de reembolso de la inversión y de la remisión de utilidades provistos por la Ley 9 de 1991 y el Decreto 1068.

Si bien nada obsta para que un inversionista del exterior pueda fondear de manera directa a cualquier sociedad que adelante un proyecto que genere la emisión de VERS, sea mediante

⁴⁷ Bienes admisibles bajo el Artículo 1.4.5.3. de las Normas Reglamentarias de la BMC

⁴⁸ De conformidad con el Artículo 6 de la Resolución 8 del 2000 del Banco de la República, el mercado cambiario está constituido por la totalidad de las divisas que (a) deben canalizarse obligatoriamente por conducto de los intermediarios autorizados para el efecto o a través del mecanismo de compensación (b) no obstante estar exentas de esa obligación, se canalicen voluntariamente a través del mismo.

⁴⁹ Si bien el Formulario No. 5 (*Declaración de Cambio por Servicios, Transferencias y otros Conceptos*) permite registrar operaciones de cambio correspondientes a "otros conceptos", en nuestra experiencia el uso de esta opción a menudo es vista con sospecha por la autoridades.

aportes de capital, préstamos o donaciones, estas serían transacciones diferentes a las originadas en la compra de VERS.

1.2 Cambios propuestos

(a) Alternativa 1: tratar la compra de VERS como inversión de capital del exterior directa

(i) Normas a modificar

(A) Artículo 2.17.2.2.1.2. del Decreto 1068

Se agregaría un nuevo literal, así:

Artículo 2.17.2.2.1.2. Definiciones sobre inversiones de capital del exterior. Son inversiones de capital del exterior la inversión directa y la inversión de portafolio.

a) Se considera inversión directa: [...]

vii. La adquisición de commodities climáticos o unidades de referencia de derechos de emisión de gases inscritos en bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros commodities.

(ii) Partes involucradas y tiempos estimados

(A) Partes: Banco de la República, BMC y Gobierno Nacional

(B) Tiempo: indeterminado

(iii) Análisis

Bajo esta alternativa, se daría a los VERS el mismo tratamiento que a la inversión de capital del exterior directa, con lo cual aplicaría el registro automático de la inversión establecida en la Sección 7.2.1 de la Circular Reglamentaria Externa DCIN-83 del Banco de la República ("**Circular DCIN-83**") al momento de ser canalizada hacia Colombia a través de cualquier intermediario del mercado cambiario. El correcto registro de la inversión extranjera correspondería, en últimas, al inversionista en VER o a su apoderado en Colombia.

Esta forma de tratamiento de la compra de los VERS sería útil en particular para las emisiones iniciales de VERS en la BMC y en las cuales no se espera un mercado secundario activo (es decir, cuando los compradores de los VERS tengan vocación de mantenerlos).

Al contrario, esta forma de tratamiento sería menos práctica para escenarios en los que se espere mercados secundarios activos en vista de las inflexibilidades que los cambios de titulares de inversión extranjera directa generaría. Dado que la enajenación de los VER a cualquier comprador residente o no residente generaría la obligación, respectivamente, de cancelar el registro de inversión extranjera (en el caso de venta de la inversión a residentes)⁵⁰ o de registrar su sustitución (venta a otro no residente)⁵¹ mediante la presentación de solicitudes escritas al Departamento de Cambios Internacionales del Banco de la República en los términos de la Sección 7.2.1.4 de la Circular DCIN-83, el funcionamiento de un mercado secundario no sería eficiente.

Sin embargo, esta alternativa ofrece como beneficio que los cambios en la reglamentación cambiaria serían pocos y no sería necesario considerar las implicaciones que el tratamiento de la inversión como inversión de portafolio o como inversión en valores generarían (según se discute a más adelante).

- (b) Alternativa 2: tratar la compra de VERS como inversión de capital del exterior de portafolio
 - (i) Normas a modificar
 - (A) Artículo 2.17.2.2.1.2. del Decreto 1068

Se modificaría el literal (b), así:

⁵⁰ Sección 7.2.1.4(b) de la Circular DCIN-83: *La cancelación de la inversión extranjera deberá informarse por el inversionista o su apoderado al DCIN del BR mediante comunicación que deberá presentarse dentro de un plazo máximo de 12 meses contados a partir de la cancelación de la inversión, según lo indicado en el numeral 2 del Anexo No. 9 de esta Circular. [...] La comunicación para la cancelación del registro debe ser presentada por el inversionista o su apoderado al DCIN del BR, e incluirá la siguiente información: NIT de la empresa receptora, NIT o código del inversionista, motivo de la cancelación indicando los actos o documentos mediante los cuales se verificó la misma, la fecha de la cancelación, el número de acciones o cuotas sociales y el valor en pesos de la cancelación. Sin perjuicio de lo anteriormente mencionado para la cancelación de inversión extranjera, cuando se trate de cancelaciones originadas en el cambio de titular de un activo fijo en que está representada la inversión a favor de un residente, para efectos fiscales, se deberá presentar el documento que acredite la declaración, liquidación y pago del impuesto que se genere por la respectiva operación conforme a la norma tributaria que así lo dispone.*

⁵¹ Sección 7.2.1.4(a) de la Circular DCIN-83: *Se entiende por sustitución el cambio de los titulares de la inversión extranjera por otros inversionistas extranjeros, así como el cambio en la destinación o en la empresa receptora de la inversión. La sustitución de la inversión extranjera deberá registrarse por el inversionista o su apoderado ante el DCIN del BR, con la presentación de una comunicación, dentro de un plazo máximo de 12 meses contados a partir de la fecha en que se efectúe la sustitución, según lo indicado en numeral 1 del Anexo No. 9 de esta Circular. Cuando se trate de la sustitución por cambio de los titulares de la inversión extranjera por otros inversionistas extranjeros, el registro deberá solicitarse por el inversionista cedente y cesionario o sus apoderados. La comunicación deberá contener el NIT de la empresa receptora, nombre y NIT o código del cedente, nombre y NIT o código y país del cesionario, número de acciones o cuotas sociales, la fecha de la cesión y el valor en pesos de la operación.*

Artículo 2.17.2.2.1.2. Definiciones sobre inversiones de capital del exterior. Son inversiones de capital del exterior la inversión directa y la inversión de portafolio. [...]

b) Se considera inversión de portafolio la realizada en:

i. valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores - RNVE,

ii. participaciones en fondos de inversión colectiva,

iii. valores listados en los sistemas de cotización de valores del extranjero y

iv. commodities climáticos o en unidades de referencia de derechos de emisión de gases inscritos en bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros commodities.

(B) Modificación alternativa - Artículo 2.17.2.3.3.1. del Decreto 1068

Como se explica más adelante, de manera suplementaria se podría considerar que los miembros de la BMC actuaran como administradores de las inversión de portafolio, para lo cual se agregaría referencia expresa a los miembros de las bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros *commodities*:

Toda inversión de capital del exterior de portafolio se hará por medio de un administrador. Solamente podrán serlo (a) las sociedades comisionistas de bolsa, las sociedades fiduciarias y las sociedades administradoras de inversión, sometidas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia y (b) los miembros de las bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros commodities sometidos a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia sólo respecto de valores, commodities climáticos y unidades de referencia de derechos de emisión de gases inscritos en bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros commodities. Estas entidades tendrán las siguientes obligaciones, sin perjuicio de las demás que deban cumplir de conformidad con las normas que las rigen: [...]

(C) Modificación de la DCIN-83

En adición a las modificaciones al Decreto 1068, sería necesario armonizar dichos cambios reglamentarios con las secciones 7.2 y 7.2.1 de la DCIN-83.

(ii) Partes involucradas y tiempos estimados

(A) Partes: Banco de la República, BMC y Gobierno Nacional

(B) Tiempo: indeterminado

(iii) Análisis

Una segunda alternativa es tratar la compra de VERS como inversión de capital del exterior de portafolio, lo cual bajo las normas actuales implicaría involucrar a las entidades vigiladas por las SFC como administradores de la inversión. En efecto, el artículo 2.17.2.3.3.1. del Decreto 1068 establece la obligación de que todo inversionista de portafolio cuente con un "administrador" de su inversión en Colombia:

Toda inversión de capital del exterior de portafolio se hará por medio de un administrador. Solamente podrán serlo las sociedades comisionistas de bolsa, las sociedades fiduciarias y las sociedades administradoras de inversión, sometidas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia. Estas entidades tendrán las siguientes obligaciones, sin perjuicio de las demás que deban cumplir de conformidad con las normas que las rigen: [énfasis agregado]

a) Las tributarias;

b) Las cambiarias;

c) Las de información que deba suministrar a las autoridades cambiaria o de inspección y vigilancia;

d) Las demás que señale la autoridad de inspección y vigilancia en ejercicio de sus facultades. [...]

El hecho de que exista ya una estructura legal y operativa para la canalización y registro de operaciones de inversión extranjera de portafolio y actores que se encarguen de manera profesional de los aspectos cambiarios, tributarios y regulatorios de la administración de la misma es, a todas luces, atractivo para un inversionista extranjero. Si se aplicara el tratamiento actual de la inversión de portafolio a la inversión en VERS, los compradores extranjeros de VERS podrían valerse de sus administradores de inversión de portafolio para los registros de cambios internacionales, la aplicación de retenciones y/o el cumplimiento de obligaciones tributarias formales (si aplicaran) y la preparación de respuestas a cualquier inquietud que las autoridades tuvieran.⁵² Igualmente, dichos administradores podrían encargarse de las cancelaciones y sustituciones de la

⁵² Dado que las sociedades fiduciarias y las sociedades de administración de inversión no son intermediarios del mercado cambiario, sería necesario que el administrador de la inversión se apoye en cualquier intermediario del mercado cambiario.

inversión extranjera, sin que fuera necesario para ello enviar comunicaciones escritas al Banco de la República.⁵³

Sin embargo, si se llegara a involucrar entidades vigiladas como administradores de la inversión en VERS, se agregaría complejidad y costos al proceso. Por un lado, las sociedades comisionistas de bolsa, las sociedades fiduciarias y las sociedades administradoras de inversión no parecen estar en la actualidad familiarizadas con los mercados de *commodities* de la BMC ni con los VERS u otros productos ambientales similares⁵⁴ ni conocer como opera el *Markit Environmental Registry* (o algún otro registro similar que registraría las emisiones de VER), lo cual podría hacerlas reacias a prestar sus servicios de administración de inversiones a los potenciales compradores de VERS. Para involucrar de manera exitosa a las sociedades comisionistas de bolsa, las sociedades fiduciarias y las sociedades administradoras de inversión al mercado de VER sería necesaria una activa labor de promoción por parte de la BMC y las autoridades.

Por otro lado, el necesario involucramiento de administradores de inversión de portafolio incrementaría los costos de la inversión de cualquier inversionista extranjera ya que dicho inversionista debería sufragar, en adición de las comisiones usuales de las sociedades comisionistas miembros de la BMC (las cuales seguirían cumpliendo la labor de canalizar las órdenes de compra y venta), los honorarios por la prestación de los servicios de administración de la inversión de portafolio.

Finalmente, también sería necesario considerar los costos que el intermediario del mercado cambiario que canalizara la inversión cobraría (si dicha actividad de intermediación no fuera prestada también por el administrador de la inversión de portafolio).

Bajo este esquema, habría entonces tres actores diferentes en el manejo de la inversión extranjera de portafolio:

- (a) Sociedad comisionista de bolsa / sociedad fiduciaria / sociedad de administración de inversiones:

⁵³ Bajo el sistema actual, establecido por la Sección 7.2.2. de la Circular DCIN-83, el egreso de divisas por concepto de utilidades y rendimientos de la inversión se debe canalizar con el Formulario No. 4 (*Declaración de Cambio por Inversiones Internacionales*) utilizando el numeral cambiario 2073 (*Utilidades y rendimientos de la inversión extranjera directa y de portafolio*). El retorno de la inversión debe canalizarse también con el Formulario No. 4 y el numeral cambiario 4561 (*Retorno de inversión de capital del exterior de portafolio*). El uso de este último numeral denota el egreso de divisas por la liquidación total o parcial de la inversión de capital del exterior de portafolio (con inclusión de las ganancias por variaciones en precios) y es interpretado por el Banco de la República como la cancelación de la inversión de capital del exterior de portafolio.

⁵⁴ En adición, parecería también necesario que tales entidades modificaran sus estatutos y reglamentos internos para poder prestar servicios relacionados con VERS.

Responsable de la administración de la inversión extranjera de portafolio, en los términos del Artículo 2.17.2.3.3.1. del Decreto 1068.

(b) Miembros de la BMC:

Responsables de recibir y canalizar a los sistemas de negociación de la BMC las órdenes de compra y venta del inversionistas, en los términos del Reglamento y la Circular Única de la BMC.

(c) Intermediario del mercado cambiario

Responsable de canalizar a través del mercado cambiario todos los flujos de divisas correspondientes a la inversión extranjera de portafolio, en los términos del Artículo 7(3) de la Resolución 8 de 2000 del Banco de la República (cuando el administrador de la inversión de portafolio no asumiera esta labor).

Con el fin de reducir costos para el inversionista, podría plantearse también modificar el Decreto 1068 con el fin de que los miembros de la BMC pudieran desarrollar la actividad de administradores de inversión de capital del exterior de portafolio sólo respecto de los *commodities* climáticos y unidades de referencia de derechos de emisión de gases inscritos en bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros *commodities*. El cambio del Decreto 1068 propuesto está mencionado en el punto (i)(B) anterior. Como complemento de lo anterior, parecería conveniente ajustar el Artículo 2.11.1.2.3 del Decreto 2555 (donde se describe las "otras actividades" que pueden desarrollar los miembros de la BMC) con el fin de incluir la autorización expresa al desarrollo de actividades de administración de inversión extranjera de portafolio.

Toda modificación al Decreto 1068 requeriría de una labor sustancial de explicación y de promoción ante la Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera y el Ministerio de Hacienda y Crédito Público en general.

(c) Alternativa 3: estructurar los VERS como derecho fiduciarios inscritos de manera automática en el RNVE y tratar su compra como inversión de capital del exterior de portafolio

Bajo esta alternativa se aprovecharía el hecho de que el Decreto 2555 de 2010 otorga el beneficio de registro automático de los certificados fiduciarios en el Registro Nacional de Valores y Emisores ("RNVE") que se negocien a través de las bolsas de productos agropecuarios, agroindustriales o de otros *commodities*, con lo cual su compra por parte de no residentes podría tratarse como inversión de portafolio sin modificar el Decreto 1068.

(i) Descripción

El Artículo 5.2.2.1.7 del Decreto 2555 de 2010 establece que se entienden inscritos en el RNVE, y autorizada su oferta pública, los certificados fiduciarios emitidos con cargo a patrimonios autónomos conformados con productos agropecuarios, agroindustriales o de otros *commodities*, que se negocien a través de las bolsas de productos agropecuarios, agroindustriales o de otros *commodities*. Para ello, deben cumplir con los siguientes requisitos:

- (a) La mención de ser "certificado fiduciario con subyacente agropecuario, agroindustrial u otros *commodities*".
- (b) La designación de un operador logístico, el lugar del depósito, la sociedad fiduciaria vocera del patrimonio autónomo y la fecha de expedición del documento.
- (c) Una descripción pormenorizada de los productos o *commodities* que integran el fideicomiso, con todos los datos necesarios para su identificación, o la indicación de que se trata de bienes genéricamente designados.
- (d) La constancia de haberse celebrado el contrato de fiducia mercantil irrevocable, la duración del mismo y la estimación del valor del patrimonio autónomo y
- (e) La mención de las tarifas que por concepto de honorarios deban pagarse a la sociedad fiduciaria y de las demás comisiones y gastos a cargo del fideicomiso.

Para efectos de su inscripción en el RNVE, la BMC debería informar a la SFC acerca del cumplimiento de estos requisitos y de los demás requisitos establecidos en los reglamentos aprobados por dicho organismo para la inscripción y negociación de los certificados en estos escenarios bursátiles.

La inscripción automática y la autorización de oferta pública se entendería efectuada por el plazo del respectivo contrato de fiducia mercantil.

Por otro lado, el Artículo 1.4.1.2. de las Normas Reglamentarias de la BMC establece que el Sistema de Inscripción de la Bolsa incluye el registro de "títulos" y que el objeto de los registros así como las especies que deban estar inscritos en cada uno de ellos se sujeta a lo establecido en dichas normas para cada uno de los registros.

El Artículo 1.4.3.1. de las Normas Reglamentarias establece que se entiende por "título" todo documento que represente derechos derivados de contratos de fiducia mercantil y que no corresponda a valores emitidos en procesos de titularización ("**Título**").

Con base en el Artículo 5.2.2.1.6 del Decreto 2555 de 2010 y la autorización del Reglamento de la BMC antes mencionada, parecería factible que además de la posibilidad de transar los VER como unidades de referencia de derechos de emisión de gases o como *commodities* climáticos, también se pudiera hacerlo mediante Títulos derivados de contratos de fiducia mercantil (siempre que no correspondieran a valores emitidos en procesos de titularización⁵⁵).

(ii) Análisis

La estructuración de la venta de VERS como certificados fiduciarios o Títulos generaría la ventaja de que, al estar registrados de manera automática en el RNVE, su tratamiento cambiario quedaría claro a la luz del Decreto 1068 de 2015, al considerarse inversión extranjera de portafolio.⁵⁶ Según comentamos en el punto 1.2(b), el registro de la inversión extranjera y su posterior cancelación se llevaría a cabo a través de cualquier intermediario del mercado cambiario, de manera automática, mediante la presentación de los respectivos formularios No. 4. Los administradores de la inversión se encargarían del cumplimiento de las obligaciones tributarias, cambiarias, información a las autoridades y las demás que señalara la autoridad de inspección y vigilancia en ejercicio de sus facultades.

Para que este esquema fuera viable, sería necesario primero que alguna sociedad fiduciaria colombiana creara un patrimonio autónomo por cada proyecto generador de VER, tras lo cual el titular de los VER (por ejemplo, el promotor o dueño del proyecto) aportaría a título de fiducia mercantil los VER y todos sus derechos sobre los mismo (para este fideicomitente el patrimonio autónomo liberaría derechos fiduciarios).⁵⁷

⁵⁵ De manera preliminar, no parecería viable transar los VER como parte de una titularización ya que bajo tal escenario sería necesario cumplir con los requisitos para el registro de toda titularización establecidos por el Artículo 1.4.2.1.4. del Decreto 2555, los cuales no parecen factibles de cumplir para los VER ya que los mismos no son títulos que generen flujos de fondos, elemento característico de toda titularización.

⁵⁶ Bajo el Artículo 2.17 .2.2.1.2.(a)(2) del Decreto 1068, también se considera como inversión extranjera la adquisición de derechos o participaciones en negocios fiduciarios celebrados con sociedades fiduciarias sometidas a la inspección y vigilancia de SFC. Con base en esta norma, también podría plantearse la opción de estructurar la emisión de VERS como derechos fiduciarios que no estuvieran registrados en el RNVE (en cuyo caso tendrían el tratamiento descrito en la Sección 1.2(a)). Sin embargo, sería necesario antes verificar con la SFC que la emisión de derechos fiduciarios registrados en la BMC no genera necesariamente el registro de los mismos en el RNVE.

⁵⁷ Este cambio de titular de los VER del dueño inicial al patrimonio autónomo debería ser informado al Markit Group Limited, en los términos de la Sección 7 de los *Terms and Conditions* del *Markit Environmental Registry*.

Una vez aportados los VER, el patrimonio autónomo emitiría unidades de participación sobre el patrimonio autónomo, los cuales sería objeto de emisión y posterior transacción. El precio pagado por los compradores sería entregado al fideicomitente (en reconocimiento de los derechos generados por su aporte al patrimonio autónomo).

Si bien este esquema es jurídicamente viable, vemos algunas inflexibilidades inherentes que podrían hacerlo menos atractivo.

Como primera medida, sería necesario que cada promotor / dueño de proyectos generadores de VER negociara con una sociedad fiduciaria un contrato de fiducia mercantil. Esto agregaría tiempo, costos y complejidad al proceso. Si se trabajara con una fiduciaria en particular podría lograrse cierto nivel de estandarización y eficiencia en la negociación e implementación de los contratos. Sin embargo, no puede descartarse el riesgo de que cada proyecto en particular requiriera varias rondas de negociación (en particular en los primeros proyectos, mientras se desarrolla el suficiente conocimiento por parte del mercado en la estructuración de proyectos con VER).

Por otro lado, utilizar una fiduciaria generaría, como mínimo, los costos de estructuración de la fiducia (redacción y negociación de contrato, vinculación del fideicomitente como cliente de la fiduciaria, etc.) y la comisión fiduciaria que éstas usualmente cobran. Si estos costos se cargaran al comprador de los VER, el incentivo económico podría verse afectado.

El Parágrafo del Artículo 5.2.2.1.7 del Decreto 2555 de 2010 establece que las sociedades fiduciarias administradoras de patrimonios autónomos emisores de certificados fiduciarios que se negocien por conducto de una bolsa de productos agropecuarios, agroindustriales o de otros *commodities* deben llevar un libro de registro independiente en el cual se inscriban los certificados emitidos en orden cronológico y de manera discriminada por tipos de productos o *commodities* representados, así como su plazo, valor del patrimonio autónomo con cargo al cual se expiden, participación representada en el certificado, los traspasos que se hayan realizado en desarrollo de la negociación en la respectiva bolsa y los demás que se requieran de conformidad con los reglamentos de dicha bolsa. Este es un servicio que las sociedades fiduciarias cobrarían (o que de alguna manera se reflejaría en un mayor valor de la comisión fiduciaria).

Finalmente, en cumplimiento de las normas sobre implementación de Sistemas de Administración del Riesgo de Lavado de Activos y Financiación del Terrorismo, según las instrucciones de la Circular Básica Jurídica de la Superintendencia Financiera, las sociedades fiduciarias deben aplicar procesos para llevar a cabo un

efectivo, eficiente y oportuno conocimiento de los clientes, así como la verificación de la información suministrada y sus correspondientes soportes, atendiendo como mínimo los requisitos reglamentarios (según se vean reflejados en los manuales de cada sociedad fiduciaria). Por lo tanto, para que los compradores de los VER emitidos por el patrimonio autónomo pudieran adquirir la emisión, sería necesario primero su vinculación como "clientes" de la fiduciaria. Este proceso quedaría supeditado en últimas a la agilidad de los procesos administrativos de la fiduciaria y la atención que a los mismos prestaran los compradores (el cual podría ser particularmente lento en el caso de compradores extranjeros). Posteriormente, si se pensara en un mercado secundario de los títulos fiduciarios, la necesidad de tener que estar vinculando como "clientes" de la fiduciaria a los nuevos compradores podría hacer poco eficiente operar como una verdadera plataforma transaccional.

Toda vez que las sociedades comisionistas miembros de la BMC tienen la obligación de prevenir que las actividades propias de su objeto sean utilizadas para dar apariencia de legalidad a los activos provenientes de actividades delictivas o para la canalización de recursos hacia la realización de actividades terroristas, deben contar con procedimientos para obtener un conocimiento efectivo, eficiente y oportuno de todos los clientes actuales y potenciales, así como para verificar la información y los soportes de la misma, para lo cual deben obtener de su cliente potencial un formulario de solicitud de vinculación de cliente debidamente diligenciado.⁵⁸ Con base en esta obligación, podría plantearse un esquema de vinculación del cliente a cargo de la sociedad comisionista que fuera aceptado por la fiduciaria para efectos de agilizar la "vinculación" de "clientes" compradores.

(iii) Calificación como valor como consecuencia del registro en el RNVE

El hecho de que el Artículo 5.2.2.1.7 del Decreto 2555 de 2010 permita que los certificados fiduciarios emitidos con cargo a patrimonios autónomos conformados con productos agropecuarios, agroindustriales o de otros *commodities* que se negocien a través de las bolsas de productos agropecuarios, agroindustriales o de otros *commodities* tengan el derecho a registro automático en el RNVE y esté autorizada su "oferta pública" sugiere que dichos certificados o Títulos sería calificados como valores por ese solo hecho y recibir el tratamiento de tales.

Este argumento podría verse reforzado por el hecho de que el Artículo 7(a) de la Ley 964 de 2005 sugiere que el RNVE es un registro exclusivo para "valores", al establecer que el RNVE tiene por objeto inscribir las clases y tipos de valores, así

⁵⁸ Normas Reglamentarias de la BMC, Artículo 4.1.1.2.

como los emisores de los mismos y las emisiones que estos efectúen, y certificar lo relacionado con la inscripción de dichos emisores y clases y tipos de valores.

La calificación de los derechos fiduciarios y Títulos como "valores" tendría como consecuencia la aplicación de las normas sobre mercado público de valores. El Artículo 3 de la Ley 964 de 2005 establece que son "actividades del mercado de valores" las siguientes (entre otras):

- (a) la intermediación de valores,
- (b) el depósito y la administración de valores,
- (c) la administración de sistemas de negociación o de registro de valores y
- (d) la compensación y liquidación de valores.

Las entidades que realicen cualquiera de las actividades señaladas en dicho artículo están sujetas a supervisión, lo que significa que sólo entidades vigiladas por la SFC podrían desarrollar tales actividades.

A continuación comentamos acerca de cada una de las actividades que caería bajo la órbita de la regulación de valores si los derechos fiduciarios o Títulos calificaran como valores como consecuencia de su inscripción en el RNVE.

(A) Intermediación de valores

El Artículo 7.1.1.1.2 del Decreto 2555 establece que las siguientes actividades son "intermediación" de valores:

- (i) Las operaciones ejecutadas en desarrollo del contrato de comisión para la adquisición o enajenación de valores inscritos en el RNVE y las operaciones de adquisición y enajenación de tales valores ejecutadas en desarrollo de contratos de administración de portafolios de terceros y de administración de valores,
- (ii) Las operaciones de corretaje sobre valores inscritos en el RNVE,
- (iii) Las operaciones de adquisición y enajenación de valores inscritos en el RNVE ejecutadas por sociedades comisionistas de bolsa de valores (en su calidad de administradoras de carteras colectivas y de fondos de inversión de capital extranjero), sociedades fiduciarias (en su calidad de administradoras de carteras

colectivas, de fondos de pensiones voluntarias y de fondos de inversión de capital extranjero), sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías (en su calidad de administradoras de fondos de pensiones obligatorios, de fondos de pensiones voluntarias y de fondos de cesantía), compañías de seguros (en su calidad de administradoras de fondos de pensiones voluntarias) y sociedades administradoras de inversión (en su calidad de administradoras de carteras colectivas),

- (iv) Las operaciones de colocación de valores inscritos en el RNVE en las cuales el intermediario colocador garantice la totalidad o parte de la emisión o adquiera la totalidad o parte de los valores de la misma por cuenta propia, para colocarlos posteriormente en el mercado y las operaciones de colocación de valores al mejor esfuerzo y
- (v) Las operaciones de adquisición y enajenación de valores inscritos en el RNVE efectuadas por cuenta propia y directamente por los afiliados a un sistema de negociación de valores o a un sistema de registro de operaciones sobre valores.

Igualmente, es importante considerar que el Artículo 7.1.1.1.3 del Decreto 2555 establece que la asesoría de cualquier naturaleza para la adquisición o enajenación de valores inscritos en el RNVE se considera también operación de intermediación de valores y solamente puede ser realizada por entidades sometidas a la inspección y vigilancia de la SFC, a través de personas naturales que expresamente autorice para el efecto y que se encuentren inscritas en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores.

En general, las anteriores operaciones podrían ser desarrolladas por las sociedades comisionistas de bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros *commodities* (con excepción de las operaciones del punto (iv) anterior), con base en el Artículo 2.11.1.2.2 y siguientes del Decreto 2555 que establece que los miembros de estas bolsas pueden desarrollar las siguientes actividades:

- (i) contratos de comisión y corretaje para la compra y venta de bienes, productos y servicios agropecuarios, agroindustriales o de otros *commodities*, títulos, valores, derivados, derechos y contratos con origen o subyacente en tales bienes, productos y servicios que se negocien por conducto de esas bolsas,

- (ii) operaciones por cuenta propia en los mercados primario y secundario (siempre y cuando obtengan de manera previa autorización de la SFC para ejercer dicha actividad),
- (iii) administración de valores con subyacente agropecuario, agroindustrial o de otros *commodities*,
- (iv) asesoría en actividades relacionadas con el mercado propio de las bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros *commodities*⁵⁹ y
- (v) celebración de contratos de liquidez.

(B) Depósito y administración de valores

Con el fin de que la transacción de VERS estructurados como derechos fiduciarios o Títulos fuera lo más eficiente posible, sería necesario que fueran desmaterializados. Esto implicaría la contratación de un servicio de depósito de valores, en los términos del Artículo 2.14.3.1.1 y siguientes del Decreto 2555.

En la actualidad, el único depósito centralizado de valores que parecería poder prestar este servicios sería DECEVAL S.A. En adición a los retos propios de la familiarización de DECEVAL con la naturaleza de los certificados / Títulos y su subyacente de VERS, la contratación de estos servicios aumentaría el costo del esquema.

Respecto de la administración de valores, si bien en el mercado colombiano la práctica usual es que la administración sea desarrollada también por el mismo depósito centralizado de valores, podría encargarse a un persona diferente de éste.⁶⁰ Esta actividad podría ser desarrollada por los miembros de las bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros *commodities* a la luz del Artículo 2.11.1.5.1 del Decreto 2555, previa autorización de la SFC y con sujeción a las condiciones previstas en dicho decreto.

⁵⁹ Bajo el Artículo 2.11.1.6.2 del Decreto 2555, las labores de asesoría incluyen las siguientes modalidades: (a) asesoría en ingeniería financiera dirigida a empresas del sector agropecuario, agroindustrial o de otros *commodities*, 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 y (b) asesoría en programas de inversión relacionados con el sector agropecuario, agroindustrial o de otros *commodities*. Estas modalidades serían relevantes en la estructuración de emisiones de VER.

⁶⁰ Por ejemplo, ver Artículo 2.14.4.1.5 del Decreto 2555, el cual se refiere a los casos en que el depósito centralizado de valores no tenga la administración de los valores depositados.

(C) Administración de sistemas de negociación o de registro de valores

El Artículo 2.15.1.1.2 del Decreto 2555 establece que la administración de sistemas de negociación de valores y de sistemas de registro de operaciones sobre valores sólo puede ser desarrollada por las entidades sometidas a inspección y vigilancia de la SFC, que se encuentren habilitadas para el efecto y que hayan sido autorizadas previa y expresamente por esta entidad respecto de los sistemas que pretenda administrar, de conformidad con las disposiciones de dicho decreto.

Como complemento de esto, el Artículo 2.15.1.2.1 del Decreto 2555 autorizó a las bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales y de otros *commodities*, como la BMC, a administrar sistemas de negociación y registro de operaciones sobre valores, siempre que el subyacente corresponda a bienes y productos agropecuarios y agroindustriales y *commodities*. En el caso de la negociación de derechos fiduciarios / Títulos se cumpliría esta obligación.

(D) Compensación y liquidación de valores

El Artículo 2.15.1.1.7 establece la regla de que todas las operaciones sobre valores realizadas en un sistema de negociación de valores o registradas en un sistema de registro de operaciones sobre valores deben ser compensadas y liquidadas por el mecanismo de entrega contra pago en los sistemas de compensación y liquidación autorizados, salvo las excepciones contenidas en los reglamentos autorizados por la SFC. Toda vez que los derechos fiduciarios / Títulos reflejarían VERS ya emitidos y existentes, sería posible cumplir con la regla de "entrega contra pago".

La administración del sistema de compensación y liquidación implica la adopción de un reglamento que cumpla con el contenido y reglas del Artículo 2.12.1.1.2 del Decreto 2555. Bajo esta norma, dicho reglamento debe tener al menos lo siguiente:

- (i) Características básicas del sistema de compensación y liquidación;
- (ii) Participantes autorizados, criterios de acceso aplicables y mecanismos de solución de controversias;
- (iii) Los criterios de acceso para los participantes, que deben ser objetivos, públicos, equitativos, transparentes y basados en

- consideraciones legales o de prevención y mitigación de los riesgos de crédito, legal, de liquidez, operativo y sistémico;
- (iv) Esquemas y mecanismos que garanticen una información clara, transparente y objetiva a los participantes, incluyendo aquella que les permita identificar los riesgos en que incurren al utilizar el sistema;
 - (v) Tipos de órdenes de transferencia que podrán ser recibidas y aceptadas por dicho sistema, los mecanismos establecidos para su compensación y los activos que se utilizarán para su liquidación;
 - (vi) El procedimiento y los requisitos o controles de riesgo que deberán cumplir las órdenes de transferencia enviadas al sistema para considerarse aceptadas;
 - (vii) El deber que tienen los participantes de disponer de los recursos y valores suficientes para garantizar la liquidación de las órdenes de transferencia aceptadas;
 - (viii) El deber de la entidad administradora y de los participantes de contar con planes de contingencia, de continuidad del negocio y de seguridad informática, para garantizar la continuidad de su operación en el sistema de compensación y liquidación;
 - (ix) Las obligaciones y responsabilidades de la entidad administradora del sistema de compensación y liquidación y de sus participantes;
 - (x) Los estándares operativos y técnicos con que cuenta la entidad administradora del sistema, así como aquellos que deberán tener los participantes del mismo, incluyendo los procedimientos de contingencia y de continuidad del negocio, capaces de permitir el procesamiento y la terminación de la compensación y liquidación oportunamente;
 - (xi) El manejo de la confidencialidad y la provisión de información a los participantes.
 - (xii) Igualmente, los compromisos que adquiere la entidad administradora para proteger la información recibida y prevenir su modificación, daño o pérdida;

- (xiii) La política general en materia de cobro de comisiones a los participantes por la utilización del servicio, y los mecanismos de información a los participantes sobre las mismas;
- (xiv) Reglas y procedimientos para asegurar que la confirmación de las órdenes de transferencia de dinero o valores ocurra tan pronto como sea posible después de celebrada la respectiva operación y, en todo caso, el mismo día de esta ($t + 0$), excepto cuando el cliente final sea un participante indirecto persona jurídica del exterior autorizada en los términos del Artículo 2.11.1.1.3 del Decreto 2555, en cuyo caso la confirmación podrá realizarse al día hábil siguiente ($t+1$), y
- (i) Mecanismos para la liquidación de las operaciones de sus participantes en cuentas de depósito en el Banco de la República y en cuentas de Títulos en los depósitos centralizados de valores.

El Libro Sexto del Reglamento de la BMC contiene el *Sistema de compensación y liquidación de las operaciones celebradas a través de la BMC*. El Artículo 6.1.1.1. de dicho reglamento establece que tratándose de la compensación y liquidación de operaciones sobre valores, la BMC debe tener en cuenta lo dispuesto en la Parte 2 del Libro 12 del Decreto 2555. Sin perjuicio de que fuera necesario efectuar ajustes futuros en este reglamento, en principio parecería viable que este sistema se aplicara a la negociación de derechos fiduciarios /Títulos con subyacente de VERS.

2. Aspectos tributarios

2.1 Situación actual

Para efectos de realizar el análisis tributario pertinente para la negociación de VERS en Colombia es necesario partir de la premisa de que actualmente no existe ninguna disposición expresa que haga referencia a los mismos. Sin perjuicio de lo anterior, es posible aplicar normas tributarias existentes a dicha negociación.

Ahora, si lo que se quisiera lograr es eficiencias tributarias que incentiven la inversión en proyectos ("**Proyectos**") de reducción de gases de efecto invernadero ("**GEI**") y la posterior negociación de VERS, es necesario verificar cada paso de la negociación, para identificar los posibles cambios en la normatividad tributaria que se requerirían para este mercado voluntario de *commodities*.

Teniendo en cuenta lo anterior, a continuación presentamos nuestro análisis, en el cual discriminamos las diversas etapas de una típica transacción, a saber: (a) inversión en proyectos de reducción de GEI y (b) transacción de VERS, y dentro de este último las implicaciones tributarias tanto de los compradores y vendedores como de la BMC.

2.2 Inversión en proyectos

(a) Impuesto sobre la renta

- (i) Desde el punto de vista de la inversión, el tipo de beneficio tributario más apropiado parece ser de la deducción. Si bien existen otros beneficios que podrían considerarse más atractivos, como un crédito fiscal, lo cierto es que la aplicación de este tipo de beneficios hoy se limita a créditos por impuestos pagados.⁶¹
- (ii) Las deducciones son aquellas erogaciones que son depuradas de la renta bruta para efectos de determinar la renta líquida (sobre la cual se aplicarán las tarifas correspondientes). Desde el punto de vista financiero, una deducción implica la recuperación del gasto multiplicado por la tarifa, vía un menor valor del impuesto a pagar. Si las deducciones son mayores que los ingresos, pueden generar pérdidas fiscales, que en Colombia no tienen límite para su aprovechamiento, ni en monto ni en el tiempo.⁶² Existe ya en nuestra legislación una deducción que podría ser aplicada a la inversión en Proyectos.
- (iii) El Artículo 158-2 del Estatuto Tributario ("ET")⁶³ establece la "*deducción por inversiones en control y mejoramiento del medio ambiente*". Así, el 100% de las inversiones directas realizadas en control y mejoramiento del medio ambiente pueden ser deducidas del impuesto de renta del contribuyente.⁶⁴ Téngase en cuenta que esta deducción no aplica para el impuesto sobre la renta para la equidad ("CREE").
- (iv) Dentro de las inversiones que califican para tomar esta deducción se encuentran las inversiones realizadas en proyectos de reducción de emisiones atmosféricas con resultados medibles y verificables.

Sin embargo, para lograr que el beneficio sea aplicado a los Proyectos bajo análisis consideramos que deberían superarse las siguientes ineficiencias:

⁶¹ Artículos 258-1, 258-2 y 254 del ET

⁶² Artículo 147 del ET

⁶³ Reglamentado a través del Decreto 3172 de 2003

⁶⁴ Sin embargo la deducción no puede ser superior al 20% de la renta líquida del contribuyente antes de tomar la deducción.

- (A) Bajo las normas actuales, se aplica un régimen de "autorización previa", por lo que la obtención de las certificaciones necesarias para su aplicación implica costos y tiempo. Así las cosas, actualmente se requiere que antes de la declaración de renta se cuente con la certificación de la autoridad ambiental. No es un trámite ágil.
- (B) La deducción no puede superar el 20% de la renta líquida del contribuyente, determinada antes de restar el valor de la inversión. Por lo tanto, si el inversionista no logra deducir el valor total de su inversión debido a que este excede el 20% de su renta líquida, no podrá tomarse en años posteriores esta deducción.

Esta limitación implicaría potencialmente una dificultad en la recuperación efectiva de la inversión para aquellos contribuyentes sin ingresos o con ingresos bajos y además podría significar que un porcentaje de la inversión no se lograra deducir.

- (v) Teniendo en cuenta lo anterior, para que la deducción del Artículo 158-2 represente un beneficio real para los inversionistas, sugeriríamos lo siguiente:
 - (A) En contraposición a un régimen de autorización previa, se debería plantear un régimen de "revisión posterior" a la inversión. Es decir que se pueda aplicar la deducción sin necesidad de que la inversión o el Proyecto sean previamente certificados, sino que su correcta aplicación sea fiscalizada bajo las facultades y procedimientos hoy existentes para la DIAN.
 - (B) Podría buscarse eliminar el límite del 20% de la renta líquida del contribuyente, pues como lo mencionamos anteriormente, la regla actual haría inoqua la deducción para un inversionista sin o con pocos ingresos gravados. Adicionalmente, se podría agregar un párrafo al Artículo 158-2 que permita tomarse la deducción que no se logró tomarse en el año de la inversión, en años posteriores, tal como está prevista en el Párrafo 4 del Artículo 158-1 del ET.⁶⁵

Así, se agregaría un Párrafo al Artículo 158-2 del ET del siguiente tenor:

⁶⁵ "Párrafo 4. Cuando el beneficio supere el valor máximo deducible en el año en que se realizó la inversión o la donación, el exceso podrá solicitarse en los años siguientes hasta agotarse, aplicando el límite del cuarenta por ciento (40%) a que se refiere el inciso primero y el párrafo primero del presente artículo."

Parágrafo 1º- Cuando el beneficio supere el valor máximo deducible en el año en que se realizó la inversión o la donación, el exceso podrá solicitarse en los años siguientes hasta agotarse, aplicando el límite del 20% a que se refiere el inciso segundo del presente artículo.

- (C) Existen deducciones en nuestra legislación tributaria que otorgan derecho a recuperar un monto mayor al invertido cuando se quiere incentivar la inversión en ciertos sectores que son de especial interés. Teniendo en cuenta que lo que se persigue es promover la inversión en este tipo de Proyectos, podría analizarse la posibilidad de solicitar la creación de una deducción, cuyo porcentaje de aplicación sea mayor a la inversión. A continuación describimos algunos beneficios ya existentes en la legislación colombiana, cuyos beneficios podría replicarse respecto de las inversiones en Proyectos.
- (1) Por ejemplo, los certificados de inversión o donación cinematográfica son aquellos certificados expedidos por el Ministerio de Cultura con ocasión de una donación o inversión realizada por contribuyentes del impuesto de renta en proyectos cinematográficos de producción o coproducción colombiana. Bajo este incentivo, los certificados deben ser expedidos para que el contribuyente pueda beneficiarse de la deducción del 165% establecida en el Artículo 16 de la Ley 814 del 2003.
 - (2) Otro beneficio comparable es el previsto en el Artículo 126-2 del ET. Dicha norma establece que las donaciones a la Corporación General Gustavo Matamoros D'Costa y a las fundaciones y organizaciones dedicadas a la defensa, protección y promoción de los derechos humanos y el acceso a la justicia generan el derecho a deducir el 125% del valor de la donación. También aplica para quienes realicen donaciones a organismos de deporte aficionado debidamente reconocidos y que sean entidades sin ánimo de lucro (como clubes deportivos, clubes promotores, comités deportivos, ligas deportivas, asociaciones deportivas, federaciones deportivas y el Comité Olímpico Colombiano).
 - (3) Adicionalmente existe la deducción prevista en la Ley 1715 de 2014 como incentivo a la generación de energías no convencionales, bajo la cual se puede deducir, por los 5 años siguientes al año gravable en que hayan realizado la inversión, el 50% del valor total de la inversión realizada.

- (4) En nuestra opinión, el objetivo que se busca con incentivar proyectos generadores de VERS y la inversión en éstos es un tema que podría fácilmente considerarse de interés, de una manera que se logre un beneficio tributario a la inversión, en un monto superior a la misma.
- (5) Para efectos de incluir un porcentaje mayor de deducción y omitir la autorización previa correspondiente, se requerirá de una modificación al artículo incluyendo el siguiente párrafo:

*Parágrafo 2º - Dentro de las inversiones que dan derecho a la deducción prevista en este artículo se encuentran las realizadas con ocasión de proyectos de reducción de gases de efecto invernadero que generen (a) commodities climáticos, (b) unidades de referencia de derechos de emisión de gases o (c) derechos o títulos fiduciarios cuyo subyacente sean reducciones de gases de efecto invernadero, siempre que estén inscritos en bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros commodities, las cuales prescindirán de la autorización prevista en el inciso primero del presente artículo. El valor a deducir por este tipo de inversiones será el **[PORCENTAJE MAYOR]** % de la inversión. Esta deducción no estará sometida al límite establecido en el inciso segundo del presente artículo.*

- (D) Por lo tanto, para la modificación del Artículo 158-2 del ET se requeriría de una reforma legislativa. Igualmente su reglamentación estaría a cargo del Gobierno.

Partes involucradas y tiempos estimados

- (1) Partes: BMC y Congreso y Gobierno Nacional.
 - (2) Tiempo: indeterminado.
- (b) Impuesto sobre las ventas ("IVA")
- (i) En materia de IVA, en nuestra opinión, existen exclusiones que serían aplicables a las inversiones en Proyectos, específicamente aquellas relacionadas con la importación de los bienes y equipos que serán utilizados para efectos de tales Proyectos.
 - (ii) Las exclusiones son hechos que encuadran dentro del hecho generador del IVA (venta de bienes muebles y prestación de servicios en el territorio nacional, así como la importación de bienes), pero que por expresa disposición legal se entienden como no gravados.

- (A) En el literal (f) del Artículo 428 del ET se establece que no genera IVA la importación de maquinaria o equipo destinados (i) a reciclar y procesar basuras o desperdicios, (ii) a la depuración o tratamiento de aguas residuales, emisiones atmosféricas o residuos sólidos, y (iii) a la recuperación de los ríos o el saneamiento básico para lograr el mejoramiento del medio ambiente,⁶⁶ siempre y cuando hagan parte de un programa que se apruebe por el Ministerio del Medio Ambiente.⁶⁷
- (B) Por lo tanto, no se requiere la creación de una norma que trate la importación de la maquinaria de los equipos destinados al desarrollo de Proyectos sino que se debe adecuar la reglamentación existente para facilitar la aplicación del Artículo 428 del ET.
- (C) Adicionalmente, el literal (i) del mismo artículo prevé que la importación de maquinaria y equipos destinados al desarrollo de proyectos o actividades que sean exportadores de certificados de reducción de emisiones de carbono y que contribuyan a reducir la emisión de los gases efecto invernadero y por lo tanto al desarrollo sostenible no causa IVA. Para que el presente literal resulte aplicable la transacción de VERS habría que modificarlo de la siguiente manera:⁶⁸
 - i) La importación de maquinaria y equipos destinados al desarrollo de proyectos o actividades que sean exportadores de (a) commodities climáticos, (b) unidades de referencia de derechos de emisión de gases o (c) derechos o títulos fiduciarios cuyo subyacente sean reducciones de gases de efecto invernadero, siempre que estén inscritos en bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros commodities, y que contribuyan a reducir la emisión de los gases efecto invernadero y por lo tanto al desarrollo sostenible.*
- (D) Al igual que la deducción del Artículo 158-2, se trata de un régimen de autorización previa. Por los mismos motivos señalados para la deducción consideramos que debería impulsarse un cambio normativo, en el reglamento para que su aplicación no necesite autorización previa sino que se someta a un régimen de revisión posterior.

⁶⁶ Sin embargo, para que esta exclusión aplica es necesario que la maquinaria no sea producida en el país. Adicionalmente se presenta la ineficiencia de requerir una autorización previa.

⁶⁸ Paralelamente debe modificarse expedirse una resolución que modifique la Resolución 978 de 2007 en el entendido de incluir a los VERS

2.3 Negociación de VERS

En relación con la negociación, consideramos que cualquier cambio normativo debería buscar ante todo beneficiar a quien compre un VER, negocie dicho título y obtenga un ingreso o renta. Así, aquello que reciba como contraprestación por la venta de VERS debería recibir un tratamiento amigable desde un punto de vista tributario.

En ese orden de ideas encontramos dos opciones contrarias a tener en cuenta: por un lado, clasificar el ingreso generado por la venta de los VERS como una renta exenta y por el otro, como un ingreso no constitutivo de renta ni ganancias ocasionales. Estas opciones son excluyentes, según explicamos a continuación.

(a) Rentas exentas

- (i) Se trata de rentas que por regla general se consideran gravadas, pero que por expresa disposición legal se consideran exoneradas del pago del tributo. Es decir, que por regla general serían considerados como parte de la base gravable pero que por alguna circunstancia especial se exoneran. Aun cuando se trata de rentas exentas, estas se deben incluir en la declaración de renta para efectos de ser restadas de la renta líquida ordinaria del año. Son *rentas*, es decir beneficios netos⁶⁹.

Las rentas exentas deben estar establecidas legalmente. Así, el Artículo 207-2 del ET ("*Otras rentas exentas*") establece cuáles rentas son consideradas exentas para efectos del impuesto de renta.

- (ii) Para el presente caso se requeriría de un numeral adicional al Artículo 207-2 del ET para que expresamente se establezca que las rentas obtenidas por la enajenación de los VERS se encuentran exentas siempre y cuando se cumplan con los correspondientes requisitos. Dentro de estos requisitos podría señalarse que sólo los VERS negociados en bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros *commodities* se considerarían renta exenta.

El numeral propuesto es el siguiente:

12. La utilidad generada en la venta de (a) commodities climáticos, (b) unidades de referencia de derechos de emisión de gases o (c) derechos o títulos fiduciarios cuyo subyacente sean reducciones de gases de efecto invernadero, siempre que todos los anteriores estén inscritos en bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros commodities.

⁶⁹ Se trata en realidad, de un régimen de diferimiento, porque no son trasladables al accionista. Es decir que cuando las rentas exentas son distribuidas a los accionistas a título de dividendo causan impuesto sobre la renta.

- (iii) Partes involucradas y tiempos estimados:
 - (A) Partes: BMC, Gobierno Nacional, Congreso de la República.
 - (B) Tiempo: indeterminado.
- (iv) Análisis
 - (A) Un cambio normativo en los términos antes descritos sería de especial relevancia para el vendedor de los VERS toda vez que la renta que se generara en la venta será considerada como renta exenta.
 - (B) Esta opción resultaría atractiva para quienes negocien los VERS en el mercado secundario.
 - (C) Sin embargo, si la persona o entidad que vende los VERS (y recibe una renta exenta) resulta ser la misma persona o entidad que invirtió en el Proyecto (según nuestros comentarios en la sección **Error! Reference source not found.** anterior), no podría tomarse como deducción lo invertido en el Proyecto como consecuencia de la prohibición establecida en el Artículo 177-1 del ET explicada en la sección 2.4 del presente documento.
 - (D) La persona que percibe dichos ingresos debe cumplir con los topes establecidos para el respectivo beneficio y debe cumplir con sus obligaciones formales. Así las cosas, deberá presentar declaración de renta a la luz de los artículos 592 y 593 del ET.
 - (E) Los pagos de rentas exentas no se someten a retención en la fuente.
 - (F) Finalmente, téngase en cuenta el beneficio de ser considerado como renta exenta nunca es trasladable a los socios de la persona jurídica ya que cuando se distribuyan los dividendos estos se encontrarán gravados.
- (b) Ingreso no constitutivo de renta ni ganancia ocasional ("INCRNGO")
 - (i) Los INCRNGO son ingresos que por norma general deberían ser parte de la renta bruta del contribuyente, pero que por considerarse no gravados no hacen parte de la base gravable del impuesto. En otras palabras, son los ingresos que por expresa disposición legal no se someten al impuesto sobre la renta ni ganancia ocasional. Sin embargo, aun cuando no hacen parte del ingreso gravable del contribuyente sí

deben ser incluidos en la declaración de renta en su casilla correspondiente para efectos informativos.

- (ii) Ya existen en la normatividad tributaria otros INCRNGO relacionados con la negociación de valores, que podrían tomarse como ejemplo para la negociación VERS. La enajenación de acciones establecida en el inciso 2 del Artículo 36-1 del ET, el cual establece lo siguiente:

De la utilidad obtenida en la enajenación de acciones o cuotas de interés social, no constituye renta ni ganancia ocasional, la parte proporcional que corresponda al socio o accionista, en las utilidades retenidas por la sociedad, susceptibles de distribuirse como no gravadas, que se hayan causado entre la fecha de adquisición y la de enajenación de las acciones o cuotas de interés social.

No constituyen renta ni ganancia ocasional las utilidades provenientes de la enajenación de acciones inscritas en una Bolsa de Valores Colombiana, de las cuales sea titular un mismo beneficiario real, cuando dicha enajenación no supere el diez por ciento (10%) de las acciones en circulación de la respectiva sociedad, durante un mismo año gravable.

Dicho inciso explica que la venta de acciones inscritas en una bolsa de valores colombiana no genera renta o ganancia ocasional para efectos fiscales siempre y cuando no se trate de mas del 10% de las acciones en circulación.

- (iii) En nuestra opinión podría estructurarse un beneficio similar para la negociación de VERS.

Así, se agregaría un nuevo Artículo 36-5 al ET en el siguiente sentido:

Artículo 36-5. Utilidad en la venta de commodities climáticos. Para todos los efectos tributarios, el ingreso percibido por la venta de (a) commodities climáticos, (b) unidades de referencia de derechos de emisión de gases o (c) derechos o títulos fiduciarios cuyo subyacente sean reducciones de gases de efecto invernadero, siempre que todos los anteriores estén inscritos en bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros commodities, no constituye renta ni ganancia ocasional.

- (iv) Partes involucradas y tiempos estimados

(A) Partes: BMC, Gobierno Nacional, Congreso de la República.

(B) Tiempo: indeterminado.

- (v) Análisis

- (A) Cuando se trate de INCRNGO, la persona que percibe dichos ingresos debe cumplir con los topes establecidos para el respectivo beneficio y debe cumplir con sus obligaciones formales. Así las cosas, deberá presentar declaración de renta a la luz de los artículos 592 y 593 del ET.
- (B) Los pagos de INCRNGO no se someten a retención en la fuente.
- (C) Por favor téngase en cuenta que el beneficio generado por INCRNGO, nunca es trasladable a los socios de la persona jurídica ya que cuando se distribuyan los dividendos estos se encontrarán gravados.
- (D) Al igual que las rentas exentas, los INCRNGO están sujetos al mismo límite establecido en el Artículo 177-1 del ET que pasaremos a explicar en la sección **Error! Reference source not found.** siguiente.
- (E) La diferencia práctica de clasificar el ingreso como renta exenta o como INCRNGO, y por lo cual resulta más atractivo implementar un beneficio de renta exenta, es que la renta exenta puede disminuir la base sobre la cual se aplican las tarifas del impuesto cuando se tributa sobre la renta presuntiva. Para ver la relevancia de esto, téngase en cuenta que se paga impuesto de renta sobre la renta presuntiva cuando su cálculo⁷⁰ resulta mayor a aquel de la renta líquida. Por lo tanto, en nuestra opinión, es más eficiente que el beneficio se establezca como una renta exenta.

2.4 Límites a los costos y deducciones

- (a) El Artículo 177-1 del ET establece un límite que obliga a optar por un solo beneficio de los planteados anteriormente. Así, dispone que *"para efectos de la determinación de la renta líquida de los contribuyentes, no son aceptables los costos y deducciones imputables a los ingresos no constitutivos de renta ni de ganancia ocasional ni a las rentas exentas"*. Esta norma significa que la deducción (o "sobre-deducción") que se prevea para las inversiones no podrá tomarse si son atribuibles a un INCRNGO o a una renta exenta.
- (b) Así las cosas, la persona que obtenga este ingreso (como renta exenta o como INCRNGO) no podrá ser la misma que se tomó la deducción por la inversión en el Proyecto.
- (c) Por lo tanto, dependerá en cada caso determinar qué alternativa (por un lado la renta exenta o INCRNGO o por el otro una deducción) resulta más beneficiosa.

2.5 Impuesto al Valor Agregado ("IVA")

⁷⁰ Será el 3% del patrimonio poseído al 31 de diciembre del año anterior.

- (a) En la transacción de los VERS, el IVA no se causaría ya que no se trata de venta de bienes corporales, sino de la transferencia de bienes intangibles (sea que se califique a los VERS como valores, derechos fiduciarios, Títulos, *commodities* climáticos o unidades de referencia de derechos de emisión de gases). Los intangibles son definidos como bienes inmateriales, representados en derechos, privilegios o ventajas de competencia que son valiosos porque contribuyen a un aumento en ingresos o utilidades por medio de su empleo en el ente económico. En este sentido, la transacción de VERS no se encuentra gravada con IVA.
- (b) Los servicios excluidos del IVA se encuentran previstos en el Artículo 476 del ET. Para los comisiones de las sociedades comisionistas de bolsa se encuentra establecida la exclusión del numeral 3 del Artículo 478, por lo que no resulta necesaria ningún tipo de modificación.⁷¹

⁷¹ Por su servicios de intermediación y asesoría a los compradores internacionales