



#### Entidades Interesadas

- Sujeto Autorregulados en Divisas
- Miembros de AMV

#### Funcionarios Interesados

- Operadores.
- Área de Riesgos.
- Área de Cumplimiento

#### Publicación:

21 de julio de 2011

#### Información de contacto

Felipe Rincón, Director de Regulación

[frincon@amvcolombia.org.co](mailto:frincon@amvcolombia.org.co)

#### Regulación aplicable

- Decreto 039 de 2009
- Resolución 4 de 2009 del Banco de la República

## MEMORIAS DE AUTORREGULACIÓN EN DIVISAS

### RESUMEN EJECUTIVO

El inicio de la autorregulación sobre el mercado de divisas de contado y las operaciones con derivados de contenido cambiario del mercado mostrador constituye un hito en la historia del mercado de activos financieros en Colombia. Es una clara muestra del compromiso de la industria financiera colombiana por elevar la transparencia y buenas prácticas de mercado.

Este documento plasma los principios que orientan el marco regulatorio sobre conductas del mercado de divisas en Colombia, bajo un modelo de autorregulación voluntaria en los términos del Decreto 039 de 2009 y Resolución 4 de 2009 del Banco de la República.



## Contenido

1.	INTRODUCCIÓN .....	3
1.1.	AMV COMO AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE DIVISAS.....	3
2.	ESTRUCTURA DEL MERCADO Y SU REGULACIÓN .....	5
2.1.	¿PORQUÉ AUTORREGULACIÓN VOLUNTARIA? .....	7
2.2.	Riesgos de la Autorregulación Voluntaria .....	7
2.2.1.	Carácter contractual de la autorregulación .....	8
2.2.2.	Responsabilidad por el correcto funcionamiento del mercado de divisas	9
2.2.3.	Independencia para el ejercicio de las actividades de autorregulación en particular la actividad disciplinaria.....	9
2.3.	Sello Reputacional de la Autorregulación Voluntaria.....	10
2.4.	Coordinación y colaboración con autoridades.....	10
2.5.	Alineación de los incentivos .....	11
3.	ASPECTOS RELEVANTES Y CONDUCTAS DISCUTIDAS CON LA INDUSTRIA ACERCA DEL MERCADO DE DIVISAS .....	12
3.1.	Aspectos generales.....	12
3.2.	Firmeza de las cotizaciones .....	13
3.3.	Información engañosa .....	13
3.4.	Manipulación del FIX (TRM).....	14
3.5.	Información Privilegiada, confidencialidad y reserva.....	15
3.6.	Conflictos de interés.....	16
4.	ELEMENTOS RELEVANTES DEL REGLAMENTO DE AUTORREGULACIÓN EN DIVISAS RELACIONADO CON LOS PRINCIPIOS SOBRE CONDUCTAS .....	17



## 1. INTRODUCCIÓN

El presente documento recoge las principales características del esquema de Autorregulación Voluntaria en Divisas. Dicho proyecto comenzó a trabajarse desde principios de 2008 y la finalización de la etapa de implementación es el 15 de octubre de 2010.

El Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia (AMV), a petición de la industria financiera, realizó un proceso de concertación e implementación de un modelo de autorregulación voluntaria para el mercado de divisas. La iniciativa recibió un importante respaldo que quedó materializado con la entrada en vigencia del esquema mediante la participación mayoritaria de la industria.

Al 15 de octubre de 2010, día en que inician las actividades de autorregulación en divisas por parte de AMV, han suscrito el Contrato de Afiliación 37 entidades que representan el 98% del volumen de negociación del mercado spot<sup>1</sup> y otras 4 entidades se encuentran en proceso de afiliación, de las cuales 2 entidades son importantes participantes que no tienen la calidad de IMCs.

El objetivo del esquema es elevar, a través de la autorregulación, los estándares de transparencia, confianza y profesionalismo en el mercado cambiario colombiano.

Para tal fin AMV desarrolla las actividades de Regulación, Supervisión, Disciplina y Certificación sobre el mercado de divisas.

La certificación de divisas tiene una vigencia de 3 años. Para obtener la renovación se pueden aprobar cursos o presentar los exámenes.

Este documento plasma los principios que orientan el marco regulatorio sobre conductas del mercado de divisas en Colombia, bajo un modelo de autorregulación voluntaria en los términos del Decreto 039 de 2009 y Resolución 4 de 2009 del Banco de la República.

### 1.1. AMV COMO AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE DIVISAS

La cercanía con la industria y con las autoridades le permitió a AMV desarrollar el proyecto de forma exitosa y oportuna. La interlocución entre la industria y las

---

<sup>1</sup> Periodo de análisis año 2009.



autoridades fue particularmente relevante en las discusiones acerca de la estructura del esquema recogida en el Reglamento de Autorregulación en Divisas.

También es importante señalar que la autorregulación voluntaria en cabeza de AMV representa importantes economías de escala en la regulación de este mercado. En efecto, va a ser posible prestar servicios de autorregulación a un mercado que asciende a USD1.075 millones de dólares<sup>2</sup> mediante la inversión de unos recursos que equivalen aproximadamente al 10% del presupuesto actual de AMV para valores.

En términos de estructura del mercado las entidades que participan en el mercado cambiario regulado son, en su mayoría, miembros de AMV como intermediarios de valores.

El esquema de Autorregulación en divisas se enfoca inicialmente en los IMC con capacidad transaccional. Entre los intermediarios del mercado cambiario (IMC) que participan en Set-FX como usuarios transaccionales, las únicas entidades privadas que no son a su vez miembros de AMV son tres compañías de financiamiento comercial<sup>3</sup>. Considerando esta circunstancia se elaboró el anexo 1 del Contrato de Autorregulación en Divisas, que incluye la lista de entidades que son miembros transaccionales activos de Set-FX.

Por su parte, las casas de cambio no son miembros transaccionales de Set-FX ni miembros de AMV para el mercado de valores. Por lo anterior, el esquema no involucra a estas entidades.

De otro lado, el esquema de divisas puede incorporar entidades vigiladas por la SFC que, sin ser IMC's, consideran que ser parte del esquema les representa un valor agregado para su actividad en el mercado cambiario. Un ejemplo de este tipo de entidades es Ecopetrol, quien suscribió el contrato de afiliación y a la fecha se encuentra en proceso de autorización por parte del Consejo Directivo de AMV, y las AFPs, donde es importante destacar que a la fecha BBVA Horizonte suscribió el contrato de afiliación y se encuentra igualmente en proceso de autorización.

En relación con los tipos de activos objeto de autorregulación en divisas, es oportuno precisar que AMV ejercerá sus funciones frente el mercado spot y el mercado de derivados de contenido cambiario. Los mercados de futuros, opciones y swaps estandarizados han sido tradicionalmente autorregulados dado que a éstos les resulta aplicable la regulación de valores. En tal sentido, con la entrada en funcionamiento de la autorregulación en divisas, todos los productos objeto de tranzarse o registrarse en sistemas transaccionales autorizados por la SFC son objeto de autorregulación por parte de AMV.

<sup>2</sup> Promedio de negociación diario en el mercado spot de Set-FX entre septiembre de 2009 y septiembre de 2010.

<sup>3</sup> Financiera Cambiamos S.A., la cual al 15 de octubre ya suscribió el Contrato y se encuentra finalizando el proceso de afiliación, Macrofinanciera S.A. y Financiera Pagos Internacionales.



La posibilidad de supervisar el comportamiento de todos los activos financieros representa un gran beneficio para el mercado de capitales de Colombia. Tal como lo han identificado las autoridades en países desarrollados como la SEC y IIROC, la evolución de los instrumentos derivados, el acceso directo por parte de los inversionistas y en general el ritmo de crecimiento e innovación de los mercados hacen necesario implementar una supervisión holística capaz de prevenir y detectar conductas cruzadas entre mercados, operadores e instrumentos.

Mediante la suscripción de un acuerdo con Set-FX, AMV cuenta con la información necesaria para el monitoreo del mercado spot de divisas<sup>4</sup>. En un futuro será necesario realizar acuerdos con los demás sistemas de negociación y de registro, en especial para autorregular el mercado de derivados OTC.

El sistema Set-FX es un sistema que presta servicios de negociación y de registro y se encuentra autorizado y vigilado de manera permanente por la SFC. Los participantes de escenarios diferentes a dicho sistema de negociación, como mercado mostrador y los mecanismos de brokers de voz, acuden habitualmente al sistema Set-FX para realizar el registro de sus operaciones<sup>5</sup>. Por tal motivo la autorregulación en divisas se concentra en este sistema, que representa más del 95% del volumen de negociación y registro del mercado spot.

## 2. ESTRUCTURA DEL MERCADO Y SU REGULACIÓN

La regulación del mercado de divisas se encuentra dividida en dos grandes materias:

- (i) la regulación prudencial y relativa al riesgo sistémico; y
- (ii) la regulación relacionada con la estructura de mercado. Esta hace referencia a la forma como se canalizan, administran, negocian y manejan las inversiones y coberturas de riesgos de moneda extranjera.

Hasta ahora, tanto en Colombia como en otras jurisdicciones, la regulación del mercado de divisas se ha enfocado principalmente hacia la regulación prudencial y riesgo sistémico.

No obstante, en años recientes se ha presentado un cambio en la composición de los participantes del mercado cambiario a nivel mundial observándose un incremento en la participación de pequeños inversionistas, quienes ahora ven en este mercado otra posibilidad de especulación e inversión.

---

<sup>4</sup> El acuerdo entre Set FX y AMV se firmó el 14 de mayo de 2010 y se encuentra disponible en la página web de AMV ([www.amvcolombia.org.co](http://www.amvcolombia.org.co)).

<sup>5</sup> Históricamente el registro de operaciones del mercado spot corresponde al 45% de las negociaciones entre IMCs.



Este cambio ha llevado a que los participantes del mercado dejen de lado su tradicional función de actuar en capacidad de principal (*dealers*) y empiecen a actuar como agentes (*brokers*), a la vez que se ha diversificado la base de jugadores. Varias jurisdicciones han modificado la estructura regulatoria de los mercados de divisas.

En Colombia el mercado se caracteriza porque los IMC actúan por cuenta propia creando mercado, cotizando precios simultáneamente de compra y de venta. Sus contrapartes son clientes, generalmente del sector real o institucionales (entidades vigiladas por la SFC o entidades financieras del extranjero), que tienen una necesidad comercial. Por esta razón no es preciso, en la mayoría de casos, afirmar que los clientes del mercado de divisas acuden a este para invertir, especular o con cualquier expectativa de obtener una rentabilidad. En términos generales los clientes acuden para realizar reintegros o pagos al extranjero, entre otros.

Sin embargo, la creciente participación de nuevos intermediarios en este mercado y su desarrollo, requieren una regulación que promueva la confianza entre los diferentes participantes. En particular, la industria estableció que era deseable una mayor transparencia, haciendo necesaria la inclusión de principios regulatorios que aseguran un conjunto de estándares de conducta para los participantes. Tales principios corresponden a los consignados en la Resolución 4 de 2009 del Banco de la República y al Reglamento de Autorregulación Voluntaria en Divisas de AMV.

La experiencia internacional muestra el surgimiento de esquemas irregulares para defraudar a quienes buscan especular en el mercado de divisas, aprovechando la situación desregulada propia del mercado de divisas. En Colombia, el modelo de autorregulación representa un mecanismo que complementa la regulación estatal para establecer reglas claras y diferenciar el mercado regulado y el no regulado<sup>6</sup>.

La Autorregulación de Divisas es un mecanismo eficiente para que la industria participe activamente en la definición de reglas de mercado que complementan los principios y las normas prudenciales establecidas por las autoridades públicas. Dicha regulación se crea a partir de la convicción propia de los mismos IMCs, lo que otorga gran legitimidad a la misma.

---

<sup>6</sup> En EEUU por ejemplo, los organismos de autorregulación han servido de manera importante para disuadir conductas contrarias a la transparencia e integridad del mercado cambiario e incluso en la lucha contra los negocios de Forex defraudadores. A partir de mayo de 2008, se reformó la ley de productos agropecuarios y cambios (Commodities Exchange Act) mediante el cual se le otorgan facultades a la comisión de futuros y a los organismos de autorregulación por ella supervisados para incrementar la transparencia del mercado de divisas, ejercer políticas en materia de administración de conflictos de interés, monitorear las negociaciones en el mercado (*trading*), monitorear las operaciones realizadas por fuera de mercados organizados, no permitir que se listen productos sujetos de manipulación y por último asegurarse que el mercado de divisas tuviera autorregulación. A partir de esta regulación la National Futures Association es el organismo de autorregulación para todas las operaciones en divisas extra bursátiles que realicen entidades vigiladas por la CFTC.



Dada la importancia que reviste el mercado de divisas para la economía del país, establecer mecanismos efectivos para propender por su adecuado funcionamiento y por la transparencia del mismo es una necesidad. El hecho de que los IMC hayan acordado voluntariamente unas reglas sobre la forma de operar en él, hayan establecido unas conductas aceptadas y prohibidas, y el respaldo de las autoridades públicas a este esfuerzo, es una manifestación del interés público y privado para que el mercado cambiario se desarrolle de manera armónica.

## 2.1. ¿PORQUÉ AUTORREGULACIÓN VOLUNTARIA?

La discusión sobre las ventajas y riesgos de hacer la autorregulación de carácter voluntario fue una de las más interesantes y más complejas del proceso<sup>7</sup>. El hecho de que se haya logrado hacer de manera voluntaria es un símbolo de la importancia que la integridad del mercado tiene para los participantes y de la confianza por parte de las autoridades. De igual forma, la naturaleza voluntaria del esquema permite que la gestión de autorregulación pueda desarrollarse con unos estándares adecuados de oportunidad e independencia.

Entre los principales motivos que se consideraron para haber optado por un esquema de autorregulación de manera voluntaria se encuentran: (i) fue una iniciativa de la industria; (ii) la iniciativa contó con el respaldo de las autoridades; (iii) representa un sello reputacional para la industria financiera que participa en el mercado cambiario activamente, (iv) Al igual que la autorregulación regulada, exige unos estándares de coordinación y colaboración con otras autoridades pero puede otorgar mayor agilidad y oportunidad a la gestión (v) Obliga al autorregulador a obtener resultados en beneficio de la integridad del mercado para darle continuidad a su gestión, alineando adecuadamente los incentivos, (vi) La autorregulación será adelantada con la experiencia, independencia y estándares de gobierno de una entidad que presta servicios de autorregulación obligatoria para toda la industria, y que es vigilada por la Superintendencia Financiera de Colombia para su actividad en valores.

## 2.2. Riesgos de la Autorregulación Voluntaria

La autorregulación voluntaria implica la asunción de nuevos riesgos en el desarrollo de las actividades de autorregulación. La discusión sobre los riesgos y cómo disminuirlos tomó gran parte de la agenda de finales de 2008 y

---

<sup>7</sup> El proceso en AMV comenzó con la solicitud formal por parte de Asobancaria para autorregular el mercado de Divisas. Dicha comunicación describe algunas conductas que observaban los operadores de divisas y que tenían la potencialidad de estar afectando la transparencia de mercado. Esta solicitud fue secundada por los demás gremios, en especial Asobolsa y AFIC. El proceso de discusión requirió la expedición del Decreto 039 de 2008 y la Resolución 4 de 2009 como parte del fundamento legal del esquema. Posteriormente, comenzó la discusión del Reglamento y Contrato de Autorregulación Voluntaria en Divisas con la conformación de un comité asesor de miembros de industria.





principios de 2009. La experiencia internacional demuestra las dificultades para establecer un mecanismo de autorregulación voluntaria<sup>8</sup>.

Tanto la SFC como el Banco de la República consideraron en algún momento que era más conveniente un esquema de autorregulación regulada, reconociendo que el esquema en valores había rendido frutos. Por su parte, al interior de AMV siempre generó especial inquietud el riesgo de que no todos los IMC se vincularan, o por lo menos un grupo relevante de estos.

Se enfatizó también en la necesidad de independencia para cumplir adecuadamente su actividad disciplinaria, a pesar de tratarse de un esquema contractual en el cual puede existir el riesgo de salida individual del esquema.

### 2.2.1. Carácter contractual de la autorregulación

El esquema jurídico de la autorregulación voluntaria se soporta sobre un contrato acordado con la industria. Por lo tanto, surgen dos inquietudes: la primera, si era posible asegurar que el grupo relevante de potenciales autorregulados encontrara valor agregado en el esquema y decidieran autorregularse mediante la suscripción efectiva de los contratos. La segunda corresponde a los mecanismos para incentivar una permanencia de los sujetos de autorregulación, dado que la naturaleza contractual implica que exista siempre una posibilidad para retirarse del esquema.

Existía la preocupación de que sólo algunas entidades, principalmente aquellas con mayores estándares, quisieran autorregularse y por lo tanto no se cumpliera el propósito de elevar los estándares generales de la industria. Esto, en un escenario en el cual las entidades con estándares menos robustos permanecen fuera del alcance de la autorregulación.

Para asegurar que el esquema en efecto abarcara al grupo relevante de IMCs se discutieron varias alternativas.

La primera que se consideró es que el proceso de discusión del reglamento se adelantara con quienes quisieran un esquema de autorregulación. Una vez consensuado, el Banco de la República podría haber tomado la decisión de establecer un esquema obligatorio. Si bien esta alternativa atendía algunas preocupaciones y aseguraba que todos los IMC quedarían autorregulados, también afectaba la posibilidad de mantener la iniciativa de autorregulación como un producto de la industria misma con un gran elemento de convicción. Involucraba interrogantes sobre la supervisión de AMV en el ejercicio de sus funciones frente a este mercado, y sobre el alcance de la responsabilidad de la SFC y Banco de la República en esta materia.

---

<sup>8</sup> Uno de las referencias más estudiadas fue el caso de Brasil, quienes compartieron informalmente su experiencia con AMV cuando una entidad importante decidió salirse del esquema producto de la actividad sancionatoria del autorregulador.





La segunda alternativa que se discutió es si los sistemas de negociación de divisas más relevantes (Set-FX) podrían hacer obligatoria la autorregulación a sus usuarios. Sin embargo, nuevamente este incentivo a participar involucraba la imposición por parte del sistema. Esta alternativa representa serios retos desde el punto de vista de la estrategia comercial para los administradores de los sistemas de negociación, por lo cual no tuvo acogida ni en la industria ni en los sistemas.

Una tercera alternativa fue la de establecer cupos de contraparte más exigentes para quienes no fueran autorregulados. Sobre esta posibilidad no existió un consenso con la industria y se estableció que sería una iniciativa que se evaluaría en cada gremio.

Finalmente se optó por la alternativa de autorregulación voluntaria, con adhesión mediante un contrato. A nivel contractual se estableció que para que la autorregulación en divisas comenzara se debían cumplir dos condiciones: que el 70% de los IMC transaccionales se afiliaran al esquema y que estos representaran al menos el 80% del volumen para el año 2009. Con esto se aseguraba una masa crítica antes de poder dar inicio al esquema de autorregulación en divisas.

### **2.2.2. Responsabilidad por el correcto funcionamiento del mercado de divisas**

La segunda inquietud jurídica respecto el esquema voluntaria tiene que ver con la asunción de nuevas funciones de AMV. En la medida que AMV se convierte en autoridad para el mercado de divisas, su ámbito de aplicación es más amplio y aumenta la responsabilidad que tiene frente el adecuado funcionamiento de éste. AMV deberá por lo tanto asumir nuevas responsabilidades en la prevención de las distorsiones de dicho mercado.

### **2.2.3. Independencia para el ejercicio de las actividades de autorregulación en particular la actividad disciplinaria**

Como se señaló, la naturaleza voluntaria de la autorregulación generó algunas dudas asociadas a la independencia del organismo de autorregulación, en particular para el ejercicio de la actividad disciplinaria. Las inquietudes frente al esquema voluntario y la actividad disciplinaria reflejaban la posibilidad de que las sanciones fueran posteriormente controvertidas y se observara algún tipo presión anticipando el retiro del esquema de una entidad en el caso en que fuera investigada o sancionada.

Al tratarse de un esquema contractual implica que las decisiones disciplinarias pueden terminar siendo controvertidas ante instancias judiciales. Esa posibilidad puede poner en riesgo la estabilidad del esquema voluntario.



Con el fin de disminuir la existencia de ambos riesgos se pusieron controles en el Reglamento y en el Contrato. AMV nunca pierde capacidad sancionatoria o de investigación sobre hechos ocurridos cuando el autorregulado en divisas tiene la condición de afiliado. Adicionalmente, en el Reglamento se establece que las entidades solo pueden impugnar decisiones de AMV ante la persona jurídica y no ante otras entidades o personas naturales. Igualmente el contrato establece un procedimiento para la solución de controversias.

Por su parte, la permanencia mínima en el esquema se resolvió estableciendo un periodo de maduración y consolidación del esquema. Se dispuso que durante los primeros 3 años de funcionamiento ningún autorregulado en divisas pudiera solicitar la desafiliación al esquema. Transcurridos los primeros tres años, los autorregulados en divisas pueden retirarse en cualquier momento de AMV como afiliados siempre y cuando paguen por adelantado un año de contribuciones.

### **2.3. Sello Reputacional de la Autorregulación Voluntaria**

El esquema de autorregulación voluntaria se basa en el compromiso de la industria por elevar sus estándares mediante un esquema exigente de autorregulación que abarca la expedición de normas, y el ejercicio de las funciones de supervisión, disciplina y certificación.

El incentivo fundamental para pertenecer al esquema voluntario es el sello reputacional de AMV. Este incentivo fue lo suficientemente sólido para lograr que la mayoría de entidades quisieran ser pioneras en la implementación del esquema y que se alcanzara el compromiso de las entidades que negocian el 98% del volumen de negociación.

Igualmente, el incentivo para permanecer en el esquema transcurridos los primeros tres años es el sello reputacional. Por tal motivo, la consolidación y reconocimiento del esquema de autorregulación es necesario para asegurar la validez de dicho sello reputacional y la permanencia futura del esquema.

### **2.4. Coordinación y colaboración con autoridades**

El esquema de autorregulación voluntaria es producto del interés y compromiso de la SFC, el MHCP, el Banco de la República y AMV de colaborar mutuamente. La posición intermedia entre la industria y las autoridades, dan a AMV acceso al conocimiento especializado de mercado junto con estándares de independencia que facilita avanzar en el establecimiento de mejores prácticas y en su adecuada supervisión y disciplina.

Los IMC requieren de un espacio para atender o canalizar propuestas tendientes a mejorar la eficiencia y transparencia del mercado. AMV puede facilitar esa labor luego de hacer los análisis internos relevantes.



Cabe destacar que el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, la Superintendencia Financiera y el Banco de la República apoyaron de manera decidida a AMV para adelantar la actividad de autorregulación en divisas. Dichas entidades facilitaron que el esquema fuera de carácter voluntario, sin vigilancia directa sobre dicha actividad, bajo el entendimiento de que es fundamental la comunicación y coordinación entre los organismos de autorregulación y las autoridades públicas<sup>9</sup>.

En particular, la colaboración del Banco de la República resulta fundamental para ejercer las funciones de autorregulación de una forma adecuada y por tanto resulta necesario implementar un esquema de coordinación directa. Igualmente con la SFC es necesario coordinar actividades en el campo de supervisión y disciplina, tal y como quedó consignado en el Reglamento de Autorregulación en Divisas.

## 2.5. Alineación de los incentivos

El esquema voluntario aporta elementos que mejoran el gobierno corporativo de AMV. Un elemento que es fundamental, es que si bien la decisión de crear el esquema fue de la industria, también estará a cargo de la industria la decisión de mantener la vigencia del esquema.

El esquema voluntario genera en la administración de AMV un altísimo compromiso para consolidar y mantener excelentes estándares de servicio. Evidentemente, en el evento de que no se obtengan los resultados esperados por la industria, y no se cree un sello reputacional que genere valor, será ésta misma quien de manera generalizada solicite el desmonte del mismo.

Por lo anterior, es necesario evitar situaciones en las cuales se comprometa el valor agregado que genera el esquema de autorregulación. Por ejemplo, en caso de que no se regulen y supervisen adecuadamente las prácticas indebidas del mercado de divisas, las entidades individualmente o en su conjunto no observarán los beneficios de la autorregulación. En efecto, si la autorregulación no eleva los estándares o se percibe como una función “de papel”, puede incluso desmejorar la reputación de la industria como un todo.

En el caso en que la autorregulación se preste para desarrollar actividades que impidan el desarrollo e innovación propios del mercado financiero, en especial de un mercado que internacionalmente se reconoce por su alta desregulación, la autorregulación será percibida como costosa y contraproducente.

La opción del retiro de los afiliados o riesgo de desmonte del esquema genera unos incentivos alineados. Si AMV no fuera independiente en sus labores (fuese capturado) el sello reputacional perdería validez y no habría incentivo alguno

---

<sup>9</sup> Decreto 039 de 2009 que modificó el Decreto 1565 de 2006 incorporado en el Decreto 2555 de 2010 en la Parte XI el Libro 4. Las normas especiales relacionadas con autorregulación voluntaria corresponden a los artículos 11.4.1.1.3, 11.4.3.1.1 y 11.4.6.1.1.



para una entidad con altos estándares de permanecer en el esquema. En este caso sólo permanecerían las entidades con estándares menos robustos, pues el valor reputacional de pertenecer al esquema en este caso puede ser inferior irrelevante o incluso negativo. Si se llegara a un extremo contrario, en el cual se perciba la autorregulación como algo que impide el desarrollo del mercado y no reconoce las prácticas de la industria, el sello reputacional tendrá un costo demasiado alto y llevaría a las entidades a retirarse.

Por lo tanto, la autorregulación voluntaria trae implícito un riesgo de “terminación” del esquema que aseguran la independencia y equidad en el ejercicio de las funciones de autorregulación.

### **3. ASPECTOS RELEVANTES Y CONDUCTAS DISCUTIDAS CON LA INDUSTRIA ACERCA DEL MERCADO DE DIVISAS**

#### **3.1. Aspectos generales**

La regulación debe contribuir a generar una mayor confianza en los mercados, propendiendo porque las negociaciones sean equitativas y transparentes.

Específicamente, la utilización de mecanismos que desfavorecen directa o indirectamente a otros participantes al transgredir la adecuada formación de precios y la transparencia no sólo repercute sobre la confianza del mercado, sino que genera un costo económico. Tales circunstancias hacen ineficiente la interacción de la oferta y la demanda, disminuyen la efectividad de las herramientas de intervención con que cuenta la autoridad cambiaria y en general generan un impacto negativo sobre la liquidez.

Sin embargo, la regulación y supervisión de estas prácticas no es sencilla, debido a la dificultad para diferenciar entre la explotación de oportunidades comerciales legítimas y la innovación positiva, de los abusos de mercado. Esta diferenciación dependerá de lo que se defina como práctica abusiva, de la capacidad para detectar una eventual incumplimiento y de la sanción efectiva de los incumplimientos.

Con el paso acelerado de la innovación financiera, la interrelación entre diferentes instrumentos financieros y diferentes mercados, y las complejidades propias de cada mercado, discernir entre lo aceptable y lo inaceptable es cada vez más complejo. Adicionalmente, es igualmente complejo identificar el mejor mecanismo que permita prohibir determinadas conductas y generar un efecto disuasorio. La participación de la industria es entonces fundamental para definir qué prácticas de mercado deben estar prohibidas, con el objetivo de que se presente una adecuada formación de precios.

Todas las operaciones que tienen lugar en el mercado de divisas deben ejecutarse en consonancia con los altos estándares de reputación de sus participantes y del mercado mismo. Para esto, los participantes deben



asegurarse que la conducta de sus empleados se rige por los principios de integridad y transparencia. Así mismo, deben fomentar la cultura de cumplimiento y la consciencia de que sus acciones tienen repercusiones sobre la reputación del mercado.

Una alternativa eficiente para lograr estos objetivos es estableciendo limitaciones que disuadan la realización de cualquier conducta que ponga en desventaja a los demás participantes del mercado. Algunas de las conductas que pueden generar mayor preocupación son: la manipulación del mercado; la difusión de información engañosa acerca del mercado o de sus participantes, o información que no refleja apropiadamente la naturaleza de una transacción; el uso de información privilegiada; la administración inadecuada de los conflictos de interés; y en general cualquier conducta fraudulenta o tendiente a impedir que los participantes del mercado puedan formar sus expectativas basándose en información y transacciones genuinas.

### 3.2. Firmeza de las cotizaciones

Cuando se otorgan precios a los participantes del mercado debe existir la firme intención por parte del intermediario de operar a esos precios. Este principio está relacionado con la libre competencia del mercado, ya que en la actividad del intermediario debe reflejar su intención cierta de negociar.

Los precios que divulgan los intermediarios sólo son firmes por periodos de tiempo, sin embargo, no existe un consenso de mercado sobre lo que esto significa exactamente. Por lo tanto, es deseable que para los casos en que el intermediario no está dispuesto a mantener la firmeza de sus cotizaciones por periodos de tiempo comercialmente aceptados, por ejemplo en mercados de alta volatilidad (*fast moving markets*), deberá hacérselo saber a su cliente/contraparte.

Los cupos de contraparte reducen el riesgo sistémico del mercado pero no deben interferir con la firmeza de las posturas. Un cupo de contraparte afecta la firmeza de las posturas cuando el monto de la intención supera los cupos que la entidad ha abierto con sus contrapartes o cuando hay conocimiento de que ninguna contraparte le tiene un cupo a la entidad por esos montos<sup>10</sup>.

### 3.3. Información engañosa

Los mercados financieros responden a noticias e información relacionada con los activos subyacentes. Por lo tanto, rumores y desinformación que surgen de diferentes fuentes se pueden filtrar a las conversaciones telefónicas y sistemas

---

<sup>10</sup> La estandarización de montos ha flexibilizado el manejo de cupos al permitir que la cámara de compensación pueda ir eliminando el riesgo y mejorando la liquidez vía la posibilidad de neteo multilateral en el cumplimiento. Con esto, las posibilidades para afectar la firmeza de las posturas disminuyeron al igual que la posibilidad de que no siempre se opere a los mejores niveles.



de comunicación formales de los participantes del mercado. Estos rumores incluso se pueden hacer públicos en medios de comunicación masivos.

Por tal motivo resultaba claro que debían implementarse reglas relativas a la propagación de rumores que pueden resultar en información engañosa, así como de estudios de investigación y noticias falsas o inexactas. Por tal motivo los autorregulados en divisas deben abstenerse de transmitir información que pueden considerar como no certera o confiable. Adicionalmente, deben propender por abstenerse de realizar operaciones basándose en información que no pueda ser considerada como fidedigna y tomar precauciones cuando discuten información que pueden considerar que puede ser dañina a un tercero o al mercado.

### **3.4. Manipulación del FIX (TRM)**

Existen contratos cuyo valor depende de la TRM. Los dos casos más reconocidos y discutidos por la industria son los NDF's y las opciones con el Banco de la República.

Cuando se acercan los vencimientos, generalmente hacia el final de cada mes, quienes han suscrito contratos forward pueden tener el incentivo de presionar el nivel de la tasa de cambio oficial en una dirección específica. Igualmente, existe el incentivo para incrementar el valor contable de los activos en dólares, lo cual se refleja en los balances mensuales. Para tal fin, es posible utilizar los registros por volúmenes que resulten suficientes influir en el promedio de compras y ventas del día del vencimiento.

De otra parte, cuando los intermediarios pueden ejercer opciones con el Banco de la República, existen incentivos a presionar la TRM en beneficio propio.

Con el crecimiento y liquidez que ha tenido el mercado de divisas esta práctica es infrecuente y puede resultar costosa. No obstante, los operadores cambiarios reconocen que aún puede llegar persistir, haciendo ineficiente el mercado, afectando la efectividad de la política cambiaria y con efectos perjudiciales a la economía real, por el amplio uso que tiene la TRM en los negocios comerciales.

La práctica más relevante en este punto es la manipulación del spot. Se refiere a la realización de operaciones y posturas ficticias para llevar el precio del spot en el momento de una negociación a un nivel específico.

Muchas veces, para la realización de este tipo de prácticas se utilizan mecanismos y estrategias de trading en colusión. Quiere decir que varios operadores pueden ponerse de acuerdo o ven la dirección del mercado en un mismo sentido que los favorece y en conjunto presionan al mercado en esa dirección.





En algunos casos, esta práctica se realiza utilizando el flujo de operaciones de los clientes, aprovechando la información de terceros para apalancar las posiciones del intermediario y presionar la tasa en una dirección que favorece a este último.

La segunda forma de realizar esta práctica es mediante posturas que pueden no corresponder a una intención real de operar. Como ya se explicó, la estandarización de montos y obligatoriedad de operar en fracciones disminuyen la posibilidad de que ocurran este tipo de conductas.

Estas conductas son difíciles de tipificar, identificar y reprochar. Encontrar el punto en el cual discutir y compartir opinión acerca de “hacia donde” y “cómo se mueve” el mercado es una conducta permitida y el punto en el cual se actúa de manera concertada con un fin ilegítimo es algo que resulta bastante complejo. Igualmente, ante el conocimiento de intenciones y operaciones que están realizando clientes, no resultará siempre fácil evitar que esta información se utilice como insumo para las propias decisiones de inversión del intermediario.

El principio orientador es la toma de riesgos. Si un intermediario no asume riesgo y logra presionar la tasa de cambio en una dirección que le conviene, es un indicador de una potencial manipulación.

### **3.5. Información Privilegiada, confidencialidad y reserva**

Los intermediarios del mercado tienen dentro del ejercicio de sus funciones acceso a información privilegiada. Esto es, información que aún no es de conocimiento público pero que de haberlo sido habría sido tenida en cuenta por un inversionista diligente en sus decisiones de inversión.

En el caso de información privilegiada, una de las prácticas más dañinas para el mercado son las que adelantan las denominadas “campanitas”. Esta modalidad de infracción de información privilegiada se refiere a la divulgación de información a terceros que por su monto tienen la potencialidad de afectar el precio de las divisas. Se le da una ventaja irregular a un tercero, permitiéndole utilizar la información revelada de la operación de gran monto con anterioridad a que esta impacte al mercado. Esto le permite al tercero adelantarse a la operación de quien revela la información.

En el caso de divisas la información privilegiada se enfoca en primera instancia en la divulgación de información o en el suministro de recomendaciones a terceros. Por lo tanto, está asociada con la reserva y confidencialidad, motivo por el cual el uso indebido de dicha información puede estar también relacionado con una violación al deber de reserva y confidencialidad.

La confidencialidad es necesaria para mantener la integridad y eficiencia del mercado de divisas. Los intermediarios no deben, salvo que exista un permiso explícito, revelar o discutir cualquier información relacionada con negocios





específicos que haya realizado o estén en proceso de realizar, excepto con las partes directamente involucradas o con autoridades de supervisión. Esta información se debe entender como confidencial o reservada.

No obstante las anteriores observaciones, la práctica comercial de algunos participantes en el mercado local es la de compartir en alguna medida la información acerca de quiénes fueron sus contrapartes en el mercado, después de que se han concretado los negocios. No hay consenso respecto a la reprochabilidad de esta conducta en la industria, por lo cual se requiere un análisis detallado a la luz de los principios que establezca la regulación de divisas.

En todo caso, hay un cuidado especial y consenso en que nunca se debe revelar a los clientes de las operaciones o sus resultados. Cualquier revelación acerca del cliente detrás de una operación debe ser considerada una infracción al deber de confidencialidad y a la debida lealtad del intermediario con sus clientes. Así mismo, la presión para que un intermediario divulgue este tipo de información, por ejemplo amenazando con una reducción en el volumen de los negocios, puede ser considerado como una conducta indebida.

### 3.6. Conflictos de interés

Los participantes del mercado cambiario deberán prevenir la ocurrencia de conflictos de interés. En caso de que lo anterior no fuere posible, deberán administrarlo de manera idónea mediante la revelación, autorización y abstención de actuar ante la presencia de un conflicto. En todo caso, siempre que exista la duda acerca de si hay o no presencia de un conflicto de interés el participante deberá actuar como si este existiera hasta tanto no se haya resuelto la duda.

- Operaciones personales

La realización de operaciones personales por parte de operadores y participantes en el mercado de divisas tiene implícitos conflictos de interés. Por tal motivo, su administración es fundamental para mantener la reputación de la firma y el orden en el mercado. Las políticas y procedimientos mediante los cuales se establece la manera como se administran estos conflictos deben prevenir la presencia de abusos, de utilización de la información confidencial para un beneficio propio, y en general asegurar que los intereses de la firma y sus clientes se preservan.

Los mercados de divisas tienen un impacto (están interrelacionados) con otros mercados. Las políticas y procedimientos de los intermediarios deben considerar dichas conexiones y no referirse exclusivamente a operaciones o inversiones en el mercado cambiario (spot o de derivados cuyo subyacente son monedas).



- Partes relacionadas como clientes o contrapartes

Los operadores del mercado no deben hacer operaciones con clientes o contrapartes con los cuales exista una relación material. Esto es por ejemplo el caso de entidades en las cuales el operador tenga una participación en el capital material, actúe o haya actuado como directivo y otras personas con las cuales sea familiar cercano.

- Dádivas y regalos

Los intermediarios del mercado cambiario deben establecer políticas sobre las dádivas y regalos tanto institucionales como las personales que reciban u otorguen de y a terceros.

- Operaciones con vinculados

Las entidades deben cuidar que en el ejercicio de sus actividades con vinculados no se afecten los intereses de sus clientes o del mercado en general. Esto implica que los negocios realizados entre las partes deben concluirse a precios a los cuales se hubiera llegado con otras entidades con las cuales no exista vinculo alguno (reflejen la realidad comercial de los negocios, es decir sean a "precios de mercado").

#### 4. ELEMENTOS RELEVANTES DEL REGLAMENTO DE AUTORREGULACIÓN EN DIVISAS RELACIONADO CON LOS PRINCIPIOS SOBRE CONDUCTAS

Mediante el Reglamento de Autorregulación en Divisas AMV determinó el alcance y manera de dar cumplimiento a los principios sobre conductas. Para tal efecto reconoció las prácticas comerciales propias del mercado de divisas. Es mediante la supervisión y disciplina que AMV verificará y exigirá el cumplimiento de los mismos a las entidades autorreguladas.

Los aspectos más relevantes del Reglamento relacionados con conductas en el mercado de divisas son::

- **Deberes generales de los intermediarios cambiarios.** Los intermediarios cambiarios deben proceder como expertos prudentes y diligentes, actuar con transparencia, honestidad, lealtad, imparcialidad, idoneidad y profesionalismo, cumpliendo las obligaciones normativas y contractuales inherentes a la actividad que desarrollan.
- **Documentación.** Los intermediarios cambiarios deben establecer y aplicar políticas y procedimientos para asegurar que todas las operaciones que realizan están adecuadamente documentadas en medios verificables. Para asegurar esto no pueden ingresar dispositivos de comunicaciones no institucionales a las mesas de negociación. Así mismo, resulta fundamental que los sistemas que soportan los medios verificables deben sincronizarse con la hora colombiana.



- **Conflictos de interés.** Los intermediarios cambiarios deben establecer y aplicar políticas y procedimientos para prevenir y administrar apropiadamente la presencia de conflictos de interés en la realización de sus operaciones con divisas. Estos deberes están asociados con la necesidad de revelar y establecer unas reglas sobre las inversiones y operaciones que realizan los operadores con sus recursos personales o con sus partes relacionadas (Ej. Norma de signo contrario).
- **Relación con clientes y lealtad.** Para operaciones con clientes<sup>11</sup> el intermediario cambiario deberá adoptar políticas y procedimientos para que asegurarse que:
  - El cliente entiende los términos, condiciones y riesgos de la transacción;
  - El cliente es consciente de los riesgos financieros de la operación;
  - La información o explicaciones transmitidas al cliente en desarrollo de una operación cambiaria corresponden a información de mercado.
  - Para las operaciones que se realicen bajo el contrato de comisión, el cliente tome decisiones informadas, que atiendan sus cualidades específicas de acuerdo con la información suministrada y las prácticas del mercado generalmente aceptadas
  - Cuando el intermediario considere prestar asesoría a sus clientes, incluso sin que medie contrato de comisión, debe hacerlo bajo los principios de lealtad y prácticas del mercado generalmente aceptadas.
- **Intenciones de compra o venta.** Las intenciones de compra o venta que divulgan los intermediarios a sus contrapartes, clientes y mercado electrónico, deben ser firmes de manera que reflejen la intención de cerrar una operación sobre divisas.

Esta norma es relevante porque refleja una conducta de principios general que se puede llenar de contenido mediante casos y ejemplos. En una versión inicial del Reglamento el artículo establecía que toda operación en divisas debía tener “fines de mercado”. Si bien la redacción de intenciones en firme es más cerrada, conceptualmente se refieren a lo mismo. Una intención es firme (o persigue los “fines de mercado”) cuando dos contrapartes actuando a distancia comercial, cada una velando por su propio interés: el comprador queriendo comprar al precio más barato posible y el vendedor queriendo vender los más caro posible, acuerdan un precio de equilibrio que es referencia para los demás negocios sobre divisas.

---

<sup>11</sup> Cliente se debe entender en un sentido amplio y es quien participe en cualquier operación sobre divisas en la que a su vez participe un intermediario cambiario. Dos intermediarios cambiarios participando en operaciones sobre divisas no se entienden clientes el uno del otro, salvo bajo contrato de comisión.



Dicho concepto requiere de la posibilidad para asumir riesgo y que se actúe en distancia comercial cada cual velando por sus propios intereses. Cuando alguna de estas condiciones no ocurre se está enfrentando a una intención que no es firme en la medida que no refleja una verdadera intención para comprar o para vender divisas.

- **Manipulación.** Los intermediarios del mercado cambiario se abstendrán de participar en cualquier actividad manipulativa, las cuales consisten en realizar, colaborar, cohonestar, autorizar, participar de directa o indirectamente, o coadyuvar con transacciones u otros actos relacionados, que tienen como objetivo o efecto<sup>12</sup>:
  - Divulgar información falsa o engañosa
  - Distorsionar el mercado o afectar la libre oferta y demanda de divisas mediante impresiones falsas o engañosas.

Será un indicio grave de la realización de actividades que tengan como objetivo o efecto la distorsión del mercado, la realización de un conjunto de operaciones cuyo efecto económico agregado sea nulo o irrelevante.

Los sujetos de autorregulación deberán abstenerse de ingresar ofertas en los sistemas de negociación por montos que no son operables debido a restricciones de cupos, cuando tengan conocimiento de dicha restricción.

- **Información Privilegiada.** Se entiende por información privilegiada aquella información de carácter concreto que no ha sido dada a conocer al público y que de haberlo sido habría sido tenido en cuenta por una persona medianamente diligente y prudente al negociar y realizar operaciones sobre divisas.

Deber de abstención: suministrar información privilegiada a terceros o recomendar la realización de operaciones con fundamento en dicha información. Políticas y procedimientos para interactuar con terceros cuando una PNV posee información privilegiada.

Deber de reserva y confidencialidad: Abstenerse de dar a conocer a cualquier tercero, directamente o por interpuesta persona, información acerca de una orden, instrucción, oferta de compra o venta que posteriormente tramitará, realizará o registrará, así como, sobre las operaciones celebradas con clientes y sus resultados, salvo por autorización expresa.

---

<sup>12</sup> La Ley 964 de 2005 hace una lista más extensiva de tipificaciones que se pueden resumir en los dos anteriores.



Cuando un Sujeto de Autorregulación en Divisas conozca información reservada a través de otro Sujeto de Autorregulación en Divisas, deberá abstenerse de hacer uso de dicha información.

- **Defraudación:** Los Sujetos de Autorregulación deberán abstenerse de obtener provecho indebido para sí o para un tercero, afectando a un tercero o al mercado, en desarrollo de Actividades Autorreguladas en Divisas.



### CLÁUSULA DE EXENCIÓN DE RESPONSABILIDAD

El presente Documento de Investigación se encuentra en estado "**Documento AMV**"; lo cual implica que su contenido tiene el propósito de compartir formalmente unas ideas académicas, un contenido de referencia, o una política de AMV.

Es un documento adoptado institucionalmente por AMV, público y se busca que sea consultado para todas las materias relacionadas con el mercado de valores.

La información aquí contenida es un marco de referencia que puede ser relevante para el análisis de casos concretos, sin que sea procedente llegar a conclusiones directas o automáticas. Siempre será necesario estudiar las particularidades de los casos concretos.

Su contenido ha sido validado por AMV. Las referencias a información o documentos externos se utilizan como se encuentran disponibles al público y no se ha realizado una gestión de verificación adicional, por lo cual AMV no responde por inexactitudes de las fuentes utilizadas.

Se recomienda no utilizarlo como un concepto jurídico o referencia final para casos concretos, ni tomarlo como soporte concluyente en la decisión de procesos disciplinarios. En caso de existir una pregunta específica sobre la aplicación de la normatividad que por su naturaleza requiera la realización de un estudio especial, se recomienda formular una solicitud de concepto a AMV o demás autoridades competentes. Este documento no puede ser considerado como un reemplazo de un concepto particular.