



Entidades Interesadas

- Miembros de AMV

Funcionarios Interesados

- Operadores de Renta Variable, Renta Fija, Carteras Colectivas y Fondos de Pensiones.
- Área de Riesgos.
- Área de Cumplimiento

Publicación:

21 de julio de 2011

Información de contacto

Felipe Rincón, Director de Regulación.

frincon@amvcolombia.org.co

Regulación aplicable

- Resolución 400 de 1995 de la Superintendencia Financiera de Colombia.
- Decreto 410 de 1971

DOCUMENTO ANÁLISIS DEL DECRETO 4939

RESUMEN EJECUTIVO

La expedición del Decreto 4939 de 2009 tiene como finalidad contrarrestar actividades informales en el mercado de valores y restringir el ofrecimiento de productos de inversión que ponen en riesgo el ahorro del público.

El presente documento tiene como propósito facilitar el entendimiento y aplicación del Decreto por parte de los miembros de Autorregulador del Mercado de Valores – AMV.

OBJETIVO

- Observar las implicaciones en el mercado de valores del Decreto 4939 de 2009.
- Facilitar el entendimiento y la aplicación del Decreto 4939 de 2009.



TABLA DE CONTENIDO

1. INTRODUCCIÓN.....	3
2. ASESORIA	5
2.1. Por qué se regula la actividad de Asesoría	6
2.2. Concepto de asesoría en el Decreto 4939 de 2009	6
2.3. Efecto del Decreto frente a entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera.	8
2.4. Excepciones a la actividad de asesoría regulada por el Decreto 4939.....	10
3. Ofrecimiento.....	10
3.1. Alcance	10
3.2. Activo Financiero que genera expectativas de beneficios económicos	15
3.3. Ofrecimiento por parte de entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera.	17
4. Ordenantes:.....	17
4.1. Alcance	18
4.2. Ser Ordenante Como “profesión u oficio”	18
4.3. Deberes de los intermediarios frente a los ordenantes	19
4.4. Fuerzas de venta de los intermediarios de valores.....	20
4.5. Ordenantes bajo el reglamento de AMV.	21
5. Conclusiones	22
6. ANEXO 1. Otros conceptos de asesoría.....	24
6.1. Deber de Asesoría Profesional:.....	24
6.2. Asesoría Especial:.....	25
6.3. Asesoría “Certificable”:.....	25
7. Anexo 2.....	26
7.1. Sobre la capacidad de ofrecer valores a través del estructurador	26
7.2. Ofrecimiento de servicios por parte de entidades internacionales	27
7.3. Ordenantes Internacionales	27
7.4. Referenciadores.....	28



1. INTRODUCCIÓN

El 18 de Diciembre de 2009 el Ministerio de Hacienda y Crédito Público expidió el Decreto 4939 de 2009¹ (en adelante el "Decreto") sobre asesoría, ofrecimiento y ordenantes. En ejercicio de las funciones constitucionales de intervención en las actividades relacionadas con el manejo aprovechamiento e inversión de recursos provenientes del ahorro del público y conforme con los objetivos y criterios de intervención de la Ley 964 de 2005, el Decreto tiene la finalidad de contrarrestar actividades informales en el mercado de valores y restringir el ofrecimiento de productos de inversión que ponen en riesgo el ahorro del público.

El presente documento tiene como propósito facilitar el entendimiento y aplicación del Decreto por parte de los miembros de Autorregulador del Mercado de Valores (AMV).

El Decreto fue el resultado de un proceso de revisión riguroso por parte de las autoridades respecto al perímetro regulatorio de los productos de inversión y de las actividades irregulares que se venían desarrollando. Marca sin duda un cambio estructural respecto el entendimiento de las actividades de asesoría, ofrecimiento y la función de impartir órdenes por terceros en el mercado de activos financieros, al establecer que estas actividades requieren autorización del Estado², dándole a los reguladores mayores herramientas para proteger la equidad del mercado, la eficiencia, la transparencia, la estabilidad financiera y el interés de los inversionistas.

La norma establece que las actividades de asesoría para la adquisición o enajenación de valores y ofrecimiento de servicios relacionados con productos de inversión son consideradas operaciones de intermediación de valores. Así mismo, prohíbe impartir órdenes que corresponden a los clientes (es decir actuar como ordenantes) cuando esta labor se realiza como profesión u oficio por entidades diferentes a los intermediarios de valores.

Para el adecuado entendimiento del Decreto debe considerarse su propósito de mitigar riesgos producidos por fenómenos irregulares de asesoría y ofrecimiento de productos de inversión, así como la utilización de la figura del ordenante como mecanismo para prestar servicios de inversión al público por parte de

¹ Incorporado posteriormente en el Decreto 2555 de 2010 (art. 7.1.1.1.3)

² Criterio de intervención 6 del artículo 1º de la Ley 964 de 2005.



entidades no reguladas. Estas actividades no reguladas ponen en riesgo los ahorros de los inversionistas, menoscaban la confianza del público y generan una competencia desleal para los intermediarios regulados.

Por un lado, existen las llamadas “Mesas de Dinero”. Éstas, sin ser intermediarios debidamente regulados, han llegado a administrar dineros del público o prestar un servicio de acompañamiento o asesoría mediante su intervención para la realización de operaciones en productos de inversión³. Un servicio similar ha sido ofrecido por los denominados “ordenantes”⁴, quienes administraban los bienes de terceros al contar con la facultad discrecional para impartir órdenes. Más aún, los ordenantes actuaron en algunos casos como una “fuerza de ventas” de algunos intermediarios, pero sin tener la capacidad de representar a la entidad y sin sujetarse a las políticas del intermediario. Amparándose en el argumento de que su actividad se limita a dar asesoría a los clientes, estos ordenantes terminaron realizando actividades que generan exactamente el mismo riesgo social que fundamenta la intervención del Estado en la actividad de intermediación de valores. En muchos casos tales ordenantes dejaban a los clientes sin las protecciones propias que ofrecen los intermediarios vigilados producto de sus estándares regulatorios⁵.

El interés principal del Decreto es el de ampliar el perímetro regulatorio, de tal forma que las actividades de acercamiento de los productos de inversión a los inversionistas se realice a través de entidades vigiladas por la SFC y AMV

³ Véase: “Impacto De La Crisis Financiera Internacional En El Sistema Financiero Colombiano y en su Regulación”, AMV, Julio 2009, P 47

⁴ *Ibíd.* p 50

⁵ Sobre estos fenómenos el Superintendente Financiero dijo en una entrevista al diario la República: “(...) no existe un concepto normativo de lo que es una mesa de dinero, pero si el de la costumbre financiera que, se orienta a que una serie de personas, que con sus propios recursos, empiezan a invertir en el mercado de valores. También se ha acuñado la actividad de poner en contacto a oferentes con demandantes de liquidez o recursos. Cuando son personas jurídicas, generalmente lo hacen al amparo del concepto de asesoría financiera, orientada a vincular a personas que demandan recursos y de otra parte oferentes de la misma.” (...) “Estas empresas realizan operaciones en el mercado de valores y no cuentan con los mecanismos de gestión de riesgo típicos de las entidades vigiladas. En segundo lugar, uno ve que en algunos casos como en Probolsa, se vinculan recursos de algunas instituciones públicas. En tercer lugar, se ve que algunas de estas mesas de dinero, además promocionan productos y servicios de instituciones financieras del exterior, por ejemplo Forex, sin contar con la autorización correspondiente. Recordemos que la promoción de productos financieros del exterior, sólo se puede hacer mediante una oficina de representación o de un contrato de corresponsalía. Hay otro tema que tal vez es el más difícil de detectar y es cuando presentan como una actividad profesional, el ser ordenantes de terceros en el mercado de valores. Entonces vemos que al amparo de esta ambigüedad del concepto de asesoría, es que probablemente se están generando esta estas zonas grises regulatorias, cuyo lineamiento deberíamos aclarar a través de un Decreto reglamentario.” (*Mesas de dinero ilegales en la mira de las autoridades.* En: “Revista Portafolio” 13 de Mayo de 2010)



Tanto la figura de mesas de dinero como la de los ordenantes, que en algunos casos actuaban de manera conjunta, crearon un claro riesgo para el inversionista. Al no estar cobijadas por la normatividad del mercado de valores, el desarrollo de la actividad no implicaba estándares mínimos de separación de activos, requisitos mínimos de capital, o deberes como el de otorgar una mejor ejecución, suministrar una asesoría profesional acorde con el perfil de riesgo del cliente y contar con mecanismos de valoración del portafolio, entre otros. De igual forma, no contaban con los debidos estándares de profesionalismo requeridos para el manejo y direccionamiento de las inversiones realizadas con los recursos del público.

Bajo la figura de asesores se enmascararon personas que en la práctica administraban discrecionalmente recursos del público, generando riesgo social para los inversores.

El Decreto otorga mayores herramientas a la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) y demás autoridades para intervenir este tipo de organizaciones y frenar la propagación de estos fenómenos.

El interés principal del Decreto es el de ampliar el perímetro regulatorio, de tal forma que las actividades de acercamiento de los productos de inversión a los inversionistas se realice a través de entidades vigiladas por la SFC y autorreguladas por AMV, que cumplen con los estándares de profesionalismo, seriedad y responsabilidad, que el gobierno y los organismos de autorregulación les exigen.

Por lo tanto, se ha entendido que el Decreto no tiene la potencialidad de afectar de manera alguna a las entidades que ya se encuentran vigiladas por la SFC y vienen desarrollando sus actividades autorizadas de conformidad con la normatividad aplicable⁶.

2. ASESORIA

http://www.larepublica.com.co/archivos/FINANZAS/2009-05-13/mesas-de-dinero-ilegales-en-la-mira-de-las-autoridades_73837.php

⁶ Esta tesis ha sido reiterada en presentaciones realizadas en diferentes foros, por parte de funcionarios de las autoridades de regulación y supervisión.



2.1. Por qué se regula la actividad de Asesoría

La experiencia Colombiana ha demostrado que bajo la figura de asesores se justificaron las actividades de personas que en la práctica administraban discrecionalmente recursos del público, generando riesgo social para los inversionistas. Lo anterior, en razón a que tales labores se ejercían de manera informal, sin autorización y sin sujeción a la regulación que protege el manejo y aprovechamiento de recursos captados del público.

La experiencia internacional ha demostrado que la actividad de asesoría debe estar regulada, especialmente si se presenta de la mano con actividades de manejo de recursos. En este sentido, IOSCO⁷ ha establecido que la asesoría de productos de inversión debe contar con unos mínimos regulatorios⁸. El principio 12.8 de los objetivos y principios de regulación financiera establece que debe por lo menos seguirse los siguientes criterios:

- Autorización previa vía registro.
- No otorgar dicha autorización a quienes han sido objeto de sanción en el mercado de valores.
- Mantener información de clientes y registro de sus operaciones.
- Régimen de revelación de información, en particular para administrar conflictos de interés.
- Políticas y procedimientos para impedir el ofrecimiento de garantías sobre rentabilidades futuras.
- Capacidad de supervisión y disciplina por parte de las autoridades.

El Decreto 4939 aproxima a la regulación Colombiana a estos estándares regulatorios, estableciendo que esta actividad solamente puede ser ejercida por intermediarios de valores.

2.2. Concepto de asesoría en el Decreto 4939 de 2009

El Decreto hace referencia a la asesoría como una actividad en el mercado de valores. Es importante recordar que el término “asesoría” se utiliza en la regulación aplicable a los intermediarios de valores de dos formas. Por un lado, existe el deber de asesoría profesional al cual algunos intermediarios de valores están

⁷ La principal organización que reúne a los reguladores y supervisores del mundo

⁸ Ver: IOSCO. Objectives and Principles Of Securities Regulation. 2003. A pesar de que a la fecha ya fue publicada una revisión de los Objetivos y Principios de IOSCO, ésta corresponde a una versión ejecutiva que no contiene la parte explicativa de los principios. Por tal razón, se considera que la referencia todavía se encuentra vigente.



obligados frente a sus clientes⁹. Por otro lado, existe el concepto de actividad de promoción o asesoría para la cual es necesario obtener la inscripción en el RNPMV, y la certificación ante AMV como asesor comercial. Este último concepto se encuentra contenido en el Reglamento de AMV y se incorporó con el fin de precisar cuáles actividades requieren un estándar de certificación en razón al riesgo social que generan, distinguiéndolas de otras gestiones meramente operativas que no ameritan el cumplimiento de tal requisito.

Un primer elemento a tener en cuenta, es que la asesoría como actividad de intermediación de que trata el Decreto es diferente a las otras acepciones del concepto de asesoría referidas anteriormente.

Por otra parte, el término "asesoría" es general, dado que puede abarcar una gran cantidad de actividades. Por ser un término amplio y a su vez, un concepto fundamental que define el perímetro de la regulación, es importante contar con criterios para precisar qué tipo de actividades quedan abarcadas por el mismo y cuáles no. En nuestra opinión, el alcance de la actividad de asesoría debe entenderse en el sentido natural de la palabra, el cual se refiere a dar consejo o recomendaciones¹⁰. En tal sentido, lo que ha establecido el Decreto es que como regla general, cualquier tipo de recomendación o mensaje a través del cual se muestren los beneficios o desventajas de una operación en el mercado de valores, es considerada como actividad de intermediación y en consecuencia, se trata de un servicio que solamente puede ser prestado por las entidades intermediarias.

A continuación hacemos referencia a algunos criterios adicionales que pueden ser relevantes para determinar si la formulación de una recomendación en particular, se enmarca dentro de la actividad de asesoría regulada en el Decreto.

- Es una actividad que se adelanta con un carácter profesional. En tal sentido, el servicio está usualmente relacionado, de manera directa o indirecta, con una actividad que causa una contraprestación o beneficio comercial a quien la adelanta.

Este primer elemento sugiere que pueden existir situaciones donde no necesariamente existe un ánimo comercial propio de quien participa en la canalización de recursos al mercado de valores. Un ejemplo es el de un conoedor del mercado de valores, quien decide suministrar

⁹ Anexo 1, sobre las acepciones del concepto de asesoría en la regulación colombiana
¹⁰ Diccionario de la Real Academia de la lengua Española. (RAE)



recomendaciones a un familiar cercano, para que realice determinada operación en el mercado de valores¹¹. No es claro si la intención de la norma fue la de prohibir que esta actividad se realizara. En nuestra opinión parecería que extender el alcance de la regulación a recomendaciones familiares legítimas en las cuales no hay un interés comercial no estaría en línea con el propósito del Decreto.¹²

- La asesoría debe estar enmarcada en la adquisición o enajenación de valores. En tal sentido, por el concepto de asesoría establecido en el Decreto no queda cubierta la asesoría para invertir en carteras colectivas u otros productos financieros. No obstante, como veremos más adelante, otros apartes del Decreto están orientados a prevenir el ofrecimiento de estos productos por parte de entidades no reguladas.

2.3. Efecto del Decreto frente a entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera.

Como se mencionó anteriormente, el Decreto busca dar solución a la problemática que han generado ciertos individuos o entidades que, sin estar vigilados por la Superintendencia Financiera, participan de alguna manera en el proceso de inversión o manejo de recursos del público en el mercado de valores. Por lo tanto, el Decreto **no afecta el desarrollo de actividades de asesoría y ofrecimiento de servicios que con antelación a este Decreto desarrollaban las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera.**

El párrafo tercero del artículo 1.5.1.3 de la Resolución 400, incorporado por el Decreto, dispone que lo establecido en el inciso primero y segundo del referido artículo (actividad de asesoría), así como en el párrafo primero (ofrecimiento de servicios), no se aplicará a las actividades de asesoría y ofrecimiento que, **sin tipificarse como operaciones de intermediación**, realicen de manera exclusiva las entidades sometidas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia en desarrollo de su respectivo objeto legal".

Para interpretar el párrafo citado es necesario entrar a estudiar cuáles son las actuaciones que se tipifican como actividades de intermediación y cuáles no,

¹¹ Asumimos que en el ejemplo no se presenta uso de información privilegiada o cualquier otra conducta indebida.

¹² No obstante, este es un tema sobre el cual no existe un pronunciamiento formal por parte de las autoridades.



dado que a las entidades vigiladas no les aplican aquellas que no se tipifiquen como intermediación. Para tal efecto resulta procedente acudir a los artículos 1.5.1.1. y 1.5.1.2 de la Resolución 400, dado que son éstas las normas que establecen cuáles son las actividades que se consideran intermediación. Evidentemente, tales actividades ya venían siendo consideradas como intermediación y cualquier entidad que las adelante se encuentra sujeta a la regulación sobre la materia. En otras palabras, si ya tales actividades eran consideradas como intermediación, las entidades que ya venían realizando las mismas no se ven afectadas con la expedición de este Decreto.

Por lo anterior, tampoco existe cambio alguno en relación con las personas que deben certificarse estando al servicio de un intermediario, ni en las actividades permitidas por su objeto social¹³. En efecto, **si las actividades que realiza el intermediario pueden catalogarse como las de asesoría u ofrecimiento cobijadas por el Decreto, al intermediario se le aplicarán las normas generales de intermediación que ya se encontraban vigentes.**

Es importante destacar que el Decreto no tiene un impacto respecto al objeto social de las entidades vigiladas¹⁴. En este sentido, únicamente aquellos intermediarios que tienen la capacidad de adelantar actividades de asesoría o suministro de recomendaciones, de acuerdo con su objeto social, podrán prestar este servicio.

También resulta procedente destacar que en relación con otras entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia diferentes a intermediarios, tampoco les aplica lo establecido en el Decreto de conformidad con lo dispuesto por el párrafo tercero citado. Dado que ya cuentan con un marco regulatorio, otras entidades vigiladas como los proveedores de servicios del mercado de valores (bolsas de valores, administradores de sistemas de negociación y registro, sistemas de compensación y liquidación y organismos de autorregulación) no se entienden como intermediarios de valores a la luz de lo establecido en el Decreto¹⁵.

¹³ *Ibidem*.

¹⁴ *Ibidem*.

¹⁵ Esta excepción se encuentra establecida en el párrafo tercero del artículo 1 del Decreto 4939: "Lo establecido en el inciso primero y segundo de este artículo, así como en el párrafo primero, no se aplicará a las actividades de asesoría y ofrecimiento que, sin tipificarse como operaciones de intermediación, realicen de manera exclusiva las entidades sometidas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia en desarrollo de su respectivo objeto legal"



2.4. Excepciones a la actividad de asesoría regulada por el Decreto 4939

El párrafo segundo del primer artículo del Decreto exceptúa de sus disposiciones a quien efectúa asesoría profesional para la realización de estudios de factibilidad, procesos de adquisición, fusión, escisión, liquidación o reestructuración empresarial, cesión de activos, pasivos y contratos, diseño de valores, diseño de sistemas de costos, definición de estructuras adecuadas de capital, estudios de estructuración de deuda, comercialización de cartera, repatriación de capitales, estructuración de procesos de capitalización, estructuración de fuentes de financiación, estructuración de emisión y colocación, y estructuración de operaciones especiales como ofertas públicas de adquisición y martillos.

Los servicios anteriormente referidos, que en algunos casos son conocidos como "Banca de Inversión", no se encuentran sujetos hoy en día a la regulación financiera, y por tal razón, se establece que los mismos no hacen parte de la actividad de asesoría que se considera intermediación de valores.

En principio, la razón de ser de esta excepción se encuentra en la inexistencia de una relación directa entre las actividades referidas y el público inversionista. Los servicios descritos son ofrecidos usualmente a personas jurídicas que tienen un grado de entendimiento adecuado de las materias financieras, o que son jugadores de varias rondas y tienen la capacidad de sancionar comercialmente a los proveedores de servicios de banca de inversión¹⁶.

3. OFRECIMIENTO

3.1. Alcance

La inclusión del ofrecimiento de servicios financieros como actividad privativa de las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera facilita la labor del supervisor respecto de actividades irregulares, ya que ahora la sola publicidad sobre la prestación de un servicio de los descritos por el Decreto, por parte de una entidad no vigilada, puede ser considerada como una violación a la normativa,

¹⁶ No obstante lo señalado, existen algunas actividades que hacen parte de la denominada "Banca de Inversión" que pueden ser relevantes para el desarrollo del mercado y ameritar algún grado de intervención, como por ejemplo la separación de actividades de banca de inversión, de otras actividades reguladas en la cual se prestan servicios al público



sin importar si el servicio fue efectivamente prestado o si éste repercutió de alguna forma en los inversionistas.

Consideramos que la carga probatoria resulta mucho más razonable, en la medida en que bastará demostrar hechos externos que en algunos casos son observados por la comunidad, como la publicidad a través de volantes o páginas de internet. Demostrar la ocurrencia de estos hechos puede ser más sencilla en comparación con la obtención de otras pruebas, como por ejemplo las conversaciones entre partes, como podría ser necesario para el caso de otras actividades reguladas, como el suministro de asesoría. Esto refuerza la actividad preventiva del supervisor, permitiéndole actuar antes de la materialización de pérdidas para los inversionistas.

El principio que subyace esta norma consiste en que nadie en el territorio colombiano debería estar ofreciendo servicios que no se encuentran autorizados a prestar según la regulación local. El mero ofrecimiento es un hecho que en sí mismo resulta indicativo de la generación de un riesgo para el interés público. En efecto, si la actividad regulada se ha reservado para entidades que cuentan con unos estándares de regulación que propenden por el manejo de recursos de terceros, no parecería razonable permitir que individuos o entidades ofrezcan estos servicios sin estar regulados, con independencia de si efectivamente los prestan o no.

El Decreto divide en dos el concepto de ofrecimiento de servicios. El primer concepto se refiere a ofrecer realizar una operación de intermediación, de las listadas en el artículo 1.5.1.2 y 1.5.1.3 de la Resolución 400 de 1995 de la Sala General de la Superintendencia de Valores (incluyendo la nueva actividad de asesoría)¹⁷.

¹⁷ Estas son :

1. Operaciones ejecutadas en desarrollo del contrato de comisión y APTs.
2. Las operaciones de corretaje sobre valores.
3. Las operaciones de adquisición y enajenación de valores ejecutadas en desarrollo del contrato de fiducia mercantil o encargo fiduciario.
4. Las operaciones de adquisición o enajenación de valores ejecutadas por:
 - Las sociedades comisionistas de bolsa de valores en su calidad de administradoras de carteras colectivas y de fondos de inversión de capital extranjero.
 - Las sociedades fiduciarias en su calidad de administradoras de carteras colectivas, de fondos de pensiones voluntarias y de fondos de inversión de capital extranjero.
 - Las 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.
 - Las compañías de seguros en su calidad de administradoras de fondos de pensiones voluntarias, y
 - Las sociedades administradoras de inversión en su calidad de administradoras de carteras colectivas.
5. Las operaciones de colocación de valores.



El segundo concepto en mención, hace referencia a ofrecer servicios orientados a negociar, tramitar, gestionar, administrar u ordenar la realización de cualquier tipo de operación con valores, instrumentos financieros derivados, productos estructurados, carteras colectivas, fondos de capital privados y otros activos financieros que generen expectativas de ganancia.

Este segundo tipo de ofrecimiento incluye una variedad de actividades sobre distintos productos de inversión. Dentro de las actividades se encuentra el ofrecimiento de los siguientes servicios:

Negociar: Se considera como operación de intermediación el ofrecer servicios para negociar (transar, vender o comprar) cualquiera de los productos descritos en el siguiente aparte. Este concepto tiene como efecto evitar las “Dark Pools” o piscinas negras en las cuales se transan valores sin que estén expuestos en un sistema de negociación o sin que la información se conozca a través de un sistema de registro. A partir de la expedición del Decreto, debe entenderse que el ofrecimiento de servicios para la compra - venta de estos activos debe hacerse a través de los intermediarios de valores, y en consecuencia, nadie puede ofrecer servicios para promover profesionalmente la negociación de valores de manera directa.

Decimos “profesionalmente” dado que en nuestra opinión esta norma no cubriría la posibilidad de que alguien de manera ocasional y no profesional le ofrezca a un tercero venderle un valor de su portafolio, como podría ocurrir cuando una empresa del sector real acuerda directamente con otra empresa de dicho sector una compraventa de valores. Por profesional entendemos una situación en la cual parte de la actividad comercial ordinaria de una entidad es la compra y venta de valores. En consecuencia, podría afirmarse que una entidad del sector real no puede adelantar una actividad regular de ofrecimiento de operaciones de compraventa de valores a terceros, dado que dicha actividad se encuentra reservada a los intermediarios de valores.

6. Las operaciones de adquisición y enajenación de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores – RNVE o listados en un sistema local de cotización de valores extranjeros, 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.

7. La asesoría de cualquier naturaleza para la adquisición o enajenación de valores



Tramitar: En adelante se considerará como operación de intermediación el ofrecer hacer trámites, diligenciar formularios, abrir cuentas, u otras gestiones operativas, sobre cualquiera de los productos referidos en el Decreto, con independencia de si efectivamente realiza o no tales trámites. Esta actividad está esencialmente relacionada con la actividad de intermediación y no debe ser adelantada por una persona que no tenga la calidad de intermediario del mercado de valores.

Gestionar o administrar: Así mismo, será actividad del mercado de valores el ofrecer gestionar o administrar los recursos del público para la realización de operaciones sobre los productos referidos en el Decreto. Esto hace referencia a cualquier actividad que implique discrecionalidad por parte del tercero para el manejo de recursos

Si un valor cumple con los requisitos del artículo 2 de la Ley 964 de 2005 y ha sido o ha debido ser ofrecido cumpliendo con los requisitos de la oferta pública, los servicios para su negociación, trámite gestión y administración sólo puede ser ofrecido por intermediarios de valores

mediante la compra o venta de tales activos. El sólo hecho de ofrecer administrar recursos o los productos de inversión de un tercero se considera una actividad de intermediación, con independencia de si son efectivamente administrados o no.

Los activos financieros que generan expectativa de beneficio económico son aquellos que cumplen con las características de un producto de inversión, es decir, tienen un mercado secundario amplio, son utilizados como mecanismo de inversión en su mayoría de carácter especulativo y que pueden poner en riesgo el ahorro de los inversionistas.

Ordenar: Una de las herramientas que usa el Decreto para regular el fenómeno de los ordenantes, es el de establecer como actividad de intermediación el ofrecimiento de servicios para actuar como ordenante. De igual forma, en este caso no es necesario que efectivamente se actúe como ordenante y bastará el simple ofrecimiento del servicio.

Dentro de los productos o subyacentes que no pueden ser objeto del ofrecimiento de servicios explicado anteriormente se encuentran:



Valores: Este concepto debe entenderse de acuerdo con lo definido por el artículo 2 de la Ley 964 de 2005, en el cual se establecen tres condiciones para que un instrumento se considere valor: Que sea de naturaleza negociable, que sea producto de una emisión y que tenga por objeto o efecto la captación de recursos del público.

En nuestro concepto, es también necesario que en relación con los valores se haya incurrido en un hecho que haya hecho obligatoria la realización de una oferta pública, con independencia de si esa oferta efectivamente se realizó. Lo anterior, en razón a que si se trata de valores como acciones, que se ofrecieron entre un número reducido de inversionistas determinados, no estaríamos ante un valor sujeto a la normatividad del mercado público de valores.

El Decreto dispone que si un valor cumple con los requisitos del artículo 2 de la Ley 964 de 2005 y ha sido **o ha debido** ser ofrecido cumpliendo con los requisitos de la oferta pública, los servicios para su negociación trámite gestión y administración sólo pueden ser ofrecidos por intermediarios de valores.

Instrumentos financieros derivados, productos estructurados, carteras colectivas, fondos de capital privado: La naturaleza de estos productos hace que puedan ser utilizados para canalizar o exponer recursos del público con fines de inversión o especulación. Adicionalmente, tienen la posibilidad de generar riesgo sistémico que menoscaben la confianza del público en el mercado de valores y pongan en riesgo los ahorros del público.

Por esta razón, el Gobierno Nacional ha considerado conveniente que la actividad de ofrecer de servicios relacionados con estos productos, únicamente pueda ser prestado por entidades sometidas a los estándares de vigilancia de los intermediarios de valores. La reciente experiencia nacional e internacional demuestra que incluso instrumentos que no se consideran valores pueden generar riesgo sistémico para la economía y afectar la confianza en el mercado. Por ello, a pesar de que no necesariamente se trata de activos o derechos que puedan ser considerados valores, se ha considerado que el riesgo que tales instrumentos generan, hace aconsejable restringir la posibilidad de que puedan ser ofrecidos por individuos o instituciones no regulados. En tal sentido, serán los intermediarios del mercado, quienes son entidades que están sujetas a normas prudenciales y de conducta, los únicos que podrán ofrecer tales productos, de conformidad con su objeto social.



Activos financieros que generen expectativas de beneficios económicos: El Decreto incorpora este concepto al considerar que puede generarse riesgo social en el manejo de los dineros del público y en la economía en general, mediante el uso de instrumentos que no necesariamente estaban cobijados directamente en el perímetro regulatorio. En razón a la importancia de este tema y las discusiones que se han generado, la siguiente sección se ocupa exclusivamente de la materia.

3.2. Activo Financiero que genera expectativas de beneficios económicos

El Decreto utiliza el concepto de Activo Financiero que genera expectativas de beneficio económico, sin que haya sido considerado procedente establecer una definición precisa. Una revisión de la experiencia internacional sobre el concepto de activo financiero y producto de inversión, da luces acerca de la interpretación de este concepto.

Este concepto guarda relación con lo que a nivel internacional se ha denominado “*investment product*” o “*Producto de inversión*”. Algunas autoridades en países como Canadá y Estados Unidos –así como en la revisión de los Principios de Regulación de Valores de IOSCO- han empezado a utilizar el término para abarcar a todo tipo de activo financiero en el que las personas inviertan sus ingresos con el ánimo de obtener beneficios económicos¹⁸.

De esta manera se reconoce que pueden existir instrumentos de naturaleza fungible y con mercados secundarios relativamente activos, que a pesar de no ser considerados formalmente como valores, si pueden ser utilizados para ofrecer al público inversionista una alternativa de inversión o especulación, prometiendo ganancias futuras. En este caso, se observa que el principal objetivo de los inversionistas cuando acuden a este tipo de mercados, es el de obtener unos retornos lo cual implica necesariamente que asuman un riesgo contra sus ahorros o patrimonio.

¹⁸ Ver: IIROC. Regulatory Concerns Regarding New Products. En: “IIROC Memorandum” Enero 6 de 2010: “For IIROC member firms, staff has clarified that recommended transactions for any **investment product** (which includes transactions in foreign currency contracts) must be conducted within and recorded on the books of an IIROC Dealer Member. These activities [must be recorded on the books of the Dealer in order to ensure that IIROC is in a position to effectively regulate those activities.” Así mismo la propuesta de revisión de los principios de IOSCO.



Considerando que tales instrumentos generan un riesgo social significativo dado que permiten exponer a un alto riesgo los ahorros del público, en Colombia se amplió el perímetro de la regulación, estableciendo que este tipo de productos, con independencia de su naturaleza jurídica, solamente pueden ser ofrecidos por intermediarios del mercado de valores. Debido a lo anterior, la normatividad se refiere en forma amplia de activos financieros que generen expectativas de ganancia.

Este avance regulatorio debe ser entendido considerando los desarrollos sobre el concepto de valor o activos de inversión, por parte de la doctrina internacional. En Estados Unidos el concepto de valor se amplió con el concepto de "investment contract", el cual se delimitó en el famoso caso de *SEC vs Howey*. En este caso, la Corte Suprema de Estados Unidos determinó que una plantación de naranjas administrada por el Sr. Howey en la cual se les vendía parcelas a los inversionistas, podía ser considerada como un valor. El raciocinio que utilizó la Corte, conocido como "Howey Test", establece que un producto es un valor si cumple con cuatro condiciones: a) Inversión de dinero b) con una expectativa de beneficio económico c) derivados de una empresa común d) que depende de los esfuerzos de un tercero. En este sentido se abarcaron situaciones que la regulación no había previsto, de tal forma que las normas sobre valores le fueran aplicables.

En materia de ofrecimiento de servicios financieros, el decreto no afecta a las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera

Este concepto, sin embargo, falló en abarcar productos como titularizaciones, productos estructurados o Forex en relación con los cuales se genera un riesgo sistémico o de afectación de los intereses del público inversionista, a pesar de que no se verifican algunas de las condiciones del test. Esto hace que en el contexto internacional, se haya empezado a ampliar el alcance de los instrumentos regulados, para incluir no solamente a valores, sino también a otros productos de inversión.

El concepto de producto de inversión amplía la visión que se tiene bajo el Howey test. Estos productos no dependen de los esfuerzos de un tercero, en el sentido de ser derivados de un ente económico productivo, sino que el esfuerzo se basa en la gestión que realiza el tercero para obtener ventaja de movimientos en los precios del producto. Dentro de esta



categoría se encuentran, por ejemplo, el esquema Forex, en razón a que se trata de un producto cuyo propósito exclusivo es el de obtener beneficios económicos derivados de una actividad de especulación en un activo financiero.

Los activos financieros que generan expectativa de beneficio económico son aquellos que cumplen con tres características propias de un producto de inversión: tienen un mercado secundario amplio que le permite a los inversionistas tener una expectativa de liquidación de la inversión, son utilizados como mecanismo de inversión o especulación y ponen en riesgo el ahorro o patrimonio de los inversionistas.

Estos activos han sido definidos como activos cuyo ofrecimiento constituye actividad de intermediación de valores, en ejercicio de las facultades reglamentarias del Gobierno Nacional.

Con independencia del debate académico sobre la naturaleza de estos productos, lo cierto es que de conformidad con la regulación solamente pueden ser ofrecidos por entidades sometidas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia, de acuerdo con su objeto social. De esta manera, la regulación establece con mayor claridad un límite a actividades que generan un riesgo social y que en consecuencia, deben ser ofrecidas y adelantadas de manera exclusiva por quienes están sujetos a la regulación y vigilancia estatal.

3.3. Ofrecimiento por parte de entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera.

Tal y como ocurre en relación con la operación de intermediación de asesoría prevista en el Decreto, el desarrollo de la operación de ofrecimiento no tiene ningún efecto frente a las entidades actualmente vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia. Así pues, en materia de ofrecimiento de servicios financieros, el Decreto no afecta a las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia.

4. ORDENANTES:



4.1. Alcance

Ser ordenante significa asumir la función de impartir órdenes que les corresponden a los clientes. En consecuencia, cuando un allegado o familiar ejerce la función de impartir órdenes, éste actuará como ordenante. Esta función estaba siendo utilizada por entidades no reguladas o personas que se aprovechaban de la falta de normatividad en la materia para actuar discrecionalmente sobre las inversiones de los clientes de los intermediarios, lo cual equivale a una actividad de administración de recursos de terceros.

Según el Decreto en ningún caso el ordenante puede asesorar al cliente, o representar en forma alguna al intermediario de valores.

Así mismo, un efecto que se generó fue la imposibilidad de los clientes para acceder a los servicios de asesoría que prestan los intermediarios regulados, quienes terminaron dependiendo exclusivamente de las opiniones de sus ordenantes. Con la regulación sobre ordenantes se refuerza el propósito del Decreto mediante el cual prohíbe que individuos o redes de personas se encarguen de atraer a los clientes y dar recomendaciones, sin que se encuentren bajo la vigilancia del supervisor estatal.

Según el Decreto, la función ejercida por el ordenante como profesión u oficio, cuando no sea efectuada por personas sometidas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia, constituye un ejercicio ilegal de la actividad de intermediación de valores. Es decir, sólo las personas vinculadas a una entidad vigilada, actuando como representantes de la misma, en su calidad de administrador profesional de los recursos que le han sido encomendados por el público y cuando el tipo de producto lo permite, pueden impartir órdenes respecto los activos de los clientes.

El Decreto prohíbe crear redes de personas que se encarguen de atraer a los clientes y dar recomendaciones, sin que se encuentren bajo la vigilancia del supervisor estatal.

4.2. Ser Ordenante Como “profesión u oficio”



El término como “profesión u oficio” no tiene una definición legal bajo la normatividad colombiana. En los términos del Decreto, esta expresión se debe interpretar de acuerdo con el propósito de la norma.

Consideramos que alguien ejerce esta función como profesión u oficio cuando se obtiene algún tipo de contraprestación económica o comercial por el servicio prestado.

Los intermediarios podrán utilizar fuerzas de venta siempre que estos estén sujetos a las políticas y procedimientos de la entidad vigilada

Si la función de ordenante surge como una actividad que es accesorio o que se realiza excepcionalmente en relación con una actividad principal, podría considerarse que no se trata de una actuación como profesión u oficio. Por ejemplo, no se entenderá que un abogado que administra una masa de bienes de un extranjero está ejerciendo la función de ordenante en los términos del Decreto cuando por esto ocasionalmente se encarga de dar las órdenes en el mercado de valores que le corresponden a su representado. No obstante, es importante contar con políticas y procedimientos para evitar que este principio pueda ser utilizado para amparar situaciones irregulares.

Definir si la actividad se ejerce como profesión u oficio está sujeta a las circunstancias de cada caso concreto. Sin embargo, criterios como la contraprestación, el hecho de que se promueva la actividad, la amplitud del ofrecimiento, la habitualidad de ocurrencia y la materialidad de las operaciones, son elementos que determinarán si la actividad se ejerce de forma profesional.

4.3. Deberes de los intermediarios frente a los ordenantes

El ordenante debe entenderse como alguien que se encuentra representando los intereses del cliente al momento de suscribir el contrato. En este sentido, él debe ser tratado como un cliente, y por lo tanto, no puede cumplir funciones que son exclusivas de las entidades vigiladas o generar en el cliente la expectativa del cumplimiento de tales funciones.

En este sentido, el Decreto dispone que en ningún caso se entiende que el ordenante asesora al cliente, o representa en forma alguna al intermediario de valores. En otras palabras, el ordenante es alguien que está del lado de la mesa



del cliente, como cuando alguien designa a su esposa para actuar como ordenante u apoderado en su ausencia. Así mismo, la norma establece que el intermediario está sujeto a los deberes surgidos del contrato, tanto con el cliente, como con el ordenante.

Por lo anterior, el cliente no ve limitados los derechos surgidos del contrato de comisión – deber de asesoría profesional, deber de valoración, etc.- por el hecho de actuar a través de ordenantes. Tampoco puede el intermediario ampararse en el hecho de que el ordenante sea un inversionista profesional, para no prestar la debida asesoría profesional a la que está obligado, incumpliendo por ejemplo los deberes de perfilar al cliente y actuar de acuerdo con su perfil. En este caso, la entidad le debe a su cliente los deberes que está obligado a prestarle y deberá cumplirlos frente al mismo y frente a su ordenante.

Los ordenantes en ningún caso pueden entenderse como vinculados o representantes de las entidades vigiladas y por lo tanto no puede comprometer o representar de forma alguna al intermediario de valores.

4.4. Fuerzas de venta de los intermediarios de valores

Una de las preguntas que surge con respecto a la actividad de ofrecimiento y a la actividad de ordenantes es la forma en que los intermediarios de valores contratan su fuerza de ventas. Algunos intermediarios han utilizado como fuerza de venta a agentes independientes cuya única vinculación con la entidad consiste en atraer a los clientes. A esta situación, en algunos casos, se le sumaba el hecho de que estos agentes tomaban decisiones de inversión de manera discrecional actuando como ordenantes. Esto generó que a través de algunos intermediarios legales se ejercieran actividades irregulares. Por lo anterior, a raíz de la expedición del Decreto 4939 es necesario que las entidades cuenten con políticas claras sobre sus fuerzas de venta, con el fin de prevenir el incumplimiento del Decreto citado.

De conformidad con la normatividad actual, se pueden contratar fuerzas de venta sin que éstas se encuentren vinculadas laboralmente a la entidad. Esta práctica es válida y puede generar eficiencias administrativas que se ven reflejadas en menores costos para los clientes.



Sin embargo, sobre estas fuerzas de venta siempre debe existir y ejercerse la capacidad de direccionamiento estratégico y control interno de la entidad. De lo contrario, la fuerza de ventas tendrá un estándar de independencia, lo cual equivale a señalar que actúa por su propia cuenta, ejerciendo una actividad privativa de las entidades vigiladas como son las actividades comprendidas por el Decreto. Por tal razón, el uso de fuerzas de venta independientes y que estén sujetas a las normas y controles internos de la entidad, constituye una violación a la normatividad por parte del intermediario.

Por lo señalado, se considera que la línea divisoria entre una fuerza de ventas vinculada a la entidad y una que actúa independientemente está dada por las políticas y procedimientos de cada intermediario. En general debe existir en todo momento supervisión y responsabilidad sobre las actuaciones de las personas que conforman tales fuerzas. Algunos criterios podrían dar una guía de lo que se entiende por esto:

- a. El hecho de que la fuerza de ventas este sujeta a las políticas y procedimientos de la entidad.
- b. La obligatoriedad de reportar a un funcionario de la entidad de la manera en que usualmente lo hace un funcionario de la entidad.
- c. La forma en que se identifiquen frente a sus clientes.
- d. El hecho de que las personas estén sujetas a la gestión de control interno.

Para evitar situaciones confusas o zonas grises, resulta fundamental que en esta materia los intermediarios implementen políticas y procedimientos que impidan la trasgresión de las normas de intermediación, como es el Decreto 4939¹⁹.

4.5. Ordenantes bajo el reglamento de AMV.

El artículo 51.12 del reglamento de AMV dispone que los miembros no deben permitir que alguien sea ordenante de más de 5 clientes de la respectiva entidad²⁰. Sobre lo anterior es importante realizar una precisión, dado que esta disposición no puede entenderse contraria a lo dispuesto por el Decreto.

¹⁹ Artículo 36.6 y 36.7 del Reglamento de AMV

²⁰ Dentro de los 5 clientes no se tienen en cuenta los casos en los que el ordenante sea parte relacionada de un cliente, tal y como está definida en el reglamento de AMV.



La norma de AMV sigue vigente y debe interpretarse en concordancia con lo dispuesto en el Decreto. Por esta razón, los ordenantes de los cuales habla el Reglamento de AMV no pueden actuar en tal calidad ejerciendo su función como profesión u oficio. El límite de cinco clientes por ordenante de que habla la norma no otorga un "cupo" para infringir el Decreto. En consecuencia, el límite establecido en la referida norma del Reglamento de AMV es aplicable a los ordenantes que no actúan como profesión u oficio.

En aplicación de los principios y deberes generales de la actividad de intermediación, los intermediarios deben contar con políticas y procedimientos claros para evitar que cualquier ordenante de sus clientes, ejerza dicha función como profesión u oficio y en tal sentido, se deberá adelantar una labor de conocimiento de la condición u origen bajo la cual el cliente designó a su ordenante.

5. CONCLUSIONES

El Decreto 4939 está diseñado para ampliar el perímetro regulatorio estableciendo que algunas actividades asociadas a la intermediación de valores, solamente pueden ser llevadas a cabo por entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera, en desarrollo de su objeto social.

De igual forma, el Decreto 4939 se refiere a una actividad de asesoría. Esto significa cualquier recomendación o consejo enmarcado dentro de la intermediación de valores, con características como la de profesionalidad de la actividad, su realización habitual y una contraprestación económica. En la regulación existen otras acepciones independientes del concepto de asesoría descrito por el Decreto 4939. Entre estas se encuentra el deber de asesoría profesional y la obligación de certificación cuando al asesorar se tienen en cuenta las características personales del cliente (Ver Anexo 1).

El Decreto 4939 establece un marco regulatorio respecto de las actividades de asesoría, ofrecimiento de servicios financieros y actividad de ordenantes, que permite a las autoridades actuar sobre entidades o personas que desarrollen de manera ilegal estas actividades. Esta regulación describe como actividades reguladas, hechos cuya prueba puede ser obtenida de manera efectiva, en



razón a que se trata de situaciones observables, como es el caso del ofrecimiento de servicios.

El Decreto 4939 no modifica el marco regulatorio de las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera en cuanto a la asesoría y ofrecimiento de productos de inversión. En este sentido, no se entiende que modifique el alcance de la certificación o que se amplíe el objeto social de las mismas.

Desde la expedición del Decreto 4939 ninguna persona puede actuar como ordenante, de manera profesional. Se han propuesto algunos criterios para establecer cuando una actividad se clasifica como profesional.

Las fuerzas de ventas se consideran como mecanismos válidos dentro de la gestión de los intermediarios. A pesar de que se trata de estructuras que son tienen un grado de independencia funcional, deben existir políticas y procedimientos para asegurar que tales mecanismos hagan parte de la entidad desde un punto de vista regulatorio, para lo cual se listaron algunos criterios relevantes.



6. ANEXO 1. OTROS CONCEPTOS DE ASESORÍA

El concepto de asesoría se utiliza en distintas normas cada una con propósitos distintos, en esta sección se hace un recuento de estos conceptos, de tal forma que no sean confundidos con la asesoría a la que hace referencia el Decreto 4939 y se tenga claridad frente a su ámbito de aplicación:

6.1. Deber de Asesoría Profesional:

Las sociedades comisionistas de bolsa en desarrollo del contrato de comisión, APT y corretaje tienen el Deber de Asesoría Profesional.

Este deber es el que las Sociedades Comisionistas tienen frente a los clientes inversionistas. De acuerdo con la norma, se entiende por Asesoría Profesional el brindar recomendaciones individualizadas que incluyan una explicación previa acerca de los elementos relevantes del tipo de operación, con el fin de que el cliente tome decisiones informadas, atendiendo al perfil de riesgo particular que el intermediario le haya asignado.

Los profesionales sujetos al deber de asesoría profesional deben realizar un perfil de riesgo del cliente, esto es, clasificarlo de acuerdo con su situación individual. Para tal efecto se debe tener en cuenta características como la edad, la cantidad de recursos invertidos, la disposición del individuo a tomar riesgos, el patrimonio de la persona y la destinación de los recursos.

De igual forma, el intermediario debe actuar conforme al perfil de riesgo que estableció e informar al cliente de las decisiones que pueden estar en contra de lo que establece su perfil de riesgo. El profesional debe obtener autorización expresa del cliente para ejecutar las operaciones que considere no están de acuerdo con su perfil de riesgo. Esto reconoce que no todos los productos son adecuados para todos los clientes, y los intermediarios, que tienen un mayor conocimiento, tienen la carga de conocer a sus clientes, conocer sus productos y no ofrecer productos que no sean apropiados para su cliente.

Éste deber de asesoría debe ser cumplido por un profesional certificado para este fin.



6.2. Asesoría Especial:

Es aquella que se presta con ocasión del cumplimiento de las funciones del gestor profesional de fondos de capital privado o la que se encuentra asociada a servicios de banca de inversión que se presta a determinadas sociedades, como en casos de procesos de fusión, escisión, liquidación o reestructuración empresarial²¹.

Esta actividad se encuentra exceptuada de las disposiciones del Decreto y no se considera actividad de intermediación.

Sin embargo, la excepción se encuentra limitada a la labor de asesoría y no a la actividad de ofrecimiento de servicios de cualquier naturaleza para la realización de las operaciones listadas en el Decreto. Por lo tanto, en desarrollo de esta actividad de asesoría especial, no se podría vender u ofrecer los valores dado que esta actividad es privativa de los intermediarios de valores.

6.3. Asesoría “Certificable”:

Este concepto de asesoría tiene como propósito diferenciar entre las actividades comerciales que implican contacto con el cliente, pero que no requieren certificación, de aquellas otras que por el riesgo social y la necesidad de protección al cliente, sí ameritan un estándar de certificación.

Con este fin, en el Reglamento de AMV se define el concepto de asesoría en los siguientes términos:

“Es la formulación de recomendaciones o el suministro de explicaciones sobre las ventajas o desventajas de una o varias alternativas de inversión, relacionadas con valores, derivados financieros o vehículos de administración de recursos de terceros teniendo en cuenta el perfil de riesgo de una persona”.

²¹ El Decreto exceptúa del tratamiento de actividad de intermediación a la asesoría profesional. Ésta se define como aquella que se ejerce con ocasión del cumplimiento de las funciones de gestor profesional (en los términos del Decreto 2175 de 2007), así como, la que se presta para la realización de estudios de factibilidad, procesos de adquisición, procesos de fusión, escisión, liquidación o reestructuración empresarial, cesión de activos, pasivos y contratos, diseño de valores, diseño de sistemas de costos, definición de estructuras adecuadas de capital, estudios de estructuración de deuda, comercialización de cartera, repatriación de capitales, estructuración de procesos de privatización, estructuración de fuentes de financiación, estructuración de procesos de emisión y colocación, y estructuración de operaciones especiales como ofertas públicas de adquisición y marfillos.



Quien como representante de los intermediarios desarrolle actividades comerciales que se enmarquen dentro del concepto de asesoría incluido en el Reglamento de AMV, debe estar certificado como Asesor Comercial. Dentro de esta categoría no están incluidas aquellas personas cuya labor comercial se limite al ofrecimiento o simple entrega de información sobre alternativas de inversión.

El Decreto 4939 no cambia la forma en que las entidades internacionales prestan servicios a colombianos, ya que la prestación de estos servicios ya se encontraba regulada por el decreto 2558 de 2007

Lo anterior no significa que el asesor comercial sea el único que puede prestar asesoría, ya que otras personas certificadas por AMV, pueden prestar este servicio dentro de los distintos intermediarios, como es el caso de los operadores en cada una de las modalidades en que se encuentran certificados.

7. ANEXO 2

7.1. Sobre la capacidad de ofrecer valores a través del estructurador

El párrafo segundo del artículo primero del Decreto excluye a los estructuradores de ofertas primarias y reestructuraciones empresariales de las disposiciones sobre la actividad de asesoría. Sin embargo, la excepción no se extiende al ofrecimiento de los valores producto de esta estructuración. En otras palabras el proceso de pre mercadeo (cuando existe el ofrecimiento de estos valores mediante actividades conocidas como *Road Show*), producto de la estructuración, siempre debe ser adelantado por un intermediario de valores.

Es importante destacar que algunos estructuradores, para determinar el precio o el monto de una emisión, deben salir al mercado a consultar el apetito e interés general sobre la emisión. Esta labor no puede ser confundida con la labor de colocación de la emisión. En efecto si la gestión de asesoramiento a potenciales inversionistas involucra la posibilidad de recibir ofertas en firme sobre una respectiva emisión, estamos frente a una actividad que no corresponde a la de estructuración y por lo tanto debe ser cumplida por un colocador, quien solamente puede ser una entidad vigilada por SFC y con la capacidad jurídica para realizar ésta labor.



La diferencia entre una y otra labor puede observarse a partir del lenguaje utilizado al momento de contactar e interactuar con potenciales inversionistas. Si mediante la gestión se busca obtener ofertas en firme, la labor es de colocación.

7.2. Ofrecimiento de servicios por parte de entidades internacionales

El ofrecimiento de productos o servicios financieros en el mercado Colombiano por parte de entidades internacionales se encuentra prohibido por el Decreto 2558 de 2007. Según este Decreto, para que una institución financiera del exterior pueda promocionar u ofrecer sus productos dentro del territorio colombiano debe establecer una oficina de representación en Colombia o celebrar un contrato de corresponsalía con una sociedad comisionista de Bolsa o una corporación financiera²².

Esto no obsta para que personas (naturales o jurídicas) colombianas puedan establecer una relación comercial con una entidad en el exterior. En tal caso, si quien toma la iniciativa para establecer la relación es la entidad Colombiana, las entidades en el exterior podrán prestarle sus servicios.

Por lo anterior, el Decreto 4939 no cambia la forma en que las entidades internacionales prestan servicios a colombianos, ya que la prestación de estos servicios ya se encontraba regulada por el decreto 2558 de 2007.

Por lo tanto, desde la expedición del Decreto 2558 se entiende que para que los inversionistas nacionales puedan acceder a productos internacionales, éstos deben ser ofrecidos a través de intermediarios nacionales vigilados por la SFC, lo anterior salvo que sea el inversionista local quien tome la iniciativa para buscar servicios internacionales.

7.3. Ordenantes Internacionales

La norma no exceptúa a los intermediarios de valores internacionales que desarrollan actividades de intermediación y están sujetos a estándares de regulación y supervisión por parte de su autoridad local y actúan por cuenta de sus clientes ubicados en el exterior. Sin embargo, al interpretar la norma de acuerdo a su propósito, consideramos que la función de ordenantes que

²² Artículo 2 Decreto 2558 de 2007.



adelantan estas entidades no se encuentra cobijada dentro del Decreto. Es importante destacar que esta excepción a la norma solo aplica cuando la entidad financiera del exterior está actuando por cuenta de clientes extranjeros.

7.4. Referenciadores

Es natural que los intermediarios implementen mecanismos novedosos y efectivos para atraer a potenciales clientes, de tal manera que estos accedan al mercado de valores. Hemos tenido conocimiento de que algunas entidades utilizan o han pensado utilizar la figura de referenciador.

De acuerdo con lo que se nos ha informado, los referenciadores son personas que manejan una línea de negocio diferente a la intermediación de valores (como por ejemplo el corretaje de seguros o inmobiliario) y que cuentan con un portafolio de clientes cuyos perfiles pueden resultar interesantes como potenciales inversionistas en el mercado de valores.

Algunos intermediarios han considerado interesante desde el punto de vista comercial, ofrecer un incentivo a los denominados referenciadores para que éstos recomienden a los clientes acudir a un intermediario de valores con el propósito de realizar inversiones.

Los referenciadores no prestan asesoría, entendida en los términos explicados en este documento, no tienen conocimiento sobre el mercado de valores y se limitan a emitir una recomendación para la vinculación comercial a un intermediario. Por lo anterior, se ha manifestado que las entidades interesadas en utilizar esta figura consideran de la mayor importancia ser cuidadosas con los contratos que suscriben con los referenciadores, definiendo expresamente que no se trata de una actividad de asesoría, y estableciendo que el cliente reconoce que el referenciador no trabaja para el intermediario ni la representa de ninguna manera,

En principio, consideramos que tal como se plantea la figura actualmente, es posible que la misma no se enmarque dentro de las prohibiciones establecidas en la regulación analizada en este documento. No obstante, es posible que algunos aspectos de la estructura contractual puedan exacerbar el riesgo de terminar en una situación de incumplimiento de la normatividad, a pesar de las precisiones que se incorporen en los contratos.



La problemática que hemos identificado surge del incentivo que se les otorga a los referenciadores para que promocionen el mercado y la inversión a través de una determinada entidad. En efecto, si un referenciador recibe una remuneración fija y preestablecida por cada cliente referenciado y por una sola vez, parecería que la práctica no genera riesgos adicionales. No obstante, si se acuerda una remuneración asociada al número de transacciones que realicen los clientes referenciados o las utilidades obtenidas por éstos, se estaría incentivando a que el referenciador adelante un proceso de acompañamiento o seguimiento a la actuación del cliente en el mercado. Esto genera un riesgo alto de que el referenciador empiece a incentivar y sugerir al cliente la realización de inversiones, ante lo cual será muy difícil trazar una clara línea entre las recomendaciones y situaciones en el que el referenciador inste a su cliente para invertir.

Particularmente, si la compensación se encuentra atada al resultado de la inversión del cliente, estaremos ante un escenario más riesgoso para el inversionista. Esto puede generar una recomendación indebida y hasta un conflicto de intereses entre el referenciador y el inversionista. Si el monto de la comisión depende de la ganancia que obtenga el inversionista, el referenciador buscará recomendar las inversiones más riesgosas para el cliente sin tener en cuenta el verdadero interés del cliente o su perfil.

La actividad de los referenciadores no está regulada y por tanto no hay una norma que indique cuáles son sus deberes y obligaciones, frente a los clientes y frente al intermediario. En principio los intermediarios deben evitar a toda costa que estas prácticas se conviertan en asesoría, ya que si los referenciadores empiezan a brindar recomendaciones, estarán asumiendo un riesgo legal por el incumplimiento de la regulación de intermediación, así como por los daños que puedan sufrir los inversionistas.

Un esquema de compensación indefinido y atado a los resultados o montos de la inversión del cliente genera un alto riesgo para el intermediario, a pesar de lo estipulado en los contratos. Por lo anterior AMV considera esa práctica como no segura.



CLÁUSULA DE EXENCIÓN DE RESPONSABILIDAD

El presente Documento de Investigación se encuentra en estado "**Documento Preliminar**"; lo cual implica que el contenido: Tiene propósito investigativo sobre el tema, se comparte como un insumo de trabajo y referencia pública. Su contenido no ha sido adoptado ni aprobado por el Autorregulador del Mercado de Valores – AMV de manera formal y por tal razón no es un documento institucional. Ha sido objeto de revisiones preliminares en las cuales se han considerado los comentarios de la industria y el público en general.

No contiene declaraciones de AMV y no compromete de manera alguna la política de la entidad. Puede ser un referente preliminar y no concluyente de discusión.

No ha sido validado por AMV, por lo cual no asume ninguna responsabilidad por la exactitud de los datos incluidos o referidos en el documento, ni por el uso que se haga posteriormente de los mismos.

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 duda puntual sobre la aplicación de la normatividad que por su naturaleza requiera la realización de un estudio especial, este documento no puede ser considerado como un reemplazo para el efecto.