



ASESORÍA FINANCIERA INDEPENDIENTE

Entidades Interesadas

- Ministerio de Hacienda y Crédito Público
- Superintendencia Financiera de Colombia
- Miembros de AMV

Funcionarios Interesados

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

Publicación:

18 de Enero de 2011

Información de contacto

Lissa Parra Alarcón. Abogada de Regulación

lparra@amvcolombia.org.co

Regulación aplicable

- Ley 964 de 2005
- Decreto 2555 de 2010

RESUMEN EJECUTIVO

La asesoría independiente (AFI) es una actividad que puede contribuir al desarrollo de mercado de valores, dado que genera un valor agregado que es apreciado por los inversionistas y reconocido por la industria. En este documento, se estudia la estructura regulatoria existente en diferentes legislaciones, relacionada con dicha actividad.

En el documento también se analiza la normativa colombiana relacionada y la posibilidad de incorporar esta actividad dentro de la estructura de las actividades del mercado de valores, formulando algunas recomendaciones sobre el particular.

OBJETIVOS

- Evaluar el rol de la AFI en el mercado de valores colombiano.
- Determinar el impacto y condiciones en que esta figura podría existir, así como los retos regulatorios y de supervisión en el entorno local.



Contenido

| | | |
|-----|--|----|
| 1 | Introducción | 3 |
| 2 | Principios y Glosario | 5 |
| 2.1 | Principios | 5 |
| a. | Principio de autonomía de la actividad | 5 |
| b. | Principio de regulación | 5 |
| c. | Registro como elemento fundamental | 5 |
| d. | Deber frente a conflictos de interés | 5 |
| e. | Información a los clientes | 6 |
| f. | Posibilidad de obtener asesoría por parte de clientes inversionistas. | 6 |
| g. | Principios IOSCO | 6 |
| 2.2 | Glosario | 8 |
| 3 | Legislación Comparada | 9 |
| 3.1 | Australia | 10 |
| 3.2 | Europa: Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID) | 11 |
| 3.3 | Estados Unidos | 15 |
| 3.4 | Estándares establecidos por los Autorreguladores de Planeadores Financieros (CFP y AFP) | 27 |
| 4 | Tamaño de la industria | 29 |
| 5 | Caso Colombiano | 29 |
| 5.1 | Marco legal de la actividad | 32 |
| 6 | Recomendaciones | 39 |
| 7 | Conclusiones | 45 |
| 8 | Bibliografía | 46 |
| 9 | Anexo | 47 |



1 Introducción

La confianza de los inversionistas en el mercado de valores es un factor fundamental para su desarrollo, por lo cual es indispensable contar con mecanismos que la fortalezcan. Uno de estos es la Asesoría Financiera Independiente (en adelante AFI), la cual genera un acompañamiento a los inversionistas con las siguientes características: especialización en el desarrollo de la actividad, cercanía con los inversionistas e independencia frente a otros intermediarios.

La especialización en los diferentes servicios del mercado de valores permite que los recursos sean utilizados de forma eficiente. Esto puede ocurrir, por ejemplo, cuando existen profesionales dedicados a cada uno de los componentes de la cadena de valor, dentro de los cuales se encuentran actividades como la estructuración de productos, la ejecución de operaciones, y el proceso de venta a los clientes.

La AFI es reconocida por generar valor agregado, dado que los inversionistas valoran un acompañamiento para sus decisiones de inversión, cuando perciben que quien presta el servicio está de su lado, sin tener un interés comercial particular que pueda afectar la objetividad de sus opiniones. Existe también una especial cercanía entre el proveedor de AFI y sus clientes, dado que el servicio se caracteriza por desarrollarse a través de un contacto directo y personalizado que es propio del tamaño y naturaleza de las instituciones o personas naturales que adelantan este tipo de actividad.

En Colombia está prohibida la actividad de asesoría independiente, así como la gestión de ordenantes que actúan de manera profesional, y solo se considera conforme con la regulación aquella asesoría o gestión de ordenantes que sea realizada por entidades sometidas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia (en adelante SFC)¹. En consecuencia, dichas actividades solo pueden ser desarrolladas por personas que se encuentren al servicio de un intermediario de valores. Aunque estas limitantes responden a entendibles razones, un grupo de potenciales inversionistas quedó sin la posibilidad de acceder a un servicio que valoran y que puede llegar a complementar de manera eficiente la labor de los intermediarios.

¹ Ver Decreto 4939 de 2009



Existen otros agentes que prestan servicios de asesoría como los planificadores financieros. En Colombia aún se encuentra en desarrollo el mercado de servicios de planificación financiera, y se observa que la mayoría de quienes ofrecen este tipo de servicios funcionan como fuerza de venta de las entidades financieras. De acuerdo con algunos participantes del mercado, el público aún no le otorga un valor agregado a la función de aconsejar en valores o en otros productos. Esto en parte obedece a que no existen asesores independientes en valores que tengan un régimen de autorización y funcionamiento especial que genere confianza a inversionistas y autoridades. Por el contrario, esta labor se percibe como vinculada a la de ofrecimiento de productos de los intermediarios. Debido a que los planificadores financieros en Colombia solamente pueden actuar como parte de la fuerza de ventas de los intermediarios de valores, los clientes no pueden acceder al consejo de un asesor independiente.

La figura de asesores independientes, capaces de generar mayor confianza y disposición en los inversionistas, puede favorecer la profundización del mercado de valores. Un indicador de que existen clientes que valoran el servicio de un asesor independiente es que han surgido personas que prestan servicios de asesoría sin estar vinculados a entidades financieras. Dado que esta actividad no se encuentra regulada, no existe normatividad que establezca deberes y obligaciones, ya sea frente a los clientes o los intermediarios.

La AFI podría ser una importante herramienta para acercar a una mayor cantidad de personas al mercado de valores. Así mismo, los asesores independientes pueden actuar como agentes en la educación financiera de las personas y hacer más eficiente la canalización de los ahorros de los colombianos hacia el mercado de valores.

Uno de los retos comerciales y regulatorios de los asesores independientes es su compensación. La cultura del servicio a nivel local ha demostrado que la imposición de tarifas es un tema sensible para los consumidores. Es por esta razón que se deben establecer condiciones para que exista un esquema de remuneración que haga viable el desarrollo de la industria.

A continuación se realiza un análisis comparado sobre la figura de asesor financiero, con el fin de reconocer los principios en que se basa su labor nivel internacional, la experiencia de esta figura en otras jurisdicciones y evaluar su viabilidad para el caso colombiano.



2 Principios y Glosario

2.1 Principios

A continuación se exponen algunos principios generales que se han identificado en la regulación a nivel internacional en materia de asesoría independiente, incluyendo lo señalado por la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO).

a. Principio de autonomía de la actividad

A nivel internacional, se observa que la actividad de AFI es realizada por distintos tipos de agentes. En la práctica, la forma en la cual el agente se presenta al público depende de las actividades que éste realice, o los productos sobre los cuales está en capacidad de aconsejar. Este principio establece que independientemente del nombre que se asigne el agente, si desarrolla actividad de asesoría deberá cumplir los deberes que ésta implica. Por tanto, la actividad de asesoría es autónoma, y la naturaleza de sus deberes no dependen de la forma en la cual se presenta el agente al público.

b. Principio de regulación

La AFI ha sido reconocida en varios países como actividad regulada del mercado de valores, y su desarrollo debe estar sujeto a ciertas obligaciones y deberes. La regulación debe propender por que la AFI contribuya al desarrollo del mercado y no se convierta en un obstáculo para el mismo.

c. Registro como elemento fundamental

Los asesores independientes están obligados a registrarse ante las autoridades, con el fin de que exista un control sobre el desarrollo de la actividad. De esta forma es posible conocer información histórica, como la cantidad de asesores independientes, el valor de los recursos sobre los cuales prestan sus servicios y desplegar una actividad de reporte o supervisión.

d. Deber frente a conflictos de interés

A nivel internacional los asesores independientes están sujetos a estándares de cuidado propios de los deberes fiduciarios. Esto implica que el deber fundamental de un asesor independiente es prestar sus servicios en el mejor interés de sus



clientes. Igualmente, el asesor debe revelar cualquier conflicto de interés en el que se encuentre. La existencia deberes fiduciarios genera un alto estándar para la administración de situaciones de conflictos de interés.

e. Información a los clientes

Los asesores independientes deben asegurarse que los clientes entienden los términos de la relación contractual, por lo cual ésta debe establecerse de forma simple. Esto implica que el cliente debe recibir la información básica del asesor y comprender aquella información que le es suministrada. Dentro de la información básica que debe suministrarse se encuentra aquella que hace referencia a las relaciones comerciales del asesor independiente que puedan afectar la prestación del servicio y la información sobre los costos. Por ejemplo, deben revelarse las situaciones que pueden generar conflictos de interés y la forma de compensación de los asesores, entre otros.

f. Posibilidad de obtener asesoría por parte de clientes inversionistas.

Todo cliente inversionista que acceda al mercado de valores debe poder contar con asesoría financiera, ya sea brindada por un asesor independiente o por el intermediario a través del cual acceda al mercado de valores.

g. Principios IOSCO

IOSCO es el principal foro de discusión mundial sobre los estándares regulatorios en mercados de valores. En el 2010, IOSCO actualizó su más importante documento en materia de regulación, el cual establece los Objetivos y Principios de Regulación en Valores, en el cual se exponen los principios y objetivos que los reguladores deben tener en cuenta en materia de regulación. Varios de ellos hacen referencia a las actividades de intermediación, dentro de las cuales se incluyó la actividad de AFI. IOSCO reconoce la AFI como una de las actividades de intermediación que deben tener en cuenta sus miembros, en su gestión de regulación².

Un asesor independiente, de acuerdo con IOSCO, es aquella persona cuyo principal negocio consiste en asesorar a otros con respecto del precio de los productos financieros, o acerca de la compra o venta de valores. Si el asesor financiero además negocia en nombre de los clientes, todos los controles aplicables a los demás intermediarios le deben ser aplicables. Si el asesor no

²IOSCO. Principles and Objectives of Securities Regulation. 12.8 Investment Advisers. En: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>.



negocia directamente, pero se le permite el manejo discrecional de los bienes de los clientes, cuando por ejemplo puede impartir órdenes en su nombre, se deben aplicar controles como la separación del capital e inspecciones periódicas por parte del ente regulador.

Según IOSCO, al regular la actividad de asesoría independiente pueden establecerse estándares de certificación, requerimientos de capital y estándares de suministro de información diseñados para permitir que los potenciales clientes tomen una decisión informada al momento de escoger su asesor independiente.

Como mínimo, la regulación debe tener los siguientes elementos:

- Un régimen de registro que sea requisito para actuar como asesor financiero y que permita a los clientes tener acceso a una lista actualizada de quien realiza la actividad.
- Prohibir el registro a personas que hayan violado las leyes de valores o que hayan sido sancionados penalmente por violación de las normas del mercado, durante un periodo de tiempo determinado.
- Requisitos de contabilidad y registro de los negocios.
- Requisitos claros y detallados con respecto a la revelación que los asesores independientes deben hacer a sus clientes, dentro de los cuales se deben encontrar: i. Descripciones de la educación del asesor financiero; ii. Su experiencia relevante e historia disciplinaria, si alguna vez ha sido sancionado por el ente regulador; iii. La forma en que va a cobrar al cliente y otros costos relacionados; iv. Posibles conflictos de interés; v. El grado de éxito de sus recomendaciones en el pasado. Esta información debe ser actualizada periódicamente y cada vez que ocurra un cambio material.
- Reglas y procedimientos diseñados para prevenir la garantía de un rendimiento futuro, mal uso de los recursos del cliente y potenciales conflictos de interés.
- Poderes de inspección y disciplina por parte de las autoridades.

Pueden existir asesores independientes que no transan a favor del cliente, ni tienen discrecionalidad en sus inversiones o custodia de sus recursos, sino que



solamente ofrecen servicios de asesoría, es decir, son únicamente asesores independientes. En este caso, según IOSCO, podría ser suficiente que los intermediarios a través de los cuales se realice la negociación o administración de recursos estén adecuadamente registrados y por lo tanto, no es estrictamente necesario requerir una licencia separada para los asesores independientes.

2.2 Glosario

a. Asesoría Independiente

Situación en que una persona a cambio o con la expectativa de una compensación, directa o indirecta, realiza recomendaciones o suministra consejos sobre productos de inversión. Esta actividad se puede realizar de forma individualizada o a través de publicaciones generales al público.

b. Comisionista (Broker)

Persona que tiene la capacidad de actuar en comisión, cuando sus actividades están circunscritas al contrato de comisión. Dicha actividad consiste en comprar o vender valores en nombre propio pero por cuenta ajena. Esta definición corresponde a la internacionalmente reconocida como propia de los denominados "brokers". Este término no debe confundirse con los bróker de voz, que se encargan de proveer a los comisionistas información sobre las ofertas de compra y venta que en determinado momento hay en el mercado.

c. Compensación

Hace referencia al monto que recibe el asesor independiente como retribución de su servicio.

d. Planificador financiero

Persona que presta un servicio mediante el cual ayuda a estructurar el manejo de excedentes de liquidez o riqueza de su cliente, no necesariamente a través de la compra o venta de valores. Su actividad también se puede desarrollar sobre otros productos, como los bancarios, de seguros, tributarios, pensionales e inmobiliarios.

e. Mapa de la actividad de asesoría

Legalmente, la actividad de asesoría puede ser ejercida por distintos intermediarios del mercado, quienes dentro de su labor de intermediación prestan asesoría respecto de los productos que ofrecen en desarrollo de su objeto



social. A continuación se presenta un recuento general de las personas que prestan el servicio de asesoría en el mundo, diferenciándolas por el tipo de actividades que pueden realizar, además de la asesoría en valores:



3 Legislación Comparada

Muchos países vienen reconociendo la AFI como una actividad del mercado de valores. En Europa, la *Markets in Financial Instruments Directive* (MiFID) de 2004 reconoce la asesoría individual como una actividad del mercado de valores, y lo mismo hace el *Corporations Act* de 2001 en Australia. En Estados Unidos, la actividad ha estado regulada desde 1940 en el *Investment Adviser Act* bajo la figura de *Investment Adviser* (asesor en inversión).

Aunque la legislación es diversa, se pueden rescatar varios elementos comunes. En primer lugar, se regula la actividad como tal y no a la persona que la realiza, es decir, se le otorga prelación al sentido económico de la actividad y a la necesidad de proteger a los inversionistas, sobre el nombre que utilice quien la realiza.

En segundo lugar, se reconoce que la actividad puede ser prestada de forma individualizada o mediante la distribución de publicaciones, y que el tratamiento regulatorio entre una y otra no debe ser diferente. Sin embargo, las regulaciones suelen diferenciar la actividad de asesoría en el mercado de valores, de la actividad periodística, que usualmente está protegida constitucionalmente.



Finalmente, se diferencia entre aquellos asesores independientes que manejan recursos del público de aquellos que no lo hacen, imponiendo mayores obligaciones a los primeros.

3.1 Australia

Para ejercer la actividad de planificación financiera, es necesario por ley obtener una licencia como asesor en inversión. Esta licencia sigue los estrictos lineamientos del *Australian Securities & Investments Commission (ASIC)*, y es conocida como *Australian Financial Services Licence (AFS)*. Este estándar fue introducido por el *Corporations Act* de 2001.

Por medio de las pruebas que se realizan a los aspirantes a planificadores financieros se determina si cuentan con un mínimo de conocimientos y requerimientos para obtener su licencia³.

La regulación establece que toda persona natural que asesore a los inversionistas debe cumplir con unos estándares mínimos de entrenamiento. El conocimiento y habilidades exigidas varían de acuerdo con la actividad del asesor. Esto es, si presta servicio personalizado o general, y según los productos en los que asesora.

Regulación Relevante

El *Australia Regulatory Guide 146*, con base en el *Corporations Act de 2001*, dispone que todas las personas naturales que asesoren en productos financieros a clientes inversionistas⁴ deben cumplir con ciertos estándares de entrenamiento a menos que se encuentren dentro de unas determinadas excepciones. Esto asegura que quienes asesoran en productos financieros tengan un nivel adecuado de profesionalismo. El nivel de calificación requerido para los asesores en valores depende de: i. Si presta asesoría al público en general o de manera individualizada, y ii. En qué productos presta asesoría.

Según el *Corporations Act de 2001*, la asesoría en productos financieros incluye circunstancias en donde: i. El asesor haya considerado uno o más de los objetivos financieros del cliente de acuerdo con su situación particular, y ii. Una persona razonable esperaría que se hayan tomado en cuenta uno o más de estos factores. No se considera asesoría en productos financieros el consejo dado por

³ Estos requerimientos están establecidos en: Australian Securities & Investments Commission, Regulation Act 146/2009. En: [http://www.asic.gov.au/asic/pdflib.nsf/LookupByFileName/rg146.pdf/\\$file/rg146.pdf](http://www.asic.gov.au/asic/pdflib.nsf/LookupByFileName/rg146.pdf/$file/rg146.pdf)

⁴ La expresión clientes inversionistas incluye a los denominados clientes "retail".



un abogado en el curso ordinario de su actividad o el otorgado por un agente de impuestos⁵.

Quienes son representantes de una entidad no deben cumplir con el requisito de entrenamiento si sólo siguen un libreto preestablecido o si están bajo la vigilancia directa de una persona que cumpla con los requisitos de entrenamiento. En todo caso, el libreto debe estar aprobado previamente por una persona que cumpla con los requisitos de entrenamiento. La entidad licenciada debe tener políticas y procedimientos que aseguren que los representantes no entrenados cumplan con lo dispuesto en la regulación.

Los planificadores financieros, quienes en determinados casos pueden ser considerados asesores en productos financieros, están sujetos a las disposiciones establecidas por entidades de autorregulación, las cuales se encargan de certificar y establecer parámetros sobre dicha actividad.

Un ejemplo de este tipo de entidades es la *Financial Planning Association de Australia*. Esta entidad ha desarrollado el código de ética de los planificadores financieros, e incluye estándares generales de conducta que deben ser observados por sus miembros. Entre éstos se encuentran los principios de integridad, objetividad, competencia y equidad. El Código ha sido revisado recientemente y fue publicado el 1 de julio de 2009⁶.

3.2 Europa: Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID)

La asesoría está regulada por el tipo de actividad que se ejerce y no por la persona que la realiza. Su regulación fue adelantada, a nivel de la Unión Europea, mediante la MiFID.

⁵ Australia Corporations Act/2001, Sec. 940C

⁶ Las reglas sobre planeadores financieros incluyen :

- Reglas de información y revelación a los clientes potenciales.
- Formas de preparación del plan financiero
- Explicación sobre el plan financiero
- Servicio al cliente
- Atención de Quejas

Como estas entidades de autorregulación actúan con los mismos estándares en distintos países, se estudiará más a fondo sus principios y reglas de conducta en un capítulo aparte.



La MiFID establece un régimen regulatorio común para los servicios financieros en los 27 estados miembros de la Unión Europea, y otros 3 estados del Área Económica Europea (Islandia, Noruega, y Liechtenstein).

Los objetivos principales de la Directiva son:

- Complementar el mercado único de servicios financieros de la UE.
- Responder a los cambios e innovaciones en relación con la seguridad de los mercados.
- Proteger a los inversionistas.
- Fomentar la equidad, la transparencia, la eficacia y la integración de los mercados financieros.

La MiFID es uno de los pilares del Plan de Acción de Servicios Financieros – comenzado en 1999- (el *Financial Services Action Plan* - FSAP), cuyas 42 medidas provocaron cambios sustanciales en la regulación de los mercados financieros de la UE. En adición a MiFID existen otras tres Directivas: la Directiva de prospectos, la Directiva en materia de abuso de mercados y la Directiva de transparencia.

- **Asesoría en materia de inversión**

Un paso importante en la regulación Europea fue clasificar la asesoría en materia de inversión como un servicio de inversión, lo cual implica que se instauren normas de conducta y condiciones para su realización.

El asesoramiento en materia de inversión está definido como la prestación de recomendaciones personalizadas a un cliente, sea a petición de éste o por iniciativa de quien presta el servicio, con respecto a una o más operaciones relativas a instrumentos financieros.⁷

Según la MiFID, se entiende por recomendación personal una recomendación realizada a una persona en su calidad de inversionista o potencial inversionista, o en su calidad de agente de un inversionista⁸ o posible inversionista, para realizar algunas de las siguientes acciones:

- a. Comprar, vender, suscribir, canjear, reembolsar, mantener o asegurar un instrumento financiero específico.

⁷ Directiva 2004/39/del Parlamento Europeo y el Consejo de Abril 21 de 2004. En: <http://www.mifidirective.com/mifid-directive.pdf>.

⁸ Es quien representa al inversionista mediante un contrato de mandato.



- b. Ejercitar o no cualquier derecho conferido por un instrumento financiero determinado para comprar vender, suscribir, canjear o reembolsar un instrumento financiero.

Esa recomendación deberá presentarse como conveniente para esa persona o deberá basarse en una consideración de sus circunstancias personales.

Una recomendación no se considerará personalizada si se divulga exclusivamente a través de canales de distribución o al público. Es decir que las recomendaciones generales dirigidas a personas indeterminadas no se encuentran dentro del concepto de asesoría.

Las empresas de asesoramiento financiero⁹ pueden estar autorizadas únicamente para prestar el servicio de asesoría en materia de inversión o a recibir y transmitir órdenes de inversionistas. En este caso, no pueden custodiar fondos o valores mobiliarios que pertenezcan a sus clientes y por lo tanto, no están obligados a cumplir con requerimientos de capital.

Este tipo de entidades, no obstante, están sujetas a normas de conductas como:

- a. **Autorización previa:** Quien preste servicios de inversión como profesión o actividad habitual debe obtener un registro previo. Esta autorización se puede conceder tanto a personas naturales como jurídicas. La idoneidad de las personas es evaluada por el ente regulador. Este registro puede ser delegado por la autoridad competente a una institución privada, como un organismo de autorregulación.
- b. **Deber de Información:** Quien realice la actividad de asesoría debe informar a los clientes sobre la actividad que realiza la empresa, los servicios autorizados, los instrumentos financieros sobre los cuales asesora y las estrategias de inversión que propone (incluyendo orientaciones y advertencias apropiadas acerca de los riesgos asociados a las inversiones o estrategias), los centros de ejecución de órdenes y gastos, y los costos asociados a la ejecución de órdenes. La información debe estar encaminada a que los clientes comprendan la naturaleza y los riesgos del

⁹ Empresas de Asesoramiento Financiero (EAFI): corresponden a la categoría de Empresas de Servicios de Inversión (ESI), se encuentran autorizadas para realizar la labor de asesoría o transmisión de órdenes a quien se encuentra autorizado para tramitar las órdenes. Tanto personas físicas como jurídicas pueden ser EAFI. Éstas no pueden contratar agentes para la delegación de sus funciones autorizadas, es decir la asesoría financiera.



mercado de valores y del instrumento financiero específico sobre el que se recomienda invertir.

- c. **Deber de Asesoría Profesional:** Al prestar asesoría en materia de inversión, el asesor deberá obtener la información necesaria sobre los conocimientos y experiencia del cliente en el ámbito de inversión correspondiente al tipo de producto o servicio, la situación financiera y sus objetivos de inversión, con el fin de recomendarle los servicios de inversión e instrumentos que más le convengan.

Igualmente, las entidades o personas¹⁰ que desarrollan estas actividades deben contar con políticas y procedimientos tendientes a:

- a. Cumplir con las disposiciones de la directiva.
- b. Impedir que los conflictos de interés perjudiquen a los clientes.
- c. Asegurar la continuidad del negocio.
- d. Llevar registro de todas las operaciones que realice.
- e. Políticas para asegurar la calidad de la tercerización de funciones operativas cruciales.

De la regulación Europea se destaca que los clientes que han sido asesorados a través de una empresa de asesoramiento financiero, no requieren de asesoría por parte de quien ejecuta sus órdenes. Esto tiene como objetivo la no duplicidad en el ejercicio de asesoría, asignando la responsabilidad sobre el contenido de la información suministrada al cliente a la empresa de asesoramiento, evitando que para ejecutar las operaciones el comisionista deba realizar un estudio o análisis para cumplir con el deber de asesoría. De esta forma, se permite que las empresas que únicamente se encuentran autorizadas para realizar actividad de asesoría, suministren un verdadero valor agregado para el mercado, evitando costos innecesarios.

A continuación se resumen los aspectos más relevantes de la regulación de la Unión Europea en materia de asesoría de inversión.

- La asesoría en materia de inversión o servicio de inversión independiente se define como la prestación de recomendaciones personalizadas a un cliente. Por lo tanto, no cubre las recomendaciones realizadas a personas indeterminadas.

¹⁰ Los individuos pueden desarrollar esta actividad a través de empresas unipersonales.



- Se creó una sub categoría dentro de las Empresas de Servicios de Inversión (ESI): Las Empresas de Asesoramiento Financiero (EAFI).
- Solo los agentes vinculados¹¹ de las empresas prestadoras de servicios de inversión pueden prestar asesoramiento en materia de inversión.
- El marco legal distingue entre las actividades de promoción y comercialización y las de asesoramiento de inversiones. La promoción y comercialización son recomendaciones de carácter genérico y no personalizadas que se consideran por fuera del concepto regulado.

3.3 Estados Unidos

La actividad se regula a través del *Investment Adviser Act* de 1940 y las modificaciones establecidas por la reforma financiera del *Dodd-Frank Act* de 2010. El *Investment Adviser Act* fue adoptado por el Congreso como parte del paquete regulatorio que pretendía prevenir una nueva crisis financiera como la que se vivió en la gran depresión de 1929. Al igual que en Australia y Europa, en los Estados Unidos la regulación sobre asesoría independiente tiene como fundamento el servicio que se provee y no el nombre que utiliza quien realiza la actividad¹². Sin embargo, a los comisionistas (brokers) se les permite asesorar como actividad inherente al ejercicio de sus funciones sin que esto implique que tiene que cumplir deberes fiduciarios.

La reforma financiera de 2010 estableció un nuevo régimen de registro, el cual se estudiará en detalle más adelante, y determinó que las autoridades debían realizar diferentes estudios para conocer el estado de la actividad de asesoría (ver Anexo).

¹¹ **Agente Vinculado:** toda persona física o jurídica que, bajo la responsabilidad plena e incondicional de una sola empresa de inversión por cuya cuenta actúa, promueve la inversión o servicios auxiliares ante clientes o posibles clientes, recibe y transmite instrucciones u órdenes de clientes sobre instrumentos financieros o servicios de inversión, coloca instrumentos financieros o presta asesoría a clientes o posibles clientes con respecto a estos productos financieros o servicio. (Op. Cit. Directiva 2004/39/del Parlamento Europeo y el Consejo, Artículo 4 num. 25)

¹² Por ejemplo, un planificador financiero que además venda valores o suministre consejos sobre valores será regulado de igual forma que un comisionista (broker) y un asesor financiero. (Es decir al mismo tiempo se le aplicarán las disposiciones regulatorias de comisionista (broker) o de asesor independiente) De igual forma un comisionista (broker) que provea servicios de asesoría estará cobijado también por la regulación de los asesores financieros (*Investment Advisers Act 1940*)



En muchos casos las Cortes han decidido que una persona debe ser considerada asesor independiente, a pesar de que se encuentre cobijado bajo otra estructura legal. El caso más conocido es *Abrahamson v Flechner*¹³ donde la Corte sostuvo que un socio-administrador de una sociedad limitada constituida para invertir en valores- el cual recibía comisiones basadas en rendimiento de la inversión- debía registrarse como asesor en valores. La Corte sostuvo dos argumentos para su decisión: primero, el asesor rendía informes a los socios con respecto al rendimiento de la inversión, permitiéndoles decidir si retiraban la misma; segundo, la Corte sostuvo que, basados en el desarrollo histórico de la regulación, el manejo discrecional de los recursos por sí mismo involucraba una actividad de asesoría por compensación. A continuación se revisan los principales aspectos de dicha regulación.

a. Regulación sobre Asesores en Inversión

El asesor en inversión es aquella persona que presta el servicio de asesoría. En Estados Unidos, se ha notado que los consejos de los asesores en valores pueden venir en una variedad de formas, desde consultas personalizadas a recomendaciones especializadas enviadas a grupos de suscriptores. En el *Investment Advisers Act* de 1940, el Congreso adoptó un esquema de regulación federal para las actividades de asesoría, que cubre a quien suministra recomendaciones individualizadas o a personas indeterminadas.

Los asesores financieros están sometidos a una cantidad importante de regulación sustantiva, entre otras a un esquema disciplinario similar al de los Comisionistas (Brokers) y Distribuidores (Dealers). Es decir, su registro puede ser negado, suspendido o revocado y pueden ser multados si la SEC encuentra que el asesor ha violado la regulación sobre valores.

Los asesores independientes deben llevar registro de sus actividades, enviar reportes periódicos a la SEC y están sujetos a inspección. Las firmas asesoras, al igual que las de Comisionistas (Brokers) y Distribuidores (Dealers), deben adoptar políticas y procedimientos para prevenir el uso de información privilegiada y podrían ser sancionados si permiten una violación por parte de sus empleados.

Existe una prohibición al cobro de compensaciones variables atadas a las ganancias. Esta prohibición existe porque se presentaron esquemas en donde los asesores en valores ganan si el inversionista gana, pero no perdían si el inversionista pierde, lo cual incentivaba a orientar los clientes hacia productos

¹³ *Abrahamson v. Flechner*, 392 F. Supp. 741, 746-47 (S.D.N.Y. 1975)



más riesgosos. La SEC expidió la regla 205-3 de 1998 según la cual están exentos de esta prohibición los contratos con personas cuyo capital sea mayor de 1.5 millones o aquellos que tengan un capital sujeto a asesoría de más de USD\$750.000.

b. El requisito de registro

El punto de partida de la regulación del *Investment Adviser Act* es el registro. A menos que se encuentren exentos, es ilegal para cualquier persona actuar como un asesor independiente sin registrarse ante la SEC o ante la autoridad Estatal. La sección 202(11) de la regulación define como asesor independiente (*Investment Adviser*) a cualquier persona que:

Por compensación, se encuentre en el negocio de dar asesoría a otros, ya sea directamente o a través de publicaciones o escritos, sobre el precio de los valores o sobre consejos de inversión, compra y venta de valores, o quien por compensación de forma regular divulgue análisis o reportes concernientes a valores.

Dependiendo del monto y la extensión de los servicios prestados, algunos asesores independientes pueden estar exentos del registro más no de las demás disposiciones del *Investment Advisers Act*¹⁴. Así mismo, el requisito del registro puede ser cumplido ante SEC o ante la autoridad estatal correspondiente. A continuación se presenta un paralelo entre las disposiciones sobre registro del *Investment Advisers Act* y lo establecido por el *Dodd-Frank Act* de 2010.

¹⁴ Cuando se actúe solamente en los límites de un estado, o cuando se tengan menos de clientes en el periodo de un año. Adicionalmente, en 1996 el congreso dividió las responsabilidades de supervisión entre las entidades Federales y las entidades estatales para aquellos asesores en valores que tengan menos de USD\$25 millones bajo su administración de activos sobre los cuales se encuentra asesorando.



| | INVESTMENT ADVISERS ACT | DODD-FRANK ACT |
|---|---|---|
| Asesores en inversión que deben registrarse ante la SEC | Cuando el valor de los activos sobre los cuales se encuentra asesorando sea igual o superior a USD\$ 25 millones. | <ul style="list-style-type: none"> - Cuando el valor de los activos sobre los cuales se encuentra asesorando es mayor a USD\$100 millones - Algunos asesores medianos (mid-sized advisers) que se encuentran en las siguientes circunstancias: i. No son sujetos de registro en el Estado donde tienen el asiento principal de sus negocios; ii. Si una vez registrados ante la autoridad estatal no son sujetos de vigilancia por la misma; y iii. Si deben registrarse en más de 15 Estados.¹⁵ - Los asesores independientes que tengan el asiento de sus negocios en Wyoming¹⁶ o fuera de EEUU - Los asesores de una sociedad de inversión registrada |
| Asesores en inversión que deben registrarse ante Autoridades Estatales | Cuando el valor de los activos sobre los cuales se encuentra asesorando es menor a USD\$25 millones. | <ul style="list-style-type: none"> - Cuando el valor de los activos sobre los cuales se encuentra asesorando es menor a USD\$25 millones. - Asesores medianos que no encuentren en las circunstancias determinadas para el registro ante SEC. |
| Asesores en inversión que se encuentran exentos de registro | <ul style="list-style-type: none"> - El asesor que da recomendaciones únicamente sobre valores que no están listados en las bolsas de valores de EEUU. - Asesor cuyos clientes solamente son compañías aseguradoras - Los asesores que durante un año han tenido menos de 15 clientes y quien no se presenta al público como un asesor de inversión y no actúa como asesor de una compañía de inversión registrada. (Esta excepción se conoce como <i>Private Advisers Exemption</i>) - El asesor es una organización sin ánimo de lucro o un funcionario de la misma - El asesor de inversión se encuentra registrado ante la CFTC. | <ul style="list-style-type: none"> - Los asesores privados extranjeros (<i>Foreign Private Advisers</i>) cuando asesoren menos de 15 clientes o el valor de los activos sobre los cuales se encuentra asesorando es menor a USD\$25 millones, incluyendo a sus clientes en EEUU. - Los asesores que se encuentren certificados ante <i>Commodity Futures Trading Commission (CFTC)</i> como asesores en commodities salvo que después de entrada en vigencia de la reforma su negocio este dirigido a asesorar sobre valores. - Los asesores de <i>venture capital funds</i>¹⁷, quienes tienen algunas obligaciones asociadas a mantener registros y reportarlos a la SEC. - Los asesores de fondos privados que asesoren activos por un valor menor a USD\$150 millones, quienes deben mantener registros y enviarlos de forma anual a la SEC - Los asesores de fondos medianos que manejen activos por un valor menor a USD\$30 millones. |

¹⁵ **Mid-Sized Advisers:** asesores que manejan activos entre USD\$ 25 millones – USD\$ 100 millones. En principio se deben registrar ante la autoridad estatal en la cual tienen el asiento principal de sus negocios, pero podrán registrarse ante SEC. (Securities and Exchange Commission. Rules Implementing amendments to the investment advisers act of 1940. 2010)

¹⁶ Estado que no regula a los asesores financieros.

¹⁷ De acuerdo al Dodd-Frank Act de 2010 Securities and Exchange Commission (SEC) debe definir *venture capital funds*.



En materia de asesoría financiera la reforma financiera tiene los siguientes objetivos:

- La reasignación de la responsabilidad sobre la vigilancia de los asesores financieros. Se delega a las autoridades estatales la responsabilidad sobre los asesores de fondos medianos.
- Eliminar la excepción general de registro de los asesores privados (*Private Advisers Exemption*) para lo cual la SEC debe establecer las excepciones para cierto tipo de asesores privados como los de fondos de capital de riesgo (*venture capital funds*).
- Obtener información sobre los fondos privados a través de solicitudes de información sobre su operación, con el fin de permitir que los recursos de supervisión se dirijan a aquellos que presentan mayor riesgo.

A partir de los anteriores puntos la SEC tiene competencia para establecer la regulación que permita cumplir dichos objetivos. La SEC, en junio pasado, expidió regulación que determina los criterios a tener en cuenta para establecer si un asesor está sujeto a registro y demás obligaciones asociadas. En desarrollo de esta facultad, la SEC estableció el valor de los activos que deben tener los asesores para ser sujetos de registro ante la Comisión, las excepciones de registro de ciertos asesores de fondos privados y el requerimiento de información de algunos asesores que no se encuentran sujetos a registro.¹⁸ Las disposiciones de la reforma financiera que modifican el *Investment Advisers Act* entraron en vigencia a partir del 21 de julio de 2011.

c. Servicios de los planificadores Financieros

La aplicación de la regulación sobre *Investment Advisers* depende de la actividad que se realiza y no de la forma en que se presente la actividad, lo cual tiene importantes implicaciones para quien ejerza la actividad de planificación financiera en los Estados Unidos. Por una parte, esto significa que los planificadores financieros pueden estar incluidos dentro de las disposiciones de los *investment advisers*, si sus actividades corresponden a asesoría en valores. Por otra

¹⁸ Ver: Rules Implementing Amendments to the Investment Advisers Act of 1940. En: <http://www.sec.gov/rules/final/2011/ia-3221.pdf>; y Exemptions for Advisers to Venture Capital Funds, Private Fund Advisers With Less Than \$150 Million in Assets Under Management, and Foreign Private Advisers En: <http://www.sec.gov/rules/final/2011/ia-3222.pdf>.



parte, significa que esta actividad por sí sola no está regulada y que por lo tanto, cualquier persona puede llamarse legalmente a sí mismo planificador financiero.¹⁹

Quien suministre recomendaciones sobre valores debe estar registrado como asesor en inversión con la SEC o con la respectiva agencia estatal dependiendo de criterios como la cantidad de recursos que administre. Dado que los planificadores financieros a menudo dan consejos sobre inversiones en valores, muchos están registrados como asesores en inversión²⁰.

Dependiendo del valor de los activos que administran²¹, deben registrarse con la SEC o con la autoridad estatal. No es necesario que los planificadores financieros tengan alguna credencial específica. Por regla general no existe una ley federal o estatal que requiera certificación para los planificadores financieros, sin embargo algunos estados requieren que sus representantes pasen un examen de conocimientos o cumplan algún otro requerimiento.

Algunos estados también prohíben el uso de títulos engañosos que puedan llevar al cliente a conclusiones erróneas²².

Como en la mayoría de los países donde se realiza la actividad de manera independiente, existe un organismo de autorregulación voluntaria. En Estados Unidos la más importante es la *Certified Financial Planner Association* (CFP) la cual registra y certifica a los planificadores financieros y provee normas de conducta

¹⁹ A continuación se indican los diferentes servicios que pueden prestar los planificadores financieros en Estados Unidos y los requisitos que deben obtener:

a. Corredores de Seguros

En Estados Unidos, los agentes de seguros están licenciados por cada Estado en el cual venden sus seguros. Algunos tienen certificación de la *Chartered Life Underwriter* (CLU), un planificador financiero puede aconsejar sobre las necesidades de seguros, pero solamente puede vender los seguros si están licenciados.

b. Corredores de Bolsa

Los Corredores de Bolsa (*stockbrokers*) también llamados representantes registrados, tienen licencia de cada estado en el que vendan y compren valores o promuevan carteras colectivas (*mutual funds*). Deben estar registrados con una compañía que sea miembro de una autoridad de autorregulación (FINRA). Así mismo, deben presentar un examen de FINRA que los certifica en su calidad de comisionistas. Generalmente ganan comisiones en cada transacción que realicen.

²⁰ Algunos Planificadores Financieros manejan portafolios de sus clientes.

²¹ **Activos que administran:** se entienden como los portafolios de valores, sobre los cuales los asesores financieros ofrecen recomendaciones. (*Investment Advisers Act* SEC.203(a)(2))

²² Algunos estados han regulado específicamente la materia. Sin embargo, si se demuestra el engaño, este puede encontrarse inmerso dentro de la clasificación general de fraude.



obligatorias para sus miembros. La certificación de la CFP no es obligatoria²³ y mientras el planificador financiero no ofrezca los productos regulados, el gobierno no exige licencia. En Estados Unidos, otros profesionales se llaman a sí mismos planificadores financieros, pero solamente están autorizados para dar consejo sobre un rango limitado productos sin incluir valores²⁴.

Con respecto a los planificadores financieros, las Cortes han sostenido que no son asesores en valores cuando sus recomendaciones son puramente ocasionales (Ver *Zinn v Parrish*. 7th Cir 1981). La SEC ha sostenido con respecto a los planificadores financieros que:

“Una persona se encuentra asesorando por compensación si: 1) se promociona como un asesor en valores o como alguien que asesora en valores, 2) recibe compensación de forma identificable por asesorar en valores, sin importar si esta compensación se encuentra identificada, forma parte de un total (por compensaciones relacionadas con otros servicios), o se recibe en forma de comisión por las transacciones, si el cliente sigue el consejo, 3) si de forma regular y continua proporciona consejos específicos. Consejos específicos se entiende como una recomendación, análisis o reporte acerca de valores específicos (ej. Invierta en google) o categorías de valores (ej. acciones en compañías mineras). También incluye recomendaciones sobre distribución de porcentajes de inversión entre distintos grupos de productos (ej. 50% en acciones y 50 % en hedge funds). Sin embargo no incluye recomendaciones generales sobre distribución de la inversión, ej. Invertir en seguros, fondos mutuos y valores.

En la aplicación del test anterior, la SEC considerará todos los servicios financieros ofrecidos a los clientes. Por ejemplo, si el planificador financiero estructura su planeación para asesorar de forma genérica y no específica (actuando como planificador financiero), pero cuando actúa como comisionista (broker) otorga consejos específicos, éste estará cubierto por la

²³ Lo es para pertenecer al organismo de autorregulación, pero no es obligatoria por normatividad.

²⁴ Los planificadores financieros cobran por sus servicios de formas distintas: quienes no venden productos financieros cobran una tarifa plana o por el tiempo que les tome desarrollar el plan; quienes ofrecen productos financieros cobran una comisión en los productos que venden ; otros usan una combinación de comisiones y cargos.



regulación. Las actividades financieras deben ser consideradas en su conjunto.”²⁵

Se concluye que para la SEC no es importante a qué cantidad de personas se ofrece la recomendación o si se toma en cuenta las características de cada persona, sino si la recomendación es lo suficientemente específica como para influir en las decisiones de los inversionistas. Por ejemplo, si mensualmente se envía una recomendación a 300 personas para invertir en ciertos valores específicos (ej. El primer mes en Google, el segundo mes en Microsoft, etc.) y ésta actividad se realiza a cambio de una compensación, ésta sería una asesoría en valores. Sin embargo, esta interpretación se encuentra hoy en día limitada por la Corte Suprema de Justicia, como se observará más adelante.

d. Exclusión de los comisionistas (Brokers) como Asesores en Inversión

Una de las excepciones a la regulación de asesoría en inversiones es el de aquellos comisionistas (*Brokers*) cuya labor de asesoría sea incidental a su labor principal²⁶. La comparación entre las actividades que realizan los comisionistas (*Brokers*) y los asesores puede dar luces sobre excepción que éstos tienen respecto de la regulación de *investment adviser*. En su momento, el legislador

²⁵ Release No IA1092 (Oct8, 1987)

²⁶ En todo caso los comisionistas (*Brokers*) no están completamente excluidos de la regulación de *investment advisers*:

Cuando un comisionista (Broker) brinda asesoría?

En términos generales si un comisionista (*Broker*) se entiende que presta asesoría dependerá de dos factores: i. La forma en se remuneren, y ii. De la forma en que se promoció, no puede dársele a entender que se le va a brindar al cliente asesoría. En todo caso deben revelar los conflictos de interés. Un comisionista (*Broker*) no es un *investment adviser* si: i. Su actividad de asesoría es solamente incidental a su negocio; y ii. El comisionista (*Broker*) no recibe ninguna compensación especial por su negocio.

Se reconoce que los comisionistas (*Brokers*) dan cierto nivel de asesoría en su negocio pero no por esto debe regularse bajo las normas de asesoría. En Estados Unidos el contrato de comisión no necesariamente está unido al deber de asesoría como lo está en Colombia. Un ejemplo de esto es que los clientes pueden transar en Internet con comisiones mucho más bajas de las que transan por otros medios, sin recibir ningún tipo de asesoría.

Los *Investment Advisers* tienen una relación fiduciaria por virtud de la naturaleza de relación de confianza que ellos asumen con sus clientes, ellos le deben a sus clientes un deber de buena fe más allá del de las condiciones de mercado e información sobre todos los hechos relevantes. Se reconoce que los inversionistas minoritarios en la gran mayoría de los casos se encuentran confundidos entre los deberes que les deben los comisionistas (*Brokers*) y los que les deben los *investment advisors*.



diferenció las dos actividades por la forma en que eran remuneradas y los conflictos de interés generados.

La regulación de los comisionistas (*Brokers*) en cuanto a conflictos de interés, atiende de manera importante el hecho de que la compensación tradicionalmente ha estado asociada a las transacciones realizadas, por lo cual existe el incentivo de realizar el mayor número de transacciones en el portafolio de los clientes sin importar si esto es en su mejor interés. Los asesores independientes no son compensados en esta forma; muchos simplemente cobran una tasa fija por hora, o un porcentaje sobre el patrimonio, o cobran una compensación por la suscripción a sus publicaciones. Por lo tanto, ese conflicto de interés no está presente.

En el caso de los asesores independientes los potenciales abusos son más sutiles. Por ejemplo, los asesores que cobren por hora pueden ser compensados por los emisores sin que este hecho sea revelado a los inversionistas o mantener una posición de inversión en la que se beneficien del interés que genera en sus clientes invertir en estos valores. Así mismo, simplemente pueden no tener el suficiente profesionalismo para ofrecer asesoría y cobrar por un servicio que requiere un conocimiento especializado. La regulación en esta materia tiene dos objetivos, proteger a los clientes y proteger el flujo de información al mercado en general, ya que la AFI es uno de los mecanismos mediante el cual llega a esta información a los inversionistas.

Como consecuencia de esta exclusión, en Estados Unidos los comisionistas (*Brokers*) no tienen deberes fiduciarios en estricto sentido²⁷. Por el contrario, todos los asesores en valores sí los tienen. La exclusión de los comisionistas (*Brokers*) – distribuidores (*Dealers*) de la Ley ha generado controversia ya que podría generar un arbitraje regulatorio. En efecto, cuando las entidades no reciben compensación por la asesoría prestada sino que la misma se realiza de manera incidental, no se encuentre sujetos a dichas disposiciones.

En el 2005 SEC adoptó la regla 202(a)(11)-1, clarificando la excepción. Mediante esta regla se les permitía a los comisionistas (*Brokers*) que cobran tasas fijas, siempre y cuando, entre otras cosas, realizaran ciertas revelaciones al mercado, no ejercieran discrecionalidad en las operaciones de sus clientes y no cobraran una compensación separada por la actividad de asesorar.

²⁷ Como se explicará posteriormente, tienen unos deberes relacionados a su actividad, pero de estos no se desprenden los deberes fiduciarios de cuidado, lealtad y buena fe.



Varios comisionados de la SEC consideran que la exclusión de los comisionistas (*Brokers*) de las disposiciones del *Investment Act* genera arbitraje regulatorio. En un discurso pronunciado por la comisionada Elisse B. Walter en el *Investment Adviser Compliance Forum*, se expone el arbitraje regulatorio que existe entre comisionistas (*Brokers*), distribuidores (*Dealers*) y asesores financieros. Para la Comisionada los inversionistas que accedan a productos comparables deben estar protegidos por la misma regulación, independientemente del profesional con el que trate. El inversionista no debe tener la carga de distinguir entre profesionales para acceder a determinado grado de protección²⁸.

e. Deberes Fiduciarios y Revelación de Conflictos de Interés

Aunque la regulación prohíbe el fraude en sentido amplio, no existe una norma específica sobre la obligación de revelar los posibles conflictos de interés en que pueda encontrarse el asesor independiente. En *SEC v. Capital Gains Research Bureau*²⁹ la Corte Suprema de Estados Unidos ratificó que la relación que existe entre el asesor independiente y su cliente es de carácter fiduciario. Por lo tanto, cualquier conflicto de interés que pueda afectar la naturaleza de esta relación debe ser revelado. La Corte estableció que *Capital Gains* debió revelar las inversiones realizadas en valores que recomendó a sus clientes, reiterando que no es necesario que se cause un perjuicio a los clientes para que se active la obligación de revelar. Según la Corte, cuando se actúa fiduciariamente, es imposible “*servir a dos maestros, especialmente si uno de ellos es el interés propio*”. La recomendación que se ofrece debe ser en todo sentido desinteresada.

²⁸ Al respecto dice la Comisionada:

"I would like to emphasize that regulation of a financial professional should depend on what she does, and not what she calls herself or how she is paid. As a corollary, I believe strongly that retail investors should not bear the burden of understanding distinctions between financial professionals that have become increasingly less relevant over the years. These opaque distinctions frequently lead to investor confusion and arguments about definitions that simply should not matter. This reasoning, I believe, leads to the fundamental principle that should guide our review of how to regulate financial professionals for the protection of the investing public: Investors should receive the same level of protection when they purchase comparable products and services, regardless of the financial professional involved."

Speech by SEC Commissioner:

Remarks at 2010 Investment Adviser Compliance Forum by Commissioner Elisse B. Walter.

<http://sec.gov/news/speech/2010/spch022510ebw.htm>

En el mismo sentido véase el discurso pronunciado por el comisionado Luis A. Aguilar el 26 de Marzo de 2010. <http://sec.gov/news/speech/2010/spch032610laa.htm>

²⁹ **SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc.**, 375 U.S. 180, 191-92 (1963)



La importancia de determinar los estándares de conducta de cada agente está relacionada con la cultura de litigio de Estados Unidos. Los casos de responsabilidad civil o las acciones colectivas son significativas dados los montos en litigio, por lo que es crucial definir los grados de responsabilidad de los comisionistas (Brokers), distribuidores (Dealers) y asesores independientes. Actualmente, cada uno se encuentra bajo un régimen distinto, como se observa a continuación³⁰:

Asesor en inversión

Deberes fiduciarios

Tiene el deber de prestar los servicios únicamente en el mejor interés del cliente. Requiere que los asesores revelen los conflictos de interés a los cuales se encuentran sujetos a sus clientes.

Brokers - Dealers

Suitability

La asesoría que suministren a sus clientes y los productos que les ofrezcan, debe estar de acuerdo con el perfil de riesgo de los mismos.

El Dodd-Frank Act establece que la SEC será competente para establecer la regulación de estándares de conducta de los comisionistas (broker) – distribuidores (dealers) y los asesores que provean asesoría financiera de inversión a clientes inversionistas. Según dicha norma, la SEC debe tener en cuenta: a. El deber de actuar en el mejor interés del cliente; b. El asesor debe revelar cualquier conflicto de interés; c. La remuneración a través de tarifas o comisiones no es considerada como violación de algún estándar; y d. El asesor debe realizar al cliente una revelación simple de los términos de su relación comercial.

f. Sobre la forma en que se puede promocionar la asesoría en inversión

Según la regla SEC 206(4)-1 de 1998 está prohibida cualquier publicidad que entre otras cosas (1) se refiera a cualquier tipo de testimonio de un tercero respecto de

³⁰ Fuente: United States Government Accountability Office. Regulatory Coverage Generally Exist for Financial Planners, but Consumer Protection Issues Remain. 2011.



los consejos recibidos (2) se refiera a recomendaciones pasadas exitosas, sin revelar el curso de todas las recomendaciones en el último año; y (3) haga referencia a cualquier fórmula o gráfica que pueda por sí misma dar lugar a las recomendaciones, sin que se revelen las dificultades que pueden existir con la misma.

g. El Investment Adviser Act y la libertad de expresión.

De las excepciones a la regulación establecida en el *Investment Adviser Act* la que más genera controversia es aquella referente a las publicaciones de circulación general y regular.

Aunque el Congreso quiso incluir en la regulación a aquellas publicaciones que son distribuidas por los asesores financieros como parte de los servicios que presten a sus clientes, era consciente de las limitaciones constitucionales de regular la libertad de expresión. No era la intención del Congreso regular la prensa y las columnas de opinión cobijadas bajo la primera enmienda. Por ello, se estableció que no son consideradas como asesoría las publicaciones que cumplan con dos requisitos (1) Hechas con buena fe (2) Ser de carácter general y regular, es decir, no incluye a quienes mandan boletines de tiempo en tiempo aconsejando comprar o vender en valores.

La Corte Suprema de Estados Unidos ha dado contenido a lo establecido en la excepción, pero es importante considerar que a través del tiempo sus posiciones han cambiado. En *SEC v. Wall Street Transcript*³¹ la Corte expresó que el criterio para diferenciar aquellas publicaciones que se encontraban bajo la excepción de la que habla la regulación no podía basarse en meras formalidades. Según este caso, la excepción solo aplica cuando a partir del tipo de contenido, el material publicitario, la relación con el lector, es posible concluir que la publicación **no es solamente** un vehículo para distribuir asesoría financiera. En *Lowe v. SEC*³² la Corte se retracta de la jurisprudencia explicada anteriormente, ya que estableció que mientras una comunicación entre el cliente y el comunicador permanezca enteramente impersonal y no desarrolle el tipo de relación fiduciaria, personal, típica de la relación del asesor financiero, se debe presumir que se encuentra dentro de la excepción y por lo tanto, no debe cumplir con el requisito de registro.

³¹ SEC v. Wall Street Transcript Corp., 422 F.2d 1371 (2d Cir. 1970)

³² SEC v. Lowe, 105 S.Ct. 2557, 2560 (1985).



Hoy en día únicamente aquellas publicaciones que generen la impresión de una relación fiduciaria entre cliente y asesor deberán ser consideradas como recomendaciones de inversión, con las consecuencias regulatorias que esto conlleva.

3.4 Estándares establecidos por los Autorreguladores de Planeadores Financieros (CFP y AFP).

Los planificadores financieros han sido precursores en materia de autorregulación de sus conductas. Esto ha surgido de la necesidad de diferenciar su actividad de aquella que realizan los asesores que únicamente prestan servicios en materia de valores. Los planificadores financieros prestan un servicio integral en materia financiera para sus clientes, incluyendo sus necesidades de inversión en seguros, manejo de impuestos y planes de pensión. Las principales asociaciones de planificadores financieros en el mundo son la *Certified Financial Planners* (CFP) y la *Association of Financial Planners* (AFP). Tanto la CFP como la AFP han establecido estándares de conducta para sus asociados. La CFP preparó un código de ética y responsabilidad profesional que es obligatorio para sus miembros, el cual fue adoptado para proveer reglas aplicables a todas las personas que han sido certificadas.

A continuación se mencionan las principales normas de conducta que recogen los códigos efectuados por estas agencias.

- **Normas de Conducta de los autorreguladores de Planeadores Financieros**

Los códigos adoptados por estos organismos de autorregulación se basan usualmente en los siguientes principios: integridad, objetividad, competencia, equidad, confidencialidad, profesionalismo y diligencia.

Con base en estos principios, entre otras, se han adoptado los siguientes Reglas:

1. No se debe acceder al cliente mediante comunicaciones falsas o engañosas.

Los miembros deben asegurarse que los clientes potenciales conozcan acerca de la identidad de la persona responsable de la asesoría, la naturaleza de los servicios ofrecidos, los métodos de remuneración, los mecanismos de queja internos y externos, y la naturaleza y extensión de los conflictos de interés de quien realiza las recomendaciones.



2. Deber de información

Los miembros deben informar claramente al cliente sobre el alcance del servicio de asesoría que puedan prestarle. Por ejemplo, si solamente se encuentra en capacidad de asesorar sobre determinado rango de productos, o cualquier limitación que tengan.

Deben informar por escrito si existen remuneraciones o comisiones de cualquier tipo relacionadas con el servicio de planificación financiera u otro beneficio capaz de influenciar la recomendación, como por ejemplo, beneficios por parte de emisores de valores u entidades financieras. De igual forma, deben revelar cualquier costo que se cause por la aceptación de la recomendación (comisiones por compra de los valores, de los seguros etc).

3. Formulación apropiada de la recomendación

Al preparar la recomendación, el miembro debe tener suficiente información para asegurar la apropiada asesoría. Así mismo, debe formular una recomendación de acuerdo con el perfil del cliente y los objetivos que este quiera alcanzar. Debe explicar los riesgos asociados con la inversión a realizar de una forma tal que se asegure el entendimiento del cliente.

4. Correcto entendimiento del plan financiero

Los miembros deben adoptar todas las medidas necesarias para asegurar el correcto entendimiento del plan financiero por parte de los clientes. De igual forma, deben implementar de manera eficiente, precisa y en el menor tiempo posible las recomendaciones que el cliente haya aceptado. Igualmente, deben asegurar que el cliente confirme por escrito cuando sus instrucciones alteren la estrategia planteada o el balance de un determinado portafolio bajo la supervisión de un miembro. Si un conflicto de interés, actual o potencial, se presenta luego de la relación comercial con un cliente, el miembro debe informárselo. El miembro debe poder demostrar esta situación.

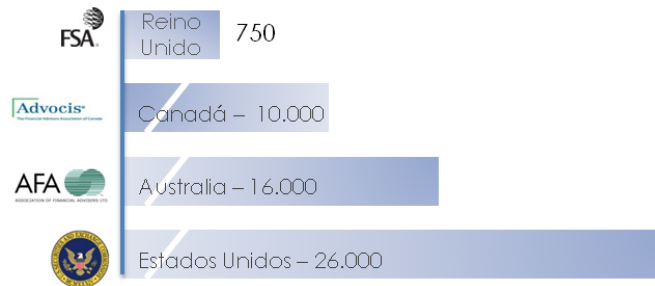
No se deben hacer nuevas recomendaciones que impliquen un cambio en la inversión sin explicarle al cliente las razones del cambio en términos en que éste pueda entender. Así mismo, debe poder demostrar que el cambio es apropiado para el cliente.



4 Tamaño de la industria

A nivel internacional se observan los siguientes datos sobre el tamaño de la actividad de asesoría financiera:

Gráfico 1. Número de asesores independientes a nivel internacional.³³



En Estados Unidos, 15.000 asesores financieros se encuentran registrados ante los Estados, y 11.000 ante SEC, éstos últimos asesoran USD\$38 Trillones y a 14 millones de clientes, el 75% manejan el portafolio de sus clientes. Los asesores que manejan el portafolio de sus clientes lo hacen actuando como ordenantes (91.2%).³⁴

En SEC están registrados 5.100 broker-Dealers, de los cuales 985 prestan servicios de asesoría financiera.

Con anterioridad a la Reforma Financiera (Dodd-Frank Act 2010) se presentaba dualidad de registro. Ante la SEC se encontraban 11.000 asesores registrados y 550 registrados como Broker – Dealers, mientras que de la totalidad de los Broker – Dealers registrados antes FINRA el 18% estaban registrados como Asesores Financieros.

5 Caso Colombiano

La principal disposición que regula la actividad de asesoría en valores es el artículo 7.1.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010³⁵, el cual reconoce la actividad de asesoría de cualquier naturaleza como una actividad de intermediación.

³³ Fuente: páginas oficiales de las siguientes entidades: FSA, EFPA, Advocis, AFA y SEC.

³⁴ Fuente: Staff of the U.S. Securities and Exchange Commission. Study on Investment Advisers and Broker-Dealers, 2011

³⁵ Artículo 1 del Decreto 4939 de 2009.



Establece también que sólo puede ser desarrollada por aquellas entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera³⁶.

El Decreto al mismo tiempo exceptúa de todas sus disposiciones a las entidades vigiladas por la SFC. Esta disposición puede ser entendida en el contexto de su propósito histórico. La norma no fue expedida para dotar a la actividad de asesoría en valores de normas de conducta, sino para restringir las actividades ilegales e irregulares que se venían presentando, con graves consecuencias para los inversionistas del país. El Decreto no impone ninguna obligación adicional para las entidades vigiladas que con anterioridad a su expedición estaban realizando actividades que implican algún nivel de asesoría.³⁷

Las normas aplicables a quienes realizan la actividad de asesoría se encuentran en diferentes apartes normativos. A continuación se hace un recuento de ellas:

i) Obligaciones relacionadas con las actividades de intermediación: Las normas de conducta sobre la actividad de asesoría dependen del tipo de intermediario que la realice. A continuación se explican las obligaciones que corresponden a cada uno de los intermediarios.

- a) Sociedades Comisionistas de Bolsa, bajo el contrato de comisión o administración de portafolios de terceros: Al momento de actuar bajo el contrato de comisión o de administración de portafolio de terceros, se aplica el estándar de asesoría profesional. Se creó un deber especial denominado *deber de asesoría profesional*, del cual hacen parte tres obligaciones:
- Clasificar al cliente en un determinado perfil de riesgo.
 - Hacer recomendaciones de acuerdo con este perfil de riesgo.

³⁶ El artículo 1 del Decreto 4939 dispone: **Asesoría.** La asesoría de cualquier naturaleza para la adquisición o enajenación de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores - RNVE - o de valores extranjeros listados en un sistema local de cotizaciones de valores extranjeros, se considera también operación de intermediación de valores y solamente podrá ser realizada por entidades sometidas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia, de conformidad con las funciones, actividades, deberes y obligaciones que le competen a los diferentes intermediarios de valores en desarrollo de su respectivo objeto legal.

Esta asesoría únicamente se realizará por parte del intermediario de valores a través de personas naturales que expresamente autorice para el efecto y que se encuentren inscritas en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores -RNPMV-, con la modalidad de certificación que le permita esta actividad.

³⁷ AMV. Documento de análisis 4939 de 2009. En:

<http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20110721212059.pdf>.



- En caso de que el cliente decida invertir en productos por fuera de su perfil de riesgo, la SCB debe advertir de este hecho al cliente.

- b) Actividad de asesoría por parte de otros intermediarios o en desarrollo de contratos diferentes al de comisión o administración de portafolio de terceros: Quien suministre recomendaciones sobre productos de inversión, bajo otra estructura diferente al contrato de comisión, no tiene en principio la obligación de suministrar asesoría profesional. Aplica, sin embargo, el deber de clasificar a los clientes³⁸ entre inversionistas profesionales o clientes inversionistas. Si se atiende a un cliente inversionista y el foro en el cual se transa es el mercado mostrador, surgen deberes adicionales, por ejemplo otorgar condiciones de mercado.

El Reglamento de AMV incluye el concepto de extensión del deber de asesoría profesional en la actividad de distribución que pueden realizar los intermediarios en el mercado OTC. Cuando se suministren recomendaciones en desarrollo de esta actividad, se hacen extensibles los mismos estándares de asesoría profesional aplicables al contrato de comisión.³⁹

ii) Obligación de certificación: El reglamento de AMV dispone que quien preste asesoría debe contar con certificación. Asesoría, para estos efectos, se define como 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. Únicamente quien tenga en cuenta las características especiales de los clientes para realizar las recomendaciones debe certificarse. Por lo anterior, quien se dedique a la presentación de productos a los clientes sin formular recomendaciones personalizadas, no tiene que estar certificado.

³⁸ Cliente es todo aquel que intervenga en una actividad de intermediación, sin ser un intermediario.

³⁹ **Artículo 45.3 Extensión del deber de asesoría profesional.** Los sujetos de autorregulación que, sin estar obligados a cumplir con el deber de asesoría profesional, ofrezcan recomendaciones a los clientes que hayan categorizado como "clientes inversionistas", tendrán que cumplir frente a los mismos con el deber de asesoría profesional, con el alcance previsto en el presente Reglamento.(Reglamento AMV)



iii) Normas sobre conflictos de Interés: A pesar de que no existe una norma específica sobre revelación a los clientes en caso de que las recomendaciones produzcan conflictos de interés, de la normatividad general se deduce la obligatoriedad de dicha revelación.

iv) Demás normas de conducta de los intermediarios: El Decreto 2555 de 2010 define los deberes de los intermediarios frente a los clientes, los cuales aplican a todos quienes realicen actividades de intermediación (artículo 7.1.1.1.1).

Entre estos se encuentran: deber de información, deberes frente a los conflictos de interés, deber de documentación, deber de reserva, y deber de separación de activos.

5.1. Marco legal de la actividad

En este aparte se analizará la normatividad vigente en aras de evaluar cuál sería la vía jurídica más apropiada para establecer un marco legal para el desarrollo de la actividad de AFI en Colombia.

a. Normas Constitucionales

El Artículo 335 de la Constitución Política establece:

ARTICULO 335. *Las actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos de captación a las que se refiere el literal d) del numeral 19 del artículo 150 son de interés público y sólo pueden ser ejercidas previa autorización del Estado, conforme a la ley, la cual regulará la forma de intervención del Gobierno en estas materias y promoverá la democratización del crédito.*

A su turno, el Artículo 150 (19)(d) de la Constitución Política dispone:

ARTICULO 150. *Corresponde al Congreso hacer las leyes. Por medio de ellas ejerce las siguientes funciones:*

(...)

19. *Dictar las normas generales, y señalar en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno para los siguientes efectos:*

(...)



d) Regular las actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquiera otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público;

En las normas constitucionales se establece un principio fundamental de la actividad financiera, y es que el desarrollo de las actividades financieras, bursátiles y aseguradoras, además de aquellas que impliquen el manejo, aprovechamiento o inversión de recursos captados del público, solamente se pueden desarrollar previa autorización del Estado y de acuerdo con las normas aplicables.

La AFI implica una participación determinante en el manejo e inversión de los recursos del público. Como se ha observado, dicha actividad influye de manera decisiva en el proceso de inversión⁴⁰, y es en una herramienta de inclusión en el mercado de valores. Esta actividad es de tal importancia que su desarrollo fue objeto de reglamentación por parte del Gobierno Nacional a través del Decreto 4939 de 2009, en el cual ratificó que ésta solo debía ser realizada por entidades vigiladas, pues 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.⁴¹ De lo anterior se deriva que la AFI se encuentra regulada hoy en día mediante la prohibición absoluta. A criterio de AMV el Gobierno Nacional tiene la facultad para regular la actividad de acuerdo con los parámetros establecidos en la Ley,. En el siguiente aparte se estudiarán las disposiciones legales que dan fundamento a la regulación gubernamental de la actividad.

b. Normas Legales

El Gobierno Nacional tiene la facultad legal de intervenir en las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores, con sujeción a los siguientes objetivos y criterios (Artículo 1º, Ley 964 de 2005):

Objetivos de la intervención⁴²

⁴⁰ Ver: La importancia de la asesoría financiera en épocas de crisis. En: <http://asesoresenfinanzas.blogspot.com/2009/05/la-importancia-de-la-asesoria.html>.

⁴¹ Op. Cit Documento de análisis 4939 de 2009

⁴² Criterios de la intervención



- Proteger los derechos de los inversionistas;
- Promover el desarrollo y la eficiencia del mercado de valores;
- Prevenir y manejar el riesgo sistémico del mercado de valores;
- Preservar el buen funcionamiento, la equidad, la transparencia, la disciplina y la integridad del mercado de valores y, en general, la confianza del público en el mismo.

El Artículo 3° de la Ley 964 de 2005 enumera las que son consideradas actividades del mercado de valores así:

- La emisión y la oferta de valores;
- La intermediación de valores;
- La administración de fondos de valores, fondos de inversión, fondos mutuos de inversión, fondos comunes ordinarios y fondos comunes especiales;
- El depósito y la administración de valores;
- La administración de sistemas de negociación o de registro de valores, futuros, opciones y demás derivados;

-
- Que se promueva el desarrollo y la democratización del mercado de valores, así como su conocimiento por parte del público;
 - Que la regulación y la supervisión del mercado de valores se ajusten a las innovaciones tecnológicas y faciliten el desarrollo de nuevos productos y servicios dentro del marco establecido en la presente ley;
 - Que las normas y los procedimientos sean ágiles, flexibles y claros, y que las decisiones administrativas sean adoptadas en tiempos razonables y con las menores cargas administrativas posibles;
 - Que los costos de la supervisión y la disciplina del mercado de valores sean eficiente y equitativamente asignados, y que las cargas que se impongan a los participantes del mercado sean consideradas, teniendo en cuenta, en la medida de lo posible, la comparación entre el beneficio y el costo de las mismas;
 - Que se evite impedir o restringir la competencia;
 - Que se dé prelación al sentido económico y financiero sobre la forma, al determinar si algún derecho o instrumento es un valor, o si alguna actividad es de aquellas que requieran autorización o registro y, en general, cuando expida normas dirigidas a la protección de los derechos de los inversionistas;
 - Que el mercado de valores esté provisto de información oportuna, completa y exacta;
 - Que se garantice que las operaciones realizadas en el mercado de valores sean llevadas hasta su puntual y exacta compensación y liquidación;
 - Que se propenda porque en la regulación y la supervisión se eviten los arbitrajes, procurando que exista uniformidad en las normas que se expidan.



- La compensación y liquidación de valores;
- La calificación de riesgos;
- La autorregulación a que se refiere la presente ley;
- El suministro de información al mercado de valores, incluyendo el acopio y procesamiento de la misma;

La ley también otorga al Gobierno Nacional la facultad de determinar otras actividades del mercado de valores en adición a las previstas “*siempre que constituyan actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores.*”

Según el Parágrafo 1° del artículo 1° de la Ley 964 de 2005, y en concordancia con las normas constitucionales transcritas, todas las actividades del mercado de valores deben ser supervisadas por el Estado.

La facultad del Gobierno para determinar otras actividades que sean del mercado de valores reitera en el artículo 4° de la Ley en los siguientes términos:

ARTICULO 4. *Intervención en el mercado de valores. Conforme a los objetivos y criterios previstos en el artículo 1° de la presente ley, el Gobierno Nacional intervendrá en las actividades del mercado de valores, así como en las demás actividades a que se refiere la presente ley, por medio de normas de carácter general para:*

a) Determinar las actividades que, en adición a las previstas en la presente ley, hacen parte del mercado de valores por constituir manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público mediante valores, así como establecer su regulación. Igualmente, establecer la regulación aplicable a las actividades del mercado de valores señaladas en las normas vigentes.

(...)

El mismo Artículo 4° señala cuáles son los propósitos que debe seguir el Gobierno Nacional cuando interviene en el mercado de valores. Se resaltan los aspectos relevantes para efectos del presente análisis:

Literal b): Establecer la regulación aplicable a los valores (...) y la determinación de las actividades que constituyen intermediación de valores.



Literal c): Establecer la regulación aplicable a las entidades sometidas a la inspección y vigilancia⁴³ permanente de la Superintendencia de Valores incluyendo, su organización y funcionamiento; el mantenimiento de niveles adecuados de patrimonio, de acuerdo con los distintos riesgos asociados a su actividad; definición, de manera general y previa de las prácticas constitutivas de conflictos de interés, así como los mecanismos a través de los cuales se manejen, revelen o subsanen dichas situaciones, cuando a ello hubiere lugar; la autorización para que desempeñen actividades que no estén actualmente previstas en las normas vigentes, salvo aquellas que correspondan al objeto exclusivo de instituciones financieras y aseguradoras (...)

(...)

Literal i): Regular la actividad en el mercado de valores de quienes desarrollen intermediación de valores;

El artículo 75, Parágrafo 3º, numeral 1º del mismo cuerpo normativo define lo que debe entenderse como entidades sometidas a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia Financiera de Colombia:

1. Entidades sometidas a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia de Valores.⁴⁴ (...) El Gobierno Nacional, mediante normas de carácter general, podrá someter a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia de Valores a los intermediarios de valores que se anuncien al público como prestadores de servicios en el mercado de valores y/o los ofrezcan al público. Igualmente, el Gobierno Nacional, mediante normas de carácter general, podrá someter a la

⁴³ Se debe tener en cuenta que de acuerdo al Parágrafo 1º del Artículo 3 de la Ley 964 de 2005 las entidades que realicen cualquier actividad del mercado de valores estará sujeta a supervisión del Estado.

⁴⁴ Las bolsas de valores, las bolsas de bienes y productos agropecuarios y agroindustriales y sus miembros, las bolsas de futuros y opciones y sus miembros, las sociedades que realicen la compensación y liquidación de valores, contratos de futuros, opciones y otros; las sociedades comisionistas de bolsa, los comisionistas independientes de valores, las sociedades administradoras de fondos de inversión, las sociedades administradoras de depósitos centralizados de valores, las sociedades calificadoras de valores, las sociedades titularizadoras, los fondos mutuos de inversión que a 31 de diciembre de cada año, registren activos iguales o superiores a cuatro mil (4.000) salarios mínimos mensuales legales vigentes a la fecha del respectivo corte, los fondos de garantía que se constituyan en el mercado público de valores, las sociedades administradoras de sistemas de negociación de valores, las cámaras de riesgo central de contraparte, las entidades que administren sistemas de negociación y registro de divisas y las sociedades administradoras de sistemas de compensación y liquidación de divisas.



inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia de Valores a las personas que realicen las actividades a que se refiere el artículo 3° de la presente ley, salvo que se encuentren sujetas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Bancaria.

c. Reglamentación de la AFI

De acuerdo con las normas mencionadas, el Gobierno Nacional tiene la competencia para regular la asesoría independiente. Esto se podría realizar de dos formas: clasificándola como actividad de intermediación o como actividad del mercado de valores.

El concepto de intermediación se encuentra definido en el artículo 7.1.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010. Con base en la facultad otorgada al Gobierno para determinar el contenido de la actividad de intermediación en el mercado de valores, ésta podría ampliarse para incluir la AFI.

La AFI, de acuerdo con el artículo 335 de la Constitución Política, sería una actividad de manejo de los recursos captados por el público a través de valores, que puede ser considerada como de intermediación, de acuerdo al artículo 3 literal j) y al artículo 4 literal b) de la Ley 964 de 2005. El Gobierno Nacional, como se mencionó, tiene la facultad para determinar las actividades que constituyen intermediación de valores. De igual forma el Artículo 75, Parágrafo 3°, numeral 1° de la misma ley, determina la facultad del Gobierno para someter a vigilancia de la Superintendencia Financiera a quienes realicen la actividad de intermediación.

A continuación se señalan las implicaciones de establecer la AFI como actividad del mercado de valores o de intermediación:



| Regulación aplicable a la AFI definida como actividad del mercado de valores o de intermediación | |
|--|---|
| Normas Comunes (actividad del mercado o actividad de intermediación) | <p>Deben ser entidades constituidas o que se constituyan en Colombia (Art. 3 Par. 2° Ley 964 de 2005)</p> <p>Están sujetas a supervisión del Estado (Art. 3°Par. 1° Ley 964 de 2005)</p> <p>Como entidades sujetas a la inspección y vigilancia de la SFC deben:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Realizar la solicitud ante la SFC cumpliendo los requisitos (Art. 53 EOSF) - Constituirse como sociedades anónimas o asociaciones cooperativas, una vez tengan la autorización de la SFC (Art. 53 EOSF) - Regirse por las reglas de conducta y obligaciones de las entidades vigiladas (Art. 72 EOSF) - Cumplir con los requisitos de Junta Directiva relacionados con número, periodo, obligaciones, suplencias, designación y reuniones (Art. 73 EOSF) - Cumplir con lo relacionado a la representación legal Art. 74 EOSF) - Realizar los pagos y representación de capital, en el periodo establecido (Art. 81 EOSF) - Sujetarse a la negociación de acciones establecida en el art. 88 del EOSF. - Establecer los mecanismos y procedimientos para la prevención de actividades delictivas de acuerdo al art. 102 EOSF. - Cumplir con la debida protección al consumidor (Art. 98 num. 4° EOSF) - Ante operaciones con socios o administradores y parientes, cumplir con lo establecido en el art. 122 num.1 EOSF. |
| Normas aplicables a la actividad de intermediación | <ul style="list-style-type: none"> - Obligación de autorregularse (Art. 25 Ley 964 de 2005) - Sujeción a las disposiciones sobre deberes de los intermediarios del mercado de valores (Parte 7 Libro 3 Decreto 2555 de 2010) - Sujeción a las definiciones y principios orientadores (Parte 7 Libro 6 Decreto 2555 de 2010) - Sujeción a las disposiciones sobre procedimiento de liquidación (Parte 9 Decreto 2555 de 2010) |

La actividad AFI puede considerarse como de intermediación de valores porque tiene como objeto o como efecto el acercamiento de demandantes y oferentes en el mercado de valores. En efecto, la actividad facilitará el mejor entendimiento de los valores ofrecidos en el mercado, lo cual puede generar una profundización en la demanda. En razón de lo anterior, el Gobierno puede ejercer sus facultades de intervención con el objetivo de asegurar el debido ejercicio de la AFI.



6 Recomendaciones

Después de considerar las circunstancias del mercado colombiano y la forma en que se ha regulado la actividad a nivel internacional, se presenta a continuación una serie de recomendaciones encaminadas a permitir y regular la AFI.

En primer lugar, se sugiere permitir la AFI, la cual podría ser desarrollada por personas o entidades no vinculadas a los demás intermediarios de valores. En segundo lugar, la regulación debe ser transversal a todo aquel que asesore en valores, independientemente del nombre que utilice. A continuación se presenta la propuesta que se compone de: a. Definición de la AFI; b. Señalar excepciones a la actividad; c. Proponer unos deberes; d. Evaluar el papel de ordenantes; e. Evaluar la posibilidad de que no se requiera brindar asesoría a un cliente que ya ha sido asesorado por un asesor independiente; y f. Determinar la responsabilidad del asesor independiente.

a. Definición de la labor de asesoría.

Se propone que la disposición regulatoria se establezca de la siguiente forma:

Asesoría independiente: Es la actividad de formular recomendaciones o suministrar consejos relacionados con la inversión, sobre valores u otros activos financieros que generen expectativas de beneficios económicos, ya sea de forma individualizada o a través de publicaciones generales al público que se realice como parte o en conexidad a una actividad empresarial.

Los activos que generan expectativas de beneficios económicos, además de los que son reconocidos como valores, son aquellos que se utilizan para ofrecer al público una alternativa de inversión o especulación, con la promesa de recibir ganancias futuras.⁴⁵

Como la actividad se define de forma general, es preciso que se realicen excepciones a lo que se considera asesoría para términos de la regulación.

b. Excepciones de la actividad:

- **Cuando la recomendación sea incidental a la actividad principal ejercida:**
No serían AFI las recomendaciones realizadas incidentalmente en el

⁴⁵ Op. Cit Documento de análisis del Decreto 4939.



ejercicio de otras actividades que sean principales, y se encuentren taxativamente establecidas. Por ejemplo, las que se otorgan en ejercicio de un documento legal, o como recomendaciones para el manejo de impuestos. Así mismo, deberán exceptuarse las recomendaciones realizadas en ejercicio de la labor de estructuración de proyectos o reestructuración de empresas.

- **Cuando sean ejercidas en el ejercicio de la libertad de expresión y no tienen el ánimo de influir en las decisiones de los inversionistas en relación con un interés comercial:** La regulación debe exceptuar de sus disposiciones a aquellos consejos que se den en ejercicio de la libertad de expresión. Un ejemplo son artículos periodísticos que aparecen en publicaciones reconocidas de circulación periódica. Es importante trazar la línea entre este tipo de publicaciones y aquellas que se dirigen al público con el ánimo principal de influir en las decisiones de los inversionistas en relación con un interés comercial. El interés comercial se relaciona con el tipo de acercamiento con el público destinatario de la publicación. Por ejemplo, si se tiene la expectativa que la recomendación sea considerada en desarrollo de una relación comercial con el emisor de la publicación, en el cual éste tiene un interés de compensación directa o indirecta, tal actividad debería estar sujeta a regulación⁴⁶.
- **Funcionarios comerciales o informadores de entidades financieras Vigiladas por la Superintendencia Financiera:** No se debe considerar como asesor el personal que se dedica a comercializar entregando información sobre los productos de las entidades financieras siguiendo libretos o información previamente definida.

Un intermediario debe garantizar que los clientes inversionistas que lo requieran puedan solicitar y recibir asesoría antes de acceder a los productos de inversión. Aun cuando los funcionarios comerciales o informadores pueden atraer a los clientes a sus productos, no pueden suministrar AFI si no cuentan con los estándares requeridos para el desarrollo de dicha actividad.

⁴⁶ Se debe entender, sin embargo, que los periodistas tienen un rol de responsabilidad social. Siendo así, deben adoptar un esquema de autorregulación sobre las recomendaciones que realizan con respecto a productos ilegales, intermediarios no autorizados y publicidades engañosas sobre el mercado de valores.



c. Deberes relacionados a la actividad de asesoría

i) Deber de Registro y Certificación: Cualquier persona que realice AFI debe estar inscrito en el registro nacional de agentes del mercado de valores (RNAMEV). Para tal efecto debe presentar un examen de idoneidad, en el cual se acredite conocimiento sobre la normativa relacionada con la actividad, el desarrollo de perfiles de riesgo, entre otros. Después de aprobación del examen y un estudio de sus antecedentes disciplinarios la persona puede obtener una certificación otorgada por un organismo certificador del mercado de valores.

ii) Autorización previa. Por ser una actividad del mercado de valores, ésta debe contar con autorización previa de Superintendencia Financiera. Ésta puede ser concedida tanto a personas jurídicas como a personas naturales.

ii) Autorregulación. Al ser la asesoría una actividad de intermediación, quien la ejerza debe estar sujeta a unos estándares de autorregulación. Sin embargo, podría existir una excepción a este requisito en caso de que la actividad de asesoría sea ejercida por personas naturales o personas jurídicas que en ningún caso tengan discrecionalidad para dar órdenes, ni incidir directamente sobre los recursos de los clientes. La autorregulación puede ser un proceso natural de los intervinientes en este mercado en la medida en que este estándar diferencie reputacionalmente a quien lo cumpla. La autorregulación voluntaria es una alternativa.

iv) Deber de Revelación. El deber de revelación debe buscar que el cliente reciba la información clave del asesor y la comprenda. Entre otras, esa información sería:

- Cualquier relación o interés que tenga el asesor en valores con los distintos instrumentos de inversión. Por ejemplo, relaciones con emisores, administradores de carteras colectivas, fondos de pensiones, intermediarios, así como las inversiones que posea y cualquier otro hecho que puede influir en la recomendación realizada.
- Los costos relacionados con las recomendaciones formuladas, las tarifas y demás cargas asociadas.
- Descripciones de la educación del asesor en valores, su experiencia relevante y si alguna vez ha sido sancionado por entidades de regulación o autorregulación.

La regulación dependerá del desarrollo de la industria. Por ejemplo, al revelar el comportamiento histórico de sus asesorías, el asesor financiero debe hacerlo



comparándolo con un *benchmark* de la industria. En todo caso, al entregar información sobre el rendimiento histórico de sus asesorías debe revelar toda la información necesaria para evitar afirmaciones engañosas.

La revelación de la información se debe realizar al inicio de la relación comercial con el cliente, y la presentación de la misma deberá ser clara, simple y concisa.

v) Forma de pago. Deben existir políticas y procedimientos que aseguren la debida alineación de intereses entre la forma de pago del asesor financiero y el cliente. La forma de pago debe ser congruente con su deber fiduciario con el cliente y evitar la asunción de riesgo mayor a la que el inversionista estaría dispuesto a asumir.

La remuneración del asesor independiente podría ser establecida por el intermediario a través del cual el cliente ingresará al mercado. En este caso, el asesor debe revelar al cliente el esquema de remuneración y explicar de forma clara las situaciones que puedan influir en las recomendaciones que realice. Por ejemplo, cuando el intermediario sea al mismo tiempo emisor o a esté interesado en determinadas recomendaciones.

vi) Deber de asesoría Profesional. El asesor independiente debe cumplir con el deber de asesoría profesional que en la actualidad es predicable de las Sociedades Comisionistas de Bolsa, esto es:

- a) Clasificar al cliente en un determinado perfil de riesgo.
- b) Hacer recomendaciones de acuerdo con ese perfil de riesgo.
- c) En caso de que el cliente decida invertir en productos por fuera de su perfil de riesgo, debe advertir de este hecho al cliente.

Si la recomendación cubre a un grupo de personas indeterminadas, ésta no se encuentra sujeta al deber de asesoría profesional.

vii) Deberes fiduciarios. Los asesores independientes deberán actuar en el mejor interés del cliente. Esto implica anteponer los intereses del cliente sobre aquellos del asesor. Igualmente, el asesor debe revelar, prevenir y manejar los conflictos de interés que puedan ocurrir en el ejercicio de sus funciones.

ix) Deber de cuidado. El asesor debe asegurarse de hacer una investigación razonable para realizar recomendaciones que se fundamenten en información precisa y completa.



x) Prohibición de acceso a los recursos del cliente. Los asesores independientes no podrán tener ningún tipo de acceso material a los recursos de sus clientes. Es decir, los recursos a invertir deben ser entregados a los intermediarios vigilados por la SFC, con capacidad para ingresar a los sistemas de negociación y no al asesor financiero.

xi) Capacidad de disciplina y supervisión del ente regulador. El ente supervisor, ya sea autoridad estatal y/o ente autorregulador (voluntario u obligatorio) debe contar con las herramientas para verificar el cumplimiento de estos deberes. Debe existir un deber de colaboración con las autoridades por parte del asesor independiente.

d. Posibilidad de que los asesores independientes sean al mismo tiempo ordenantes.

Si a la labor de asesoría se le suma la de ordenante, los deberes asociados deben ser más estrictos. En caso de que el asesor independiente sea al mismo tiempo un ordenante, debe tener las siguientes obligaciones:

i) Autorización. La autorización de la SFC debe ser previa y no se puede agotar solo con el registro. En este caso, la actividad no podrá ser ejercida por personas naturales.

ii) Deberes de rendición de cuentas. Los deberes de rendición de cuentas deben ser los mismos que le aplican a las Sociedades Comisionistas de Bolsa (SCB) en desarrollo del contrato de comisión.

iii) Ejecución. La orden siempre debe ser impartida a una SCB, para su ejecución. En ningún caso el Asesor Financiero podrá retirar o disponer de los fondos sobre los cuales es ordenante.

iv) Deber de documentación. Debe llevar un recuento de las órdenes hechas para cada uno de los clientes con que cuente. Igualmente, debe tener estrictamente separadas las cuentas de sus clientes, es decir, no puede agregar órdenes; y debe tener políticas y procedimientos para determinar el contenido de la orden de inversión de manera *ex ante* a la misma.

vii) Inhabilidad. Sería conveniente establecer algunas causales de inhabilidad, como por ejemplo el hecho de haber sido condenado o sancionado por hechos que cuestionen la integridad e idoneidad de la persona para la actuación como



ordenante. Por ejemplo, delitos dolosos contra el patrimonio económico o lavado de activos. En el caso de infracciones administrativas, se podría hacer referencia al tipo de sanción impuesta, como por ejemplo la cancelación a título de sanción en el Registro de Profesionales del Mercado de Valores, o la suspensión o expulsión por parte de un organismo de autorregulación.

viii) Recursos. Prohibición del manejo de recursos en adición a los recursos del asesor.

e. Posibilidad de que no se requiera asesoría profesional cuando se ha obtenido previamente por un asesor independiente

Cuando un cliente inversionista haya contratado los servicios de un asesor independiente, el intermediario a través del cual acceda al mercado de valores no estará en la obligación de brindarle de nuevo asesoría profesional. Sin embargo, este último debe contar con políticas y procedimientos mediante los cuales se asegure que el cliente efectivamente haya accedido a un asesor en valores que cumpla con los requisitos establecidos.

Esto permitirá dar valor agregado a los servicios del asesor independiente. En efecto, si el intermediario a través del cual se acceda el mercado de valores tiene un deber de asesoría profesional adicional al prestado por el asesor independiente, éste servicio será prestado dos veces y por lo tanto el cliente deberá incurrir nuevamente en este costo, de manera directa o indirecta, lo cual hace que se reduzca el valor agregado de la asesoría independiente.

f. Responsabilidad del asesor independiente

La obligación del asesor independiente es de medio y no de resultado. En consecuencia, el asesor independiente no puede garantizar un determinado resultado para el inversionista que siga sus consejos. Sin embargo, debe cumplir con las obligaciones descritas anteriormente, como que sus recomendaciones son independientes, libres de conflictos de interés, que no han sido adecuadamente revelados o administrados, y en caso de ser individualizadas, cumplir con el deber de asesoría profesional. El grado de culpabilidad por el que responderá civilmente el asesor independiente en ejercicio de su labor es de culpa leve, por prestar un servicio por el cual obtiene una compensación.



7 Conclusiones

Del análisis planteado anteriormente se resaltan los siguientes aspectos:

- A nivel internacional se reconoce el valor agregado de la actividad de asesoría financiera, y por esta razón su ejercicio se regula con el objetivo de supervisar el desarrollo de la actividad y proteger a los inversionistas.
- La asesoría independiente es una actividad de manejo de los recursos captados por el público a través de valores, de acuerdo con lo establecido en el artículo 335 de la Constitución Política.
- El fundamento legal para la regulación gubernamental de la actividad está consignado en la Ley 964 de 2005. Esta actividad puede ser considerada una actividad de intermediación. El artículo 4 literal b) de la ley otorga al Gobierno la facultad para determinar las actividades que constituyen intermediación de valores.
- De igual forma el Artículo 75, Parágrafo 3º, numeral 1º determina la facultad del gobierno para someter a vigilancia de la Superintendencia Financiera a quienes realicen la actividad de intermediación
- Esta actividad puede ser considerada como de intermediación de valores porque tiene como objeto o como efecto el acercamiento de demandantes y oferentes en el mercado de valores. En efecto, la actividad facilitará el mejor entendimiento de los valores ofrecidos en el mercado y otros vehículos de inversión en valores, de tal forma que profundizará su demanda.

Alternativamente, la AFI podría ser definida como actividad del mercado de valores en la medida que tiene el objetivo y el efecto de acercar a los inversionistas al mercado de valores. Por lo mismo debe ser regulada por el gobierno quien debe asegurar el debido ejercicio de la actividad, estableciendo deberes generales y especiales para estos agentes del mercado, que no serían considerados como intermediarios.



8 Bibliografía

Doctrina

Asesores en Finanzas. La importancia de la asesoría financiera en épocas de crisis.

AMV. Documento de análisis 4939 de 2009. 2011

Staff of the U.S. Securities and Exchange Commission. Study on Investment Advisers and Broker-Dealers. 2011

United States Government Accountability Office. Regulatory Coverage Generally Exist for Financial Planners, but Consumer Protection Issues Remain. 2011.

Regulación

Internacional

Australia Regulatory Guide 146

Australian Securities & Investments Commission, Regulation Act 146/2009

Corporations Act de 2001.

Directiva 2004/39/del Parlamento Europeo y el Consejo de Abril 21 de 2004.

Dodd-Frank Act. 2010

IOSCO. Principles and Objectives of Securities Regulation. 12.8 Investment Advisers. 2010

Investment Adviser Act de 1940

SEC. Rules 205-3 de 1998, 206(4)-1 de 1998

SEC. Rules Implementing Amendments to the Investment Advisers Act of 1940

SEC. Rules - Exemptions for Advisers to Venture Capital Funds, Private Fund Advisers With Less Than \$150 Million in Assets Under Management, and Foreign Private Advisers.

Nacional

Constitución Política de 1991

Ley 964 de 2005

Estatuto Orgánico del Sistema Financiero

Decreto 4939 de 2009

Decreto 2555 de 2010

Reglamento de AMV

Jurisprudencia

Abrahamson v. Flechner, 392 F. Supp. 741, 746-47 (S.D.N.Y. 1975)

SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc., 375 U.S. 180, 191-92 (1963)

SEC v. Wall Street Transcript Corp., 422 F.2d 1371 (2d Cir. 1970)

SEC v. Lowe, 105 S.Ct. 2557, 2560 (1985).

Zinn v Parrish. 7th Cir 1981



9 Anexo

A continuación se presentan los estudios que presentaron las autoridades en atención a las disposiciones del Dodd-Frank Act.

1. Sección 913 del Título IX, estableció que se debía realizar un estudio que evaluara:
 - La efectividad de los estándares existentes para proveer asesoría financiera personalizada o recomendaciones sobre valores.
 - Donde existen vacíos regulatorios sobre la protección de los inversionistas.

En desarrollo de este la Securities and Exchange Commission (SEC) presentó el estudio "Study on Investment Advisers and Broker – Dealers", en el cual se observó:

| Contexto | Recomendaciones |
|---|---|
| <p>Regulación: Asesores Financieros y Brokers – Dealers brindan asesoría financiera pero se encuentran sujetos a un régimen diferente.</p> <p>Percepción de los inversionistas</p> <ul style="list-style-type: none"> • No comprenden la diferencia entre asesores financieros y <i>brokers-dealers</i>. Porque no necesariamente tienen conocimientos sofisticados del mercado, información necesaria y acceso a una representación efectiva. • Tienen una expectativa razonable de recibir recomendaciones de acuerdo a sus intereses personales. • No consideran que deben acudir al régimen regulatorio para tener por seguro que las recomendaciones son acorde a sus expectativas. | <ul style="list-style-type: none"> • Estándar de conducta unificado: <ul style="list-style-type: none"> ✓ Deberes fiduciarios: la obligación de actuar en el mejor interés del cliente sin importar cualquier otro interés del agente. ✓ Deber de lealtad: implica revelar de manera uniforme, simple y clara cualquier conflicto de interés. ✓ Deber de cuidado: la Comisión debe establecer las bases mínimas que debe tener en cuenta el agente para realizar la recomendación. • Definir: <i>asesoría financiera personalizada</i>. • Fortalecer la educación financiera sobre asesoría financiera. • Armonización de los regímenes regulatorios, en las siguientes áreas: <ul style="list-style-type: none"> ✓ Promoción y otras comunicaciones ✓ Supervisión ✓ Certificación y registro de firmas ✓ Registros de información |



2. La Sección 914 del Título IX, estableció que se debía realizar un estudio que evaluara:
- La frecuencia de inspección de los asesores financieros en los último 5 años.
 - Si facultar a un Autorregulador para realizar la inspección aumenta los esfuerzos de vigilancia que realiza la SEC.
 - La situación de doble registro.

En desarrollo de este la Securities and Exchange Commission (SEC) presentó el estudio "Study on Enhancing Investment Adviser Examinations", en el cual se observó:

| Contexto | Recomendaciones |
|--|--|
| <p>Actualmente existe un aumento de los asesores financieros registrados, hay aumento del registro y los activos de los asesores financieros, y han disminuido las indagaciones realizadas a los asesores financieros.</p> | <p>Impacto de la reforma: Se espera que el número de asesores financieros registrados aumente y exista un aumento en el monto de los activos sobre los cuales asesoran.</p> <p>Oportunidades de mejora:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Imponer tarifas a los asesores financieros. • Apoyo en un Autorregulador, en la gestión de supervisión. |

3. La Sección 919B, estableció que se debía realizar un estudio que evaluara:
- Las formas de incentivar el acceso a la información sobre los asesores financieros registrados.
 - Información adicional que debe ser pública.
 - Análisis de las ventajas y desventajas de centralizar el acceso de la información.
 - Los métodos de presentación y publicación de la información.

En desarrollo de este la Securities and Exchange Commission (SEC) presentó el estudio "Study and recommendations on Improved Investor Access to Registration Information About Investment Advisers and Broker – Dealers", en el cual se observó:



| Contexto | Recomendaciones |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> • Información relacionada con certificación, acciones disciplinarias e historia laboral permiten que el inversionista tome una decisión informada. • Actualmente la información que deben dar los brokers – dealers es diferente de la que deben proveer los asesores financieros, dada la dualidad de regímenes. • Existen dos sistemas de información, estos son BrokerCheck de FINRA, y IAPD de SEC • Los asesores financieros deben entregar un <i>brochure</i> a sus potenciales clientes antes del inicio de una relación comercial. | <ul style="list-style-type: none"> • Centralizar el acceso a la información de los profesionales de industria. • Adicionar la búsqueda por código postal u otro indicador local. • Fortalecer el contenido educativo. • Analizar la inclusión de mayor información. |

4. La Sección 919C, estableció que se debía realizar un estudio que evaluara:
- Efectividad de la regulación relacionada con la protección de los inversionistas y otros consumidores.
 - Estructura regulatoria y de supervisión.
 - Vacíos regulatorios relacionados con los planificadores financieros.

En desarrollo de este Government Accountability Office (GAO) presentó el estudio "Regulatory Coverage Generally Exists for Financial Planners, but Consumer Protection Issues Remain", en el cual se observó:

| Problemática | Recomendaciones |
|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> • Los inversionistas no comprenden el rol y los estándares de los planificadores financieros. • Los inversionistas desconocen los posibles conflictos de interés que pueden tener los planificadores financieros. • La habilidad de los reguladores para identificar oportunidades de mejora en Supervisión es limitada porque no llevan un seguimiento de las quejas, inspecciones y acciones. | <p>Las recomendaciones están dirigidas a SEC</p> <ul style="list-style-type: none"> • Fortalecer la Educación al inversionista: • Comprender los estándares a los cuales se encuentran sujetos los planificadores financieros. • Comprender los diferentes nombres que se designan. • Colaborar con las autoridades estatales para comprender los problemas que se surgen de la prestación de servicios de planificación financiera. |



CLAUSULA DE EXENCIÓN DE RESPONSABILIDAD

Un documento AMV implica que su contenido:

- Es público
- Tiene el propósito de compartir formalmente unas ideas académicas, un contenido de referencia, o una política de AMV.
- Es un documento público y se busca que sea consultado para todas las materias relacionadas con el mercado de valores.
- Es un documento adoptado institucionalmente por AMV.
- 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.

En razón de lo anterior, solicitamos 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.