

CARTA CIRCULAR No. 78 de 2016

Para: Representantes Legales, áreas de Control Interno y Compliance y Personas Naturales Vinculadas de los miembros de AMV.

Fecha: 21 de diciembre de 2016.

Asunto: Deberes de los intermediarios en el mercado mostrador frente a clientes inversionistas.

En ejercicio de sus facultades, en especial la prevista en el literal t, del artículo 12 del Reglamento de AMV¹, y con el objetivo de contribuir a elevar los estándares de la industria, se establecen pautas para que los Intermediarios del Mercado de Valores mejoren sus políticas, procedimientos y controles en relación con la realización de operaciones en el mercado mostrador, en particular, con clientes inversionistas.

1. Justificación

El artículo 7.4.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010², faculta a los Intermediarios del Mercado de Valores (en adelante "IMV") para actuar en el mercado mostrador por cuenta propia o con recursos de terceros (en el caso de los IMV que pueden administrar tal tipo de recursos) con cualquier contraparte, sea otro IMV, entidad vigilada por la Superintendencia Financiera de Colombia (en adelante "SFC"), "cliente inversionista" o "inversionista profesional". Adicionalmente, la regulación establece deberes a los IMV que propenden por la profesionalización del mercado de valores y por la protección a los clientes.

Las particularidades de las operaciones efectuadas con clientes inversionistas en el mercado mostrador, han puesto de presente la conveniencia de desarrollar guías sobre la forma de dar cumplimiento a los deberes generales y especiales que deben observar los IMV al ejecutar tal tipo de operaciones, de conformidad con lo establecido en la Parte 7, Libros 3 y 4, del Decreto 2555 de 2010³; en el Libro 2, Títulos

¹ Reglamento de AMV. Artículo 12. Funciones del Presidente. "(...) corresponde al Presidente, (...): t. Emitir cartas circulares (...)."

² Decreto 2555 de 2010. Artículo 7.4.1.1.2. Autorización para actuar en el mercado mostrador. "Los intermediarios de valores podrán actuar en el mercado mostrador por cuenta propia o con recursos de terceros, según sea el caso, con cualquier contraparte, sea intermediario de valores, entidad vigilada por la Superintendencia Financiera de Colombia, "cliente inversionista" o "inversionista profesional". (...)"

³ Hacemos referencia a los siguientes artículos del Decreto 2555 de 2010: artículo 7.3.1.1.1. Deberes generales de los intermediarios de valores, artículo 7.3.1.1.2. Deberes especiales de los intermediarios de valores; artículo 7.3.1.1.3. Deber de asesoría frente a los "clientes inversionistas"; artículo 7.3.1.1.5. Deberes en la realización de operaciones

I y II del Reglamento de AMV⁴, y en la Parte III, Título II, Capítulo II de la Circular Básica Jurídica⁵ de la SFC.

En consecuencia, la presente Carta Circular imparte instrucciones sobre los elementos que deben ser observados para dar un adecuado cumplimiento a los deberes que rigen la actividad de intermediación de valores en el mercado mostrador. Los IMV aplicarán tales instrucciones de acuerdo con las características y condiciones de cada operación y cliente, como se señala a continuación.

2. Casos

2.1. El contrato de comisión sobre valores en el mercado mostrador

Corresponde a las operaciones mediante las cuales un IMV facultado para ello actúa en nombre propio, pero por cuenta ajena, para la negociación 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 en el mercado mostrador⁶.

Para la realización de este tipo de operaciones de intermediación, las normas del mercado de valores exigen a los IMV el cumplimiento de deberes generales⁷ y especiales⁸, respecto de su actuación en el mercado y frente a sus clientes. Algunos de estos deberes establecidos en la regulación vigente aplican de manera particular para el desarrollo de operaciones bajo el contrato de comisión en el mercado mostrador, dentro de los cuales se encuentran:

- a. Cumplir con el deber de asesoría profesional frente a clientes inversionistas de conformidad con los artículos 7.3.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010⁹ y 44.1 del Reglamento de AMV¹⁰.

con derivados financieros no estandarizados; artículo 7.4.1.1.4. Deber de otorgar condiciones de mercado en la realización de operaciones en el mercado mostrador a los "clientes inversionistas" contrapartes; artículo 7.4.1.1.5. Deberes adicionales de información respecto de los "clientes inversionistas" contrapartes en el mercado mostrador.

⁴ Hacemos referencia a los siguientes títulos del libro 2 del Reglamento de AMV: Título 1. Deberes, obligaciones y reglas generales de los intermediarios de valores y sus PNV, Título 2. Deberes especiales de los intermediarios.

⁵ Circular Básica Jurídica. Parte III. Título II. Capítulo II. Reglas de intermediación en el mercado mostrador.

⁶ Decreto 2555 de 2010. Artículo 7.4.1.1.3. Contrato de comisión sobre valores en el mercado mostrador. "Sólo las sociedades comisionistas de bolsa de valores, las sociedades comisionistas independientes de valores y las sociedades comisionistas de bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros commodities, cuando éstas últimas realicen dichas operaciones sobre valores, podrán actuar en nombre propio pero por cuenta ajena como intermediario 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 en el mercado mostrador."

⁷ En virtud de los deberes generales establecidos en el artículo 7.3.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010, los "(...) intermediarios de valores deben proceder como expertos prudentes y diligentes, actuar con transparencia, honestidad, lealtad, imparcialidad, idoneidad y profesionalismo, cumpliendo las obligaciones normativas y contractuales inherentes a la actividad que desarrollan." Adicionalmente, el artículo 36.1 del Reglamento de AMV, señala, entre otros, que los sujetos de autorregulación deben proceder con claridad, precisión, probidad comercial, seriedad y cumplimiento.

⁸ Contemplados entre otros, en el artículo 7.3.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010; en el Título 2 del Libro 2 del Reglamento de AMV; y en la Parte III, Título II, Capítulo II de la Circular Básica Jurídica de la SFC.

⁹ Decreto 2555 de 2010. Artículo 7.3.1.1.3. Deber de asesoría frente a los "clientes inversionistas".

¹⁰ Reglamento de AMV. Artículo 44.1 Deber de asesoría profesional.

- b. Ofrecer información específica acerca de la realización de operaciones con valores de poca liquidez en el mercado mostrador, manifestándole al cliente los riesgos de comprar o vender valores de tales características¹¹.
- c. Garantizar la mejor ejecución de las operaciones¹². Para este propósito el IMV debe tener en consideración¹³:
- La adopción de políticas y procedimientos para la ejecución de operaciones, que deben ser informados de manera previa al cliente. Tales políticas deben incluir criterios que consideren el tipo de cliente, el volumen de las órdenes y los demás que el IMV estime pertinentes.
 - La evaluación del mejor resultado se debe efectuar, tratándose de clientes inversionistas, con base en el precio o tasa de operación a las condiciones del mercado al momento de su realización, obtenido después de restarle los costos asociados a la respectiva operación.
 - El deber de anteponer el interés del cliente sobre el interés del IMV
 - El deber de contar con los mecanismos que le permitan al IMV acreditar la mejor ejecución con base en las políticas de ejecución de la entidad, cuando el cliente lo solicite.
- d. Informar las tarifas de comisión que serán cobradas al cliente por la operación¹⁴.

En la ejecución del contrato de comisión es posible que, después de analizar las condiciones del mercado, el profesional del IMV encargado de la atención del tercero determine que el mejor beneficio para el cliente podría ser obtenido si la ejecución de la operación se realiza contra la posición propia del mismo IMV. En tal escenario la operación puede realizarse bajo las siguientes alternativas:

2.1.1. Continuar el desarrollo de la operación bajo el contrato de comisión (manteniendo los deberes señalados anteriormente) cruzándola con la posición propia del mismo IMV.

¹¹ Reglamento de AMV. Artículo 45.2. Información Específica.

¹² Establecido en el numeral 7 del artículo 7.3.1.1.2 del Decreto 2555, y artículo 43 del Reglamento de AMV.

¹³ Decreto 2555 de 2010. Artículo 7.3.1.1.2. Numeral 7.

¹⁴ Decreto 2555 de 2010. Artículo 7.3.1.1.2. Deberes especiales de los intermediarios de valores. Numeral 1. Deber de información. (...) "Adicionalmente, los intermediarios en desarrollo de cualquier operación de las previstas en los numerales 1º, 2º y 5º del artículo 7.1.1.1.2 del presente decreto, deberán suministrar al cliente la tarifa de dichas operaciones de intermediación; y Reglamento de AMV. Artículo 37.1. Revelación de información a clientes. "Todo miembro deberá adoptar políticas y procedimientos para que la información dirigida a sus clientes o posibles clientes en operaciones de intermediación sea objetiva, oportuna, completa, imparcial y clara. Dichas políticas y procedimientos deberán referirse a los extractos y otros mecanismos utilizados para el suministro de información. (...) Adicionalmente, los miembros en desarrollo de cualquier operación de las previstas en los numerales 1º, 2º y 5º del artículo 7.1.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 o la norma que la modifique o sustituya, deberán suministrar al cliente la tarifa de dichas operaciones de intermediación."

En este caso, para evitar la vulneración de los deberes de los intermediarios en desarrollo de operaciones en el mercado mostrador, se debe mantener la separación funcional de operadores, establecida en el artículo 38.13 del Reglamento de AMV, respetando la prohibición de que los operadores por cuenta propia realicen actividades de intermediación de valores con clientes¹⁵, como mecanismo para prevenir la materialización de conflictos de interés.

- 2.1.2. Solicitar autorización de cliente y operar como su contraparte, caso en el cual se deben atender los deberes señalados en el punto 2.2 de la presente Carta Circular.

En todo caso el IMV deberá contar con políticas y procedimientos para evitar dar tratamiento de contraparte a los “clientes inversionistas” cuando éstos tengan la expectativa de ser tratados por el IMV con el mayor grado de protección¹⁶. De esta manera, no es apropiado el establecimiento de cláusulas o condicionamientos en los cuales se limite la posibilidad que tienen los clientes de decidir si son atendidos como contraparte o bajo el contrato de comisión.

- 2.2. Operaciones en el mercado mostrador en las que los clientes inversionistas actúan como contraparte del IMV.

Para la realización de este tipo de operaciones de intermediación, los IMV están sujetos al cumplimiento de deberes generales¹⁷ y especiales¹⁸, respecto de su actuación en el mercado y frente a sus clientes. En relación con los deberes señalados, se destacan las siguientes particularidades:

- a. El cobro de márgenes deberá estar sujeto al cumplimiento de las políticas internas y criterios que determine el propio intermediario¹⁹, las cuales, tendrán que estar a disposición de sus clientes, cuando éstos lo soliciten²⁰. En

¹⁵ Reglamento de AMV. Artículo 38.13 Separación funcional de operadores. “Los operadores por cuenta propia no podrán ejercer las funciones propias de los operadores por cuenta de terceros o los operadores de distribución, y viceversa. Parágrafo 1. Los operadores por cuenta propia no podrán realizar actividades de intermediación de valores con clientes. (...)”. (Subraya por fuera del texto).

¹⁶ Circular Básica Jurídica de la SFC. Capítulo II, Título II, Parte III. Numeral 4.1. Cumplimiento de los deberes consagrados respecto de contrapartes que tengan la calidad de “clientes inversionistas”.

¹⁷ En virtud de los deberes generales establecidos en el artículo 7.3.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010, los “(...) intermediarios de valores deben proceder como expertos prudentes y diligentes, actuar con transparencia, honestidad, lealtad, imparcialidad, idoneidad y profesionalismo, cumpliendo las obligaciones normativas y contractuales inherentes a la actividad que desarrollan.” Adicionalmente, el artículo 36.1 del Reglamento de AMV, señala, entre otros, que los sujetos de autorregulación deben proceder con claridad, precisión, probidad comercial, seriedad y cumplimiento.

¹⁸ Contemplados, entre otros, en el artículo 7.3.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010, en el Título 2 del Libro de 2 del Reglamento de AMV y en la Parte III, Título II, Capítulo II de la Circular Básica Jurídica de la SFC.

¹⁹ Reglamento de AMV. Artículo 45.4. Condiciones de mercado. “(...) Para la incorporación de márgenes, los sujetos de autorregulación deberán contar con políticas internas y criterios, los cuales pueden ser generales o particulares, dependiendo de las que la entidad considere como más apropiadas.”

²⁰ Circular Básica Jurídica. Parte III, Título II, Capítulo I. Numeral 1.2.5. Revelación de políticas y procedimientos. “Los intermediarios de valores deben garantizar una completa, oportuna y precisa revelación de los aspectos generales

la realización de estas operaciones no procede el cobro de comisiones, pues la ejecución del negocio la realiza directamente el cliente, y no el intermediario en nombre propio pero por cuenta ajena.

- b. Estas operaciones no están sujetas al deber de mejor ejecución. Esta particularidad debe quedar clara a los clientes, con el fin de que conozcan sus derechos y las expectativas que tienen frente a los negocios que se están ejecutando.
- c. El Decreto 2555 de 2010 establece deberes adicionales de información respecto de los clientes inversionistas contrapartes en el mercado mostrador²¹. En virtud de estos deberes se exige al IMV proveer información sobre los elementos y las características de la operación de manera previa a su cierre²².

Con fundamento en lo anterior, el cliente deberá²³:

- i. Ser informado expresamente que el intermediario está actuando como su contraparte.
- ii. Conocer y entender los riesgos, obligaciones y deberes del intermediario de valores.
- iii. Aceptar que la operación se cierre en estas condiciones.

La información de los numerales i y iii debe constar en el medio verificable correspondiente al cierre de cada operación. En relación con la información del numeral ii, el IMV deberá mantener la constancia de la forma en que la misma fue suministrada, de acuerdo con lo establecido en sus políticas, teniendo en cuenta en todo caso, que las mismas deben garantizar que se verifique que dicha información ha sido entendida por su cliente.

- d. El IMV deberá evitar realizar operaciones por cuenta propia, dándole tratamiento de contraparte al cliente, cuando éste tenga la expectativa de ser tratado por el IMV con el mayor grado de protección²⁴.

contenidos en sus políticas y procedimientos acerca de las actividades de intermediación de valores que realizan, de manera que sus clientes o posibles clientes puedan realizar sus decisiones de inversión de conformidad con su expectativa acerca del régimen de protección y deberes aplicables al intermediario de valores. En todo caso, el intermediario de valores debe poner a disposición de sus clientes, cuando éstos lo soliciten, las políticas y procedimientos, así como la documentación necesaria para establecer si las operaciones realizadas con sus clientes se ajustan a las mismas."

²¹ Decreto 2555 de 2010. Artículo 7.4.1.1.5. Deberes adicionales de información respecto de los "clientes inversionistas" contrapartes en el mercado mostrador.

²² *Ibidem*.

²³ Circular Básica Jurídica, Parte III, Título II, Capítulo II, Numeral 4.1, Cumplimiento de los deberes consagrados respecto de contrapartes que tengan la calidad de "clientes inversionistas".

²⁴ Circular Básica Jurídica, Parte III, Título II, Capítulo II, Numeral 4.1, Cumplimiento de los deberes consagrados respecto de contrapartes que tengan la calidad de "clientes inversionistas".

- e. Aunque al IMV solo le es exigible el deber de asesoría profesional cuando la operación se realiza en desarrollo del contrato de comisión, el artículo 45.3 del Reglamento de AMV establece una extensión de dicho deber cuando los sujetos de autorregulación ofrezcan recomendaciones a los clientes que hayan categorizado como "clientes inversionistas"²⁵. En consecuencia, siempre que la iniciativa para ejecutar una operación de intermediación en el mercado mostrador con un cliente inversionista se origine en una Persona Natural Vinculada (en adelante "PNV") del IMV y se plantee en tal sentido la propuesta de cierre de una operación, se deberá cumplir frente a ellos el mencionado deber.
- f. Se deben otorgar condiciones de mercado en la realización de operaciones en el mercado mostrador a los "clientes inversionistas" contrapartes²⁶, las cuales pueden incorporar los márgenes a que haya lugar²⁷. El artículo 45.4 del Reglamento de AMV señala que, para este fin, los sujetos de autorregulación deberán contar con políticas que contemplen aspectos relevantes, como por ejemplo el tipo de activo, volumen negociado, precio, liquidez, volatilidad, costos de transacción, riesgo de crédito y demás riesgos asociados, en el momento de realización de la operación.

Para la incorporación de márgenes, los IMV deberán contar con políticas internas y criterios, los cuales pueden ser generales o particulares, dependiendo de las que la entidad considere como más apropiadas.

- g. El IMV debe ofrecer información específica acerca de la realización de operaciones con valores de poca liquidez en el mercado mostrador, manifestándole al cliente los riesgos de comprar o vender valores de tales características²⁸.

En la ejecución de operaciones en las que el cliente es contraparte, los IMV deberán cumplir el deber de contar con los mecanismos y procedimientos para que la realización de operaciones por cuenta propia esté separada de cualquier actividad que pueda generar conflictos de interés²⁹.

3. Procesamiento de órdenes y ejecución de operaciones en el mercado mostrador con clientes inversionistas

3.1. Procesamiento de órdenes

²⁵ Reglamento de AMV. Artículo 45.3. Extensión del deber de asesoría profesional.

²⁶ Decreto 2555 de 2010. Artículo 7.4.1.1.4. Deber de otorgar condiciones de mercado en la realización de operaciones en el mercado mostrador a los "clientes inversionistas" contrapartes. "Cuando los intermediarios de valores actúen como contraparte de "clientes inversionistas" en el mercado mostrador, las operaciones se deberán realizar en condiciones de mercado para la contraparte que tenga la condición de "cliente inversionista"."

²⁷ Reglamento de AMV. Artículo 45.4. Condiciones de mercado.

²⁸ Reglamento de AMV. Artículo 45.2. Información Específica.

²⁹ Decreto 2555 de 2010. Artículo 7.3.1.1.2. Numeral 2. Literal c).

El procesamiento de las órdenes que se ejecutan en el mercado mostrador en desarrollo del contrato de comisión se rige por las reglas establecidas en el Título 5 del Libro 2, del Reglamento de AMV³⁰, al igual que las que se realizan en sistemas transaccionales.

3.2. Ejecución de operaciones

De acuerdo con las definiciones establecidas en la Parte 3, Título II, Capítulo II de la Circular Básica Jurídica, la ejecución de operaciones en el mercado mostrador hace referencia al momento *"(...) cuando las partes involucradas cotizan y cierran, por un medio verificable, las condiciones del negocio suficientes para calcular el valor en pesos de la respectiva operación. La hora de ejecución de una operación corresponde al momento inmediatamente posterior al de cierre. (...)"*³¹.

De acuerdo con las normas que regulan la intermediación en el mercado mostrador contenidas en la Circular Básica Jurídica de la SFC, todas las operaciones ejecutadas en dicho mercado deberán ser reportadas a un sistema de registro de operaciones, en los plazos definidos en el numeral 2.4 de la mencionada circular³².

4. Recomendaciones

Con el fin de apoyar el cumplimiento de los deberes de información que se establecen respecto de operaciones en el mercado mostrador, se realizan las siguientes recomendaciones:

- El artículo 45.1 del Reglamento de AMV³³ estipula que los sujetos de autorregulación informen al cliente, al inicio de una relación comercial, sobre las implicaciones de ser su contraparte.

Frente a este deber, es útil que las entidades cuenten con material que apoye el suministro de este tipo de información, elaborado con un lenguaje claro, que permita el correcto entendimiento, la naturaleza jurídica de la operación, y el alcance de los deberes y obligaciones del IMV.

En tal sentido, resulta útil la elaboración de comparaciones que ilustren las diferencias concretas entre el contrato de comisión y las operaciones en las cuales el IMV actúa como contraparte del cliente.

³⁰ Reglamento de AMV. Libro 2. Intermediación de Valores. Título 5. Libros de Órdenes.

³¹ Circular Básica Jurídica. Parte 3, Título II, Capítulo II. Numeral 1. Definiciones. *"(...) 1.5. Ejecución de operaciones. Una operación se ejecuta cuando las partes involucradas cotizan y cierran, por un medio verificable, las condiciones del negocio suficientes para calcular el valor en pesos de la respectiva operación. La hora de ejecución de una operación corresponde al momento inmediatamente posterior al de cierre."*

³² Circular Básica Jurídica. Parte 3, Título II, Capítulo II. Numeral 2.4. Plazo para reportar las operaciones ejecutadas.

³³ Reglamento de AMV. Artículo 45.1. Información General. "Los sujetos de autorregulación deberán, al inicio de la relación comercial, informarle específicamente al cliente sobre las implicaciones de ser su contraparte. (...).

- Se recomienda que el material mediante el cual se suministra información sobre las operaciones desarrolladas en los numerales 2.1 y 2.2. del presente documento se encuentre disponible para consulta en las páginas web de los respectivos IMV.

La presente Carta Circular rige a partir de su fecha de expedición.

(Original firmado por)
Carolina Ramírez Velandia
Presidente (E)