



Título:

**Nuevo paradigma en materia de asesoría en el mercado de valores colombiano a partir
de la expedición del Decreto 661 de 2018**

Autores:

**Laura Carolina Rey Alba
Laura Cristina Farías Arcila**

Director de tesis:

Nicolás Arocha Roldán

Para obtener el grado de: Abogada de la Pontificia Universidad Javeriana

Fecha de entrega:

Marzo 6, 2019

TABLA DE CONTENIDO

RESUMEN	4
PALABRAS CLAVE	4
MERCADO DE VALORES, ASESORÍA, INTERMEDIARIOS DE VALORES, VALOR, SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA.	4
ABSTRACT	5
KEY WORDS	5
INTRODUCCIÓN	6
CAPÍTULO I	8
1. GENERALIDADES DE LA ACTIVIDAD DE INTERMEDIACIÓN EN EL MERCADO DE VALORES	8
1.1. EL MERCADO DE VALORES	8
1.2. ACTIVIDAD DE INTERMEDIACIÓN EN EL MERCADO DE VALORES	10
1.2.1. INTERMEDIARIOS DE VALORES	12
1.2.2. REGISTRO NACIONAL DE AGENTES DEL MERCADODE VALORES	13
1.2.3. IMPORTANCIA	14
CAPÍTULO II	16
2. CONSAGRACIÓN NORMATIVA DE LA ASESORÍA EL MERCADO FINANCIERO ANTES DE LA EXPEDICIÓN DEL DECRETO 661 DE 2018	16
2.1. ASESORÍA COMO DEBER DE LOS INTERMEDIARIOS DE VALORES	16
2.1.1. DEBERES APLICABLES A TODOS LOS INTERMEDIARIOS	18
2.1.2. DEBERES APLICABLES A LAS SOCIEDADES COMISIONISTAS DE BOLSA	20
2.2. ASESORÍA COMO OPERACIÓN DE INTERMEDIACIÓN	23
CAPÍTULO III	25
3. CAMBIO DEL PARADIGMA EN LA REGULACIÓN APLICABLE A LA ASESORÍA EN VIRTUD DE LA EXPEDICIÓN DEL DECRETO 661 DE 2018	25
3.1. DISPOSICIONES INTRODUCIDAS POR EL DECRETO	26
3.2. DEFINICIÓN	26
3.3. RECOMENDACIÓN PROFESIONAL	29
3.4. INFORMES DE INVESTIGACIÓN SOBRE INVERSIONES Y COMUNICACIONES GENERALES	31
3.5. CONSEJO PROFESIONAL	31
3.6. PERFIL DEL CLIENTE	33
3.7. PERFIL Y CLASIFICACIÓN DEL PRODUCTO	34
3.8. CONDICIONES PARA EL SUMINISTRO DE LA ASESORÍA	35
3.9. CONFLICTOS DE INTERÉS	36
3.10. SERVICIOS DE SOLO EJECUCIÓN	37
3.11. DOCUMENTACIÓN Y REGISTRO	39

3.12.	UTILIZACIÓN DE HERRAMIENTAS TECNOLÓGICAS- ASESORÍA DIGITAL	41
3.13.	ÁMBITO DE APLICACIÓN DEL DEBER DE ASESORÍA	43
	CAPÍTULO IV	47
4.	CONSAGRACIÓN Y ESTÁNDARES INTERNACIONALES DEL DEBER DE ASESORÍA DE LOS INTERMEDIARIOS DEL MERCADO FINANCIERO	47
4.1.	ESTADOS UNIDOS	48
4.1.1.	DEBER DE REGISTRO:	49
4.1.2.	ELABORACIÓN DE INFORMES DE INVESTIGACIÓN Y COMUNICACIONES	50
4.1.3.	CONFLICTOS DE INTERÉS	51
4.1.4.	USO DE HERRAMIENTAS TECNOLÓGICAS	52
4.1.5.	CONCLUSIÓN	53
4.2.	REINO UNIDO	53
4.2.1.	DIFERENCIA ENTRE ASESORÍA Y GUÍA (GUIDANCE) Y TIPOS DE ASESORES	54
4.2.2.	CONFLICTOS DE INTERÉS	56
4.2.3.	DEBER DE REGISTRO	57
4.2.4.	USO DE HERRAMIENTAS TECNOLÓGICAS	58
4.2.5.	ELABORACIÓN DE INFORMES DE INVESTIGACIÓN Y COMUNICACIONES	59
4.3.	LA REALIDAD COLOMBIANA	60
	CAPÍTULO V	63
5.	CONCLUSIONES	63
	BIBLIOGRAFÍA	67

RESUMEN

El propósito del presente trabajo es exponer el Decreto 661 de 2018 “*Por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con la actividad de asesoría y se dictan otras disposiciones*”, con el fin de ofrecer al lector una visión general de los cambios introducidos a raíz de su expedición.

A lo largo del texto se evidenciará cómo, con la implementación del mencionado Decreto, la asesoría pasa de ser un simple deber aplicable a los intermediarios de valores, a ser una actividad propiamente dicha de intermediación, con sus propios objetivos, parámetros y reglas.

Considerando que el Gobierno Nacional estableció que la regulación de la actividad de asesoría debe atender a los estándares internacionales en la materia, se realiza una exposición de aquellos elementos que guían el desarrollo de esta actividad en Estados Unidos y el Reino Unido y que hoy se encuentran incluidos en el Decreto 661 de 2018.

PALABRAS CLAVE

Mercado de valores, asesoría, intermediarios de valores, valor, Superintendencia Financiera de Colombia.

ABSTRACT

The purpose of this work is to offer the reader an overview of the changes introduced in the way financial advisory is conceived in Colombia upon the issuance of the Decree 661 of 2018.

Throughout the text, it will come through how advisory goes from being a simple duty applicable to investment advisers, to be an activity of intermediation itself, with its own objectives and rules.

Considering that the National Government established that the regulation of the advisory activity must meet the international standards, the elements that guide the development of this activity in the United States and the United Kingdom and that are included in Decree 661 of 2018 will be exposed.

KEY WORDS

Stock market, investment advice, intermediaries, financial products, Colombian Financial Authority.

INTRODUCCIÓN

El Gobierno Nacional ha reconocido la importancia de contar con un marco regulatorio que adapte el mercado de valores a las necesidades de los inversionistas y las nuevas dinámicas que se presentan en su desarrollo, mientras les brinda una adecuada protección. Por este motivo, haciendo uso de las facultades reglamentarias que la Constitución y la Ley le otorga¹, ha incluido dentro del sistema jurídico diversas disposiciones que responden a esta necesidad.

Dentro de dicho marco, se encuentra el suministro de asesoría como herramienta que busca proteger adecuadamente a los inversionistas a la hora de invertir sus recursos en el mercado de valores.

Anteriormente, la asesoría era considerada como un deber de los intermediarios de valores, hasta el año 2018 en el cual el Gobierno Nacional optó por cambiar esta concepción, para presentarla como una actividad del mercado de valores propiamente dicha, revestida de cargas, obligaciones y elementos propios que deben ser cumplidos por los intermediarios de valores.

Teniendo en cuenta lo anterior, el presente texto busca ofrecer al lector una visión general sobre el cambio en el paradigma en materia de asesoría en el mercado financiero a raíz de la expedición del Decreto 661 de 2018 (en adelante “el Decreto”).

Así las cosas, para lograr mayor ubicación en el tema, en el primer capítulo se abordarán aspectos generales del mercado de valores, su regulación e importancia para la economía nacional. Luego, se hará referencia a los sujetos que interactúan en el mercado de valores y un breve recuento del marco legal que rige su actividad.

Posteriormente, en el segundo capítulo se señalarán los antecedentes normativos de la asesoría financiera donde se le regulaba como un deber aplicable a los intermediarios del mercado de valores y como operación de intermediación. En el tercer capítulo, se expondrá el cambio que se dio en su concepción y la forma como está consagrada hoy en la ley junto con los elementos que la componen. Lo anterior, nos permitirá evidenciar que la asesoría financiera es hoy una actividad propia del mercado de valores, con reglas particulares para su prestación.

¹ Numerales 11 y 25 del artículo 189 de la Constitución Política; el literal j) del artículo 3; los literales a), b), c), e) e i) del artículo 4 y el párrafo c) del artículo 7 de la Ley 964 de 2005.

Por último, considerando que el Gobierno Nacional estableció que la regulación de la actividad de asesoría debe atender a los estándares internacionales en la materia, en el cuarto capítulo se realiza una exposición de aquellos elementos que guían el desarrollo de esta actividad en Estados Unidos y el Reino Unido y que hoy se encuentran incluidos en el Decreto 661 de 2018.

CAPÍTULO I

1. GENERALIDADES DE LA ACTIVIDAD DE INTERMEDIACIÓN EN EL MERCADO DE VALORES

Teniendo en cuenta que la actividad de asesoría que se aborda en este documento es desarrollada exclusivamente dentro del mercado de valores, se hace necesario abordar de manera previa al estudio del tema específico, las generalidades del espacio donde tiene lugar esta actividad (Sección 1.1.) y quienes la desarrollan (Sección 1.2.).

1.1. EL MERCADO DE VALORES

El mercado financiero o de valores es aquél donde se realizan las transacciones o los intercambios de activos financieros y de dinero². Su origen está ligado a la existencia del capital, pues es el factor que permite la generación del ahorro y la inversión, las cuales son dinámicas fundamentales para su desarrollo. En general, el ahorro es la fuente de la inversión. Esta relación representa lo que en términos económicos supondría el uso de los factores de producción para generar bienes de capital.³

El mercado funciona con base en decisiones. Los inversionistas deciden a cuál valor destinarán su dinero, buscando obtener un rendimiento sobre el capital invertido. En la ejecución de esta decisión aparecen los intermediarios de valores como expertos en la materia, los cuales podrán brindar asesoría en la inversión con el fin de orientar al inversionista en lo que más le convenga para satisfacer su interés o simplemente limitarse a ejecutar las órdenes o indicaciones de los inversionistas. La forma en la que el intermediario intervenga en esta decisión dependerá exclusivamente de lo que les sea solicitado por el cliente en cada caso.⁴

² Córdoba, M. (2015) “Mercado de Valores” Ecoe Ediciones. [Disponible en Web] Recuperado de: <https://www.ecoediciones.com/wp-content/uploads/2015/11/Mercado-de-valores-1ra-Edición.pdf>. [Consulta 20 de julio de 2018]

³ Morales Hernández, A. (2006). Régimen legal del mercado de capitales. [Disponible en Web] Recuperado de: https://books.google.com.co/books?id=MB3JxSYF7NoC&pg=PA19&dq=estructura+del+mercado+de+capitales&hl=es&sa=X&ved=0ahUKEwiKm_-4k9zdAhUH21MKHcsyAQUQ6AEIMzAC#v=onepage&q=estructura%20del%20mercado%20de%20capitales&f=false [Consulta 15 de octubre de 2018].

⁴ Superintendencia Financiera de Colombia. Conceptos Básicos del Mercado de Valores. Diciembre de 2008. [Disponible en Web] Recuperado de: <https://www.superfinanciera.gov.co/SFCant/ConsumidorFinanciero/conceptosbasicosmv.pdf> [Consulta julio de 10 de 2018].

El mercado de valores es el espacio donde se da el acercamiento de quienes tienen ahorro (inversionistas) con quienes necesitan capital, a través de la negociación de acciones, bonos, derivados, y demás instrumentos, con los que se logra el equilibrio del movimiento económico en el mediano y largo plazo.

Considerando que las transacciones del mercado se basan en valores, para una mejor ilustración, se torna necesario determinar la noción y el alcance del término valor. El artículo 2º de la Ley 964 de 2005, define la noción de valor como *“todo derecho de naturaleza negociable que haga parte de una emisión, cuando tenga por objeto o efecto la captación de recursos del público”*. Dentro de esta definición, el Gobierno Nacional ha reconocido como valores los siguientes:

- (i). Las acciones;
- (ii). Los bonos;
- (iii). Los papeles comerciales;
- (iv). Los certificados de depósito de mercancías;
- (v). Cualquier título o derecho resultante de un proceso de titularización;
- (vi). Cualquier título representativo de capital de riesgo;
- (vii). Los certificados de depósito a término;
- (viii). Las aceptaciones bancarias;
- (ix). Las cédulas hipotecarias;
- (x). Cualquier título de deuda pública;
- (xi). Los derivados financieros siempre que sean estandarizados y sean susceptibles de ser transados en las bolsas de valores o sistemas de negociación de valores.

Los valores listados anteriormente pueden ser negociados por los agentes del mercado en (i) en el mercado primario o de emisión, en el cual se realizan transacciones iniciales de valores recién emitidos; y/o (ii) en el mercado secundario, en donde se efectúa el intercambio de valores que ya se encuentran emitidos⁵.

⁵ Guzmán Brito, A., & Guerrero Becar, J. (2017) “La Substitución de la Noción “Título-Valor” por “Valores Negociables” en la Ley del Mercado de Valores de España, como base para la Delimitación de un Derecho del Mercado de Valores. *Revista de Derecho - Universidad Católica del Norte*, 24 (2), 211-327.

A través de estos títulos, se logra cumplir la función básica de asignación y distribución, en el tiempo y en el espacio, de los recursos de capital, los riesgos, el control y la información asociados con el proceso de transferencia del ahorro a la inversión⁶.

Ahora bien, en el marco del desarrollo del mercado de valores, aparecen distintos sujetos, entre los cuales se encuentran: (i) los emisores de valores, con la función de canalizar el ahorro y obtener recursos de financiación de actividades; (ii) los inversionistas que dan uso productivo a los recursos para obtener mayores ganancias; (iii) los intermediarios, encargados de realizar operaciones que acerquen los demandantes y oferentes en el mercado; y (iv) los proveedores de infraestructura, que hacen posibles los escenarios de interacción⁷. A la hora de participar en el mercado, cada uno de estos sujetos está supeditado a un marco regulatorio que determina la forma en la que pueden desempeñar su actividad.

Dicho marco guía la forma en la que cada uno de ellos debe y puede actuar, razón por la cual se hace necesario resaltar su importancia en la medida que permite mantener protegidas las expectativas de quienes intervienen en el mercado de valores⁸. En palabras más claras, el mercado se fundamenta en la confianza y como lo ha dicho la Corte Constitucional “*esa confianza está a su vez cimentada en una regulación adecuada y en la convicción pública de que las entidades que hacen parte del sistema están vigiladas técnica y profesionalmente*”⁹.

1.2. ACTIVIDAD DE INTERMEDIACIÓN EN EL MERCADO DE VALORES

De acuerdo con el artículo 7.1.1.1. del Decreto 2555 de 2010, la actividad de intermediación en el mercado de valores consiste en “*la realización de operaciones que*

⁶ Bolsa de Valores de Colombia. Diccionario de Finanzas. [Disponible en Web] Recuperado de: <https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/GlosarioResultado>. [Consulta julio 20 de 2018].

⁷ Superintendencia Financiera de Colombia. Conceptos Básicos del Mercado de Valores. Diciembre de 2008. [Disponible en Web] Recuperado de: <https://www.superfinanciera.gov.co/SFCant/ConsumidorFinanciero/conceptosbasicosmv.pdf> [Consulta julio de 10 de 2018].

⁸ Serra Puente, A. (2009). La Regulación en los Mercados Financieros: Perspectivas. Revista Derecho y Sociedad. Volumen 32. Página 103

⁹ Corte Constitucional de Colombia. Sentencia C-640 de 2010 (M.P. Mauricio González Cuervo. 18 de agosto de 2010)

tengan por finalidad o efecto el acercamiento de demandantes y oferentes en los sistemas de negociación de valores o en el mercado mostrador, sea por cuenta propia o ajena”¹⁰.

En este sentido, tal y como lo expone Rincón Ospina en su artículo *Aspectos Básicos del Derecho del Mercado de Valores*¹¹, puede hablarse de la intermediación como una categoría general que abarca un conjunto de actividades reguladas, dentro de las cuales se encuentran:

- (i). La adquisición o enajenación en el mercado primario o secundario de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores (en adelante “RNVE”);
- (ii). La adquisición o enajenación en el mercado secundario de valores listados en un sistema local de cotizaciones de valores extranjeros;
- (iii). La realización de operaciones con derivados y productos estructurados, siempre que los mismos sean estandarizados y susceptibles de ser transados en las bolsas de valores o en otros sistemas de negociación de valores, previa su inscripción en el RNVE.
- (iv). La adquisición o enajenación de valores extranjeros cuya oferta pública autorizada en el exterior haya sido reconocida en los términos del Título 2 del Libro 23 de la Parte 2 del presente Decreto.

De esta manera, tenemos que la intermediación de valores, y por ende la calidad de intermediario, supone el cumplimiento de dos requisitos: (i) la realización de operaciones que tengan por finalidad o efecto el acercamiento de demandantes y oferentes para la adquisición o enajenación de valores inscritos en el RNVE, bien sea en el mercado bursátil o mostrador; y (ii) la necesidad de hallarse inscrito previamente en dicho registro como intermediario de valores¹². Cumplidos ambos requisitos, lo siguiente es determinar qué operaciones pueden realizar los intermediarios de valores.

¹⁰ Decreto 2555 de 2010 [Ministerio de Hacienda y Crédito Público] Por el cual se recogen y re-expiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. 15 de julio de 2010. D.O. No. 47.771.

¹¹ Rincón Ospina, Felipe (2017). *Aspectos Básicos del Derecho del Mercado de Valores*. Tomo I Introducción al derecho del mercado de valores. Editorial Temis. Página 5.

¹² Ustáriz. L.H. (2016) “Marco Regulatorio del Mercado de Valores”. Legis Editores S.A.

Las operaciones de intermediación de valores están establecidas en el artículo 7.1.1.1.2 del Decreto 2555 del 2010¹³. Para el propósito que ocupa esta tesis, es importante aclarar que aunque este listado no incluye la asesoría como una de ellas, dicha calidad le fue reconocida en el año 2009, cuando el Gobierno Nacional haciendo uso de la facultad otorgada por el literal j) del artículo tercero de la Ley 964 de 2005, le otorgó la calidad de operación¹⁴ al reconocer la importancia que esta actividad tiene en el mercado de valores como parte de la inversión de recursos captados del público. Valga la aclaración de que esta inclusión no se contrapuso al deber de asesoría aplicable a los intermediarios de valores que consagra el artículo 7.3.1.1.3.

En consecuencia, estableció que sólo podría ser ejercida por intermediarios de valores previamente autorizados y registrados, pertenecientes a entidades sometidas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia, y en atención a las funciones, actividades, deberes y obligaciones que le competen a los mismos¹⁵. Lo anterior, generó la necesidad de desarrollar más a fondo los parámetros que debían guiar su ejercicio y a su vez, exigió a su vez a los intermediarios dar más importancia a la forma como se estaba llevando a cabo. Sin embargo, no fue sino hasta el Decreto 661 de 2018 que se cumplió este cometido.

1.2.1. INTERMEDIARIOS DE VALORES

En principio, son intermediarios de valores las entidades vigiladas por la SFC que cuentan con acceso directo a un sistema de negociación de valores o a un sistema de registro de operaciones sobre valores para la realización o registro de cualquier operación de intermediación de valores. Así lo dispuso el artículo 1.5.1.1. de la Resolución 400 de 1995¹⁶ de la entonces Superintendencia de Valores¹⁷.

¹³ Superintendencia Financiera de Colombia. Concepto 2012031930-003 del 18 de mayo de 2012.

¹⁴ El artículo 3 de la Ley 964 de 2005 faculta al Gobierno Nacional para determinar las actividades que serán consideradas como actividades del mercado de valores siempre que estas “*constituyan actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores*”.

¹⁵ Decreto 4939 de 2009. “*Por el cual se modifica la Resolución 400 de 1995 de la Sala General de la Superintendencia de Valores*”. Diciembre 18 de 2009. D.O. 47567 Artículo 1.

¹⁶ En esta Resolución el Gobierno Nacional, a través de la Sala General de la entonces Superintendencia de Valores, adoptó y recopiló las normas de intervención en el mercado de valores, en la medida en que la Sala General de la Superintendencia de Valores había quedado facultada para señalar las operaciones que se podían realizar, entidades como las sociedades comisionistas de bolsa, entre otros intermediarios de valores (Consejo de Estado. Sentencia 2009-00048 del 25 de febrero de 2016).

¹⁷ La Superintendencia de Valores, asumió la vigilancia y control sobre los emisores de valores a partir de la expedición del Decreto 2115 de 1992. No obstante, el rápido desarrollo que tuvo el mercado financiero, supuso la revisión de la estructura del sistema de regulación, concluyendo que al tener tantos sujetos encargados de la

La justificación de someter a dichas entidades a vigilancia estatal, responde al propósito de la SFC de preservar la confianza pública de los ciudadanos en el sistema financiero, así como de mantener la integridad, eficiencia y transparencia del mercado de valores y demás activos financieros, así como de velar por el respeto de los consumidores financieros¹⁸. En esta medida, se resalta la importancia de la actividad para el Gobierno Nacional, pues sólo las entidades autorizadas tienen la facultad de realizar operaciones en el mercado.

No obstante lo anterior, es importante aclarar que el Decreto 1121 de 2008, introdujo una categoría de intermediarios no sometidos a vigilancia. De esta manera, las entidades públicas que puedan realizar sus operaciones directamente a través de sistemas de negociación de valores no son ser sujetos vigilados por la SFC. A este grupo en particular se le exige “*ser miembros de un organismo de autorregulación autorizado por la SFC y cumplir las obligaciones propias de tal membresía, de sus respectivos regímenes normativos y aquellas derivadas de su inscripción en el Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores - RNAMV*”¹⁹. En este sentido, es claro que, si bien se hizo una excepción, no deja de ser menos exigente el cumplimiento de determinados requisitos para ejercer esta actividad en el mercado.

1.2.2. REGISTRO NACIONAL DE AGENTES DEL MERCADO DE VALORES

De conformidad con lo establecido en el artículo 5.3.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010²⁰, es una obligación de las personas que realicen actividades de intermediación en el mercado de valores la inscripción en el Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores (“RNAMV”). Lo anterior está justificado ya que permite a las autoridades verificar y

supervisión de los agentes del mercado (pues la labor estaba dividida con la Superintendencia Bancaria) no era práctico. Por este motivo, se integraron la Superintendencia de Valores y la Superintendencia Bancaria en la Superintendencia Financiera de Colombia, como entidad única encargada de la supervisión del sistema financiero (Historia de la Superintendencia Financiera de Colombia disponible web en: <https://www.superfinanciera.gov.co/inicio/nuestra-entidad-20483>).

¹⁸ Superintendencia Financiera de Colombia. Portal de Información al Consumidor Financiero “Aprenda con la Super: Qué significa la expresión vigilado”. Mayo de 2016. [Disponible en Web] Recuperado de: <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/10083710>.

¹⁹ Decreto 1121 de 2008 “por el cual se reglamenta la actividad de intermediación en el mercado de valores y se dictan otras disposiciones”. 11 de abril, 2008. D.O. 46957

²⁰ Anteriormente consagrado en el Capítulo Tercero de la Resolución 400 de 1995, la cual fue recopilada en el Decreto 2555 de 2010.

supervisar a las entidades que han sido autorizadas para captar e invertir recursos del público en el mercado, y ofrece a los particulares un mecanismo de información.

El RNAMV, integra el Sistema Integral de Información del Mercado de Valores, que fue creado con el fin de brindar transparencia al mercado de valores y confianza a todos los agentes que participan en él²¹. En esta medida, se exige el registro de los agentes que intervienen en el mercado. De acuerdo con el artículo 1.1.1.3. de la Resolución 400 de 1995 son los intermediarios quienes están encargados de garantizar que la información del sistema sea veraz y esté actualizada.

La implementación de mecanismos que propendan por dar transparencia al mercado responde a los principios más generales de la materia financiera internacional. De acuerdo con los objetivos de la regulación del mercado de valores que plantean los Principios de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (en adelante “Principios IOSCO”), uno de los más importantes es la transparencia. La transparencia puede definirse como “*el grado en que la información sobre la negociación (tanto previa como posterior a la ejecución de las operaciones) se pone a disposición del público en tiempo real*”²².

En este sentido, es claro que un mercado exitoso es aquél que garantiza los máximos niveles de transparencia, que les permita a los clientes del mercado escoger las mejores opciones del mercado y poder tomar decisiones informadas con elementos de juicio objetivos.

1.2.3. IMPORTANCIA

La importancia de la actividad de intermediación en el mercado de valores, radica en brindar acceso a los clientes inversionistas y profesionales del mercado a los productos que en el mismo son ofrecidos, con el fin de movilizar los recursos de manera apropiada.

De esta manera, la actividad de intermediación permite, por un lado, la redistribución de la riqueza entre los agentes que acceden al mercado de valores; y por otro, sirve de escenario para la consecución de recursos para el desarrollo de la iniciativa privada.

²¹ Superintendencia Financiera de Colombia. (2008). “Guía para Emisores”. Disponible para descarga en versión web.

²² Organización Internacional de Comisiones de Valores (1998). Objetivos y Principios para la Regulación de los Mercados de Valores. [Disponible en web] Recuperado de: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD82-Spanish.pdf> [Consulta 25 de octubre de 2018].

En ese sentido, ha sido necesario expedir una regulación amplia que garantice transparencia y seguridad a las operaciones que realizan los diferentes intermediarios financieros, para así proteger a los clientes ahorradores que participan en las operaciones del sistema financiero y la confianza en el sistema de pagos.²³

Es por este motivo, que en el marco normativo vigente se encuentra detallado, entre otras cosas, el alcance de la intervención, las diferentes formas de acercarse a los inversionistas, las condiciones que se deben tener en cuenta al momento de asesorar y las medidas de prevención necesarias para que se mantenga un ambiente transparente a la hora de realizar una operación.

De todo lo expuesto, tenemos que la asesoría es una actividad muy importante dado que una buena gestión en la intermediación de los recursos, contribuye a la distribución del ingreso de forma efectiva en la economía nacional.

Después de haber estudiado a grandes rasgos los elementos básicos del mercado de valores, pasaremos a estudiar los antecedentes de la actividad de asesoría así como los deberes aplicables a los intermediarios de valores. La regulación nacional los ha desarrollado de tal manera que se formen como marcos generales de actuación para estos agentes, con el fin de generar confianza en el mercado de valores y a los inversionistas.

²³ Serrano, J. (2005) “Sistemas Financieros. Visión General del Sistema Financiero Colombiano” Bogotá, Colombia. Editorial: Universidad de los Andes, Facultad de Administración. Primera edición.

CAPÍTULO II

2. CONSAGRACIÓN NORMATIVA DE LA ASESORÍA EL MERCADO FINANCIERO ANTES DE LA EXPEDICIÓN DEL DECRETO 661 DE 2018

El mercado de valores que existe actualmente, es el resultado de un largo proceso de modernización legislativa que responde a las diversas necesidades que el mercado mismo ha ido evidenciando. Dicho de otra manera, la legislación ha ido cambiando el mercado financiero hasta llegar a lo que es en la actualidad: un lugar de encuentro entre el sector superavitario y deficitario, en el cual cada agente puede encontrar la manera de satisfacer sus necesidades a través del amplio portafolio de servicios y productos ofrecidos por las entidades facultadas para tal fin.

En este capítulo, se hará un breve recuento normativo de la forma dual como fue concebida la asesoría en el mercado de valores hasta antes de la expedición del Decreto en el año 2018; es decir, (i) como un deber especial aplicable a las Sociedades Comisionistas de Bolsa (en adelante “SCB”) en calidad de intermediarios de valores y (ii) como una operación de intermediación.

2.1. ASESORÍA COMO DEBER DE LOS INTERMEDIARIOS DE VALORES

En materia de los deberes de los intermediarios de valores, aparece como antecedente primordial el Decreto 1121 de 2008 “*Por el cual se reglamenta la actividad de intermediación en el mercado de valores y se dictan otras disposiciones*”, el cual reguló en el capítulo III, los deberes generales y específicos de los intermediarios del mercado de valores.

En cuanto a los deberes generales estableció que los intermediarios debían: “*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*”²⁴.

²⁴ Decreto 1121 de 2008 “Por medio del cual se reglamenta la actividad de intermediación en el mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Abril 11 de 2008. D.O. 46957 Capítulo III, artículo 1.5.3.1.

Como se puede observar, los principios rectores permean todas las actuaciones de los intermediarios. A través de ellos se pretenden solucionar los problemas que pueden presentarse a la hora de atender a los inversionistas del mercado de valores²⁵. Por ejemplo, sobre la asimetría de la información, entendida ésta como la diferencia en el conocimiento de un servicio o producto que tienen las partes de un negocio, o el problema de la agencia (así llamado por la doctrina), que se presenta cuando quien presta el servicio de intermediación tiende a priorizar sus intereses sobre los de sus clientes, faltando a todo el principio de la operación²⁶.

Por otra parte, este decreto se refirió a los deberes particulares de los intermediarios, señalando que se dividen en: (i) aquellos aplicables a todos los intermediarios de valores; y (ii) aquellos que aplican únicamente a las SCB.

Dicha diferenciación, responde al tipo de actividades especializadas que las SCB llevan a cabo al ser “*intermediarios expertos en transacciones de títulos financieros, que ponen a su servicio el conocimiento que tienen de los mercados y el acceso privilegiado de que disfrutan, por diversas razones, en los mismos*”²⁷ y en esa medida requieren un desarrollo que atienda a sus características.

En complemento, la jurisprudencia constitucional reconoció que la “*autonomía negocial de los comisionistas de bolsa está ampliamente limitada y sometida a un control estatal estricto y directo. En efecto, el Estado ha intervenido en esta actividad de manera especial para prevenir conductas delictivas, tales como, el lavado de activos y la utilización de esta labor para fines diferentes al interés público.*”²⁸

²⁵ Esto se fundamenta, en la teoría de “Law Matters”, ampliamente utilizada tanto en materia financiera y societaria, como de gobierno corporativo. De acuerdo con ella, los problemas sobre los productos ofrecidos en el mercado financiero, pueden ser corregidos en parte por medio del uso e implementación de sistemas de supervisión y regulación frente a las actuaciones de los agentes que en ellos intervienen, con lo cual se asegura la protección tanto de los inversionistas como del mercado en general.

²⁶ Jensen, M. and Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior Agency Costs and Ownership Structure, en *Journal of Financial Economics*, vol.3.

²⁷ Superintendencia de Valores. Los Comisionistas de Valores. Primera edición. 1997. Página 15.

²⁸ Corte Constitucional de Colombia. Sentencia SU 166 de 1999 (M.P. Alejandro Martínez Caballero: 17 de marzo de 1999)

A continuación explicaremos algunos deberes especiales aplicables a todos los intermediarios de valores así como algunos aplicables sólo a las SCB, los cuales fueron recopilados en el nuevo Decreto para el desarrollo de la actividad de asesoría.

2.1.1. DEBERES APLICABLES A TODOS LOS INTERMEDIARIOS

(i). Deber de información:

Se concreta en el deber de adoptar políticas y procedimientos tendientes a que la información dirigida a clientes, en operaciones de intermediación, sea objetiva, oportuna, completa, imparcial y clara. En el artículo 97 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero (en adelante “EOSF”) se establece como una obligación de las entidades vigiladas proveer información cierta, suficiente, clara y oportuna a los consumidores financieros, de suerte que ello facilite la adopción de decisiones informadas y permita que éstos escojan las mejores opciones del mercado de acuerdo con sus necesidades²⁹.

Esta información debe suministrarse antes de que se realice la primera operación, y deberá contener como mínimo los siguientes elementos:

- (i). La naturaleza jurídica y características de las operaciones que se contraten;
- (ii). Las características generales de los valores, productos o instrumentos financieros ofrecidos o promovidos y los riesgos aparejados a la operación;
- (iii). Cuando se realicen operaciones de contratos de comisión, administración de portafolios de terceros, administración de valores, corretaje o underwriting, deberán suministrar al cliente la tarifa de dichas operaciones de intermediación.

(ii). Deber frente a los conflictos de interés:

De acuerdo con el artículo 38.1 del Reglamento del AMV, un conflicto de interés es “(...) *la situación en la que incurre quien tiene la posibilidad de tomar decisiones, o incidir en la*

²⁹ Superintendencia Financiera de Colombia. (2014). Circular Básica Jurídica No. 029 de 2014. [Disponible en Web] Recuperado de: <https://www.superfinanciera.gov.co/publicacion/10083481>. [Consulta 2 de septiembre de 2018].

adopción de las mismas, actuando mediante una relación de agencia³⁰, siempre que sus intereses y los de tales terceros, o los intereses de tales terceros entre sí, resulten contrarios e incompatibles”³¹.

En esa medida, este deber impone la obligación de establecer y aplicar principios y procedimientos que constituyan políticas de buen gobierno corporativo de los intermediarios de valores, que permitan a sus administradores, empleados o funcionarios evitar los conflictos de interés que se puedan presentar en el desarrollo de su actividad.

Dichas políticas como mínimo deberán contener:

- (i). Los mecanismos para que las áreas, funciones y sistemas de toma de decisiones estén separadas decisoria, física y operativamente.
- (ii). Reglas y límites sobre operaciones con vinculados³² en los sistemas de negociación de valores.
- (iii). Los mecanismos y procedimientos para que la realización de operaciones por cuenta propia esté separada de cualquier otro tipo de actividad que pueda generar conflicto de interés.

En esa medida, de acuerdo con el Decreto 2555 de 2010 los intermediarios que identifiquen un conflicto de interés real o potencial, tienen la obligación de abstenerse de realizar dichas actividades³³. Esta situación también es reconocida en el Reglamento del AMV, el cual establece en el artículo 38.8 la prohibición de actuar por parte de los intermediarios de

³⁰ Una relación de agencia puede ser entendida como cualquier situación en virtud de la cual una persona actúa en interés o representación de un tercero, con independencia de la relación jurídica que vincula a las partes.

³¹ Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia. Reglamento de AMV. [Disponible en Web] Recuperado de: <http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20110214135739.pdf>. [Consulta 20 de octubre de 2018]

³² Por vinculados para efectos de este Decreto, se entienden: (i) el o los accionistas o beneficiarios reales del 10% o más de la participación accionaria en el intermediario; (ii) las personas jurídicas en las cuales en las cuales, el intermediario sea beneficiario real del diez por ciento (10%) o más de la participación societaria; (iii) la matriz del intermediario de valores, sus filiales y subordinadas; (iv) los administradores del intermediario, de su matriz y de las filiales o subordinadas de esta.

³³ Al respecto, el numeral 9 del artículo 146 del EOSF el cual establece que “*Los directores, representantes legales, revisores fiscales y en general todo funcionario de entidades fiduciarias con acceso a información privilegiada deberá abstenerse de realizar cualquier operación que dé lugar a conflictos de interés entre el fiduciario y el fideicomitente o los beneficiarios designados por este (...)*”.

valores cuando se encuentren en presencia de un conflicto de interés que no haya sido administrado de manera idónea³⁴.

2.1.2. DEBERES APLICABLES A LAS SOCIEDADES COMISIONISTAS DE BOLSA

(i). Deber de valoración:

Los intermediarios que realicen operaciones de reporto, simultáneas o de transferencia temporal de valores, deben valorar todos los activos de los clientes en la periodicidad que para el efecto establezca la SFC. En el desarrollo de contratos de comisión, administración de portafolios de terceros y administración de valores, la valoración de las operaciones, se debe realizar diariamente para garantizar que la información que reciben los inversionistas sea lo más actualizada posible. Adicionalmente, se deben proveer mecanismos que permitan al cliente consultar su portafolio con la última valoración, en los términos que establezca la SFC.

(ii). Deber de mejor ejecución de las operaciones:

El intermediario de valores debe propender por el mejor resultado posible para el cliente de conformidad con sus instrucciones. Para tal efecto deben seguir los siguientes parámetros:

- (i). Las políticas deben ser informadas previamente al cliente y corresponder al tipo de cliente, el volumen de las órdenes y demás elementos que el intermediario considere pertinentes.
- (ii). Siempre que se trate de ejecución de operaciones por cuenta de terceros se debe anteponer el interés del cliente sobre el interés del intermediario.
- (iii). Cuando se trate de “clientes inversionistas”, el mejor resultado posible se determina principalmente con base en el precio o tasa de la operación, en las condiciones de mercado al momento de su realización, obtenido después de restarle todos los costos asociados a la respectiva operación, cuando haya lugar a estos. Para los demás clientes, se deberá tener en cuenta, el precio o tasa, los

³⁴ Reglamento AMV Artículo 38.8: “Los miembros de AMV no permitirán que una persona natural vinculada actúe cuando se encuentre en un conflicto de interés que no haya sido administrado de manera idónea. Así mismo, las personas naturales vinculadas se abstendrán de actuar cuando se encuentren en una situación de conflictos de interés que no haya sido debidamente administrada.”

costos, el tiempo de ejecución, la probabilidad de la ejecución y el volumen, entre otros.

- (iv). Cuando exista una instrucción específica de un “inversionista profesional”, con anterioridad a la realización de la operación, el intermediario debe ejecutar la orden y debe conservarla por cualquier medio.
 - (v). Debe contar con los mecanismos idóneos que le permitan acreditar que las órdenes y operaciones encomendadas fueron ejecutadas de conformidad con la política de ejecución de la entidad cuando sea solicitado por el cliente, la SFC o el AMV.
- (iii). Deber de asesoría:

Consiste en brindar “*recomendaciones individualizadas que incluyan una explicación previa acerca de los elementos relevantes del tipo de operación que se quiere realizar, con el fin de permitir que el cliente tome decisiones informadas*”³⁵.

Debe ser prestado a aquellos sujetos que califican como clientes inversionistas, salvo que sea solicitado por un inversionista profesional. En este sentido es necesario precisar que:

- (i). Por cliente profesional se entiende, todo aquél que cuente con la experiencia y conocimientos necesarios para comprender, evaluar y gestionar adecuadamente los riesgos inherentes a cualquier decisión de inversión. Entre otras cosas deberá acreditar un patrimonio igual o superior a 10.000 SMMLV; y (i) ser titular de un portafolio de inversión de valores igual o superior a 5.000 SMMLV; o (ii) haber realizado directa o indirectamente 15 o más operaciones de enajenación o de adquisición, durante un período de 60 días calendario, en un tiempo que no supere los dos años anteriores al momento en que se vaya a realizar la clasificación del cliente y cuyo valor sea igual o superior al equivalente a 35.000 SMMLV.³⁶

Sin embargo, el mismo Decreto establece otros clientes que pueden llegar a ser considerados bajo esta categoría tales como (i) las personas que tengan vigente la certificación de

³⁵ De acuerdo con el 1.5.3.3. del Decreto 1121 de 2008 que posteriormente se convirtió en el artículo 7.3.1.1.3. del Decreto 2555 de 2010.

³⁶ Artículo 7.2.1.1.2. del Decreto 2555 de 2010.

profesional del mercado como operador otorgada por un organismo autorregulador del mercado de valores; (ii) los organismos financieros extranjeros y multilaterales; y (iii) las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia³⁷.

- (ii). Por cliente inversionista se entiende toda persona con un conocimiento general y superficial sobre el mercado³⁸. Por exclusión, es todo aquel que no sea considerado inversionista profesional.

Adicionalmente, se establece que el deber de asesoría debe ser cumplido por conducto de un profesional debidamente certificado para este fin y deberá estar vinculado laboralmente a una entidad intermediaria de valores, registrada en el RNAMV³⁹. Al respecto, la SFC ha establecido que *“la asesoría de cualquier índole (...) al ser una operación de intermediación de valores, únicamente puede ser realizada por aquellas entidades que han sido autorizadas por esta Superintendencia como intermediarios de valores y que como tales se encuentran bajo la vigilancia de la misma o a través de personas naturales vinculadas laboralmente a dichas sociedades.”*⁴⁰.

De la lectura de este deber se identifican algunos elementos que vale la pena resaltar:

- (i) Suministro de recomendaciones individualizadas que incluyan una explicación previa de los elementos propios de la operación que el inversionista busca realizar.
- (ii) Atención al perfil de riesgo del cliente: el mismo, debe ser establecido por el intermediario para delimitar el marco de actuación. Para su asignación se tienen en cuenta la experiencia en inversión que tenga el cliente sobre la operación que busca realizar.
- (iii) Recomendaciones en atención a dicho perfil: explicando los elementos más relevantes del tipo de operación y permitiendo al intermediario, darle a conocer al

³⁷ Artículo 7.2.1.1.3. del Decreto 2555 de 2010.

³⁸ Artículo 7.2.1.1.4. del Decreto 2555 de 2010.

³⁹ Artículo 7.3.1.1.3. del Decreto 2555 de 2010.

⁴⁰ Superintendencia Financiera de Colombia. Concepto 2012031930-003 del 18 de mayo de 2012.

cliente si considera que el producto o servicio ofrecido o demandado es inadecuado para la cabal satisfacción de sus intereses.

En esa medida, la asesoría como deber se limitaba al suministro de información y presentación de opiniones, realizadas en consideración del perfil de riesgo de un cliente, con el fin de permitirle encontrar elementos suficientes para adoptar una decisión de inversión que acorde a sus necesidades⁴¹.

2.2. ASESORÍA COMO OPERACIÓN DE INTERMEDIACIÓN

En el 2009 el Gobierno Nacional determinó que por las implicaciones que tiene la asesoría para los inversionistas dentro del desarrollo del mercado de valores, la misma debía considerarse una operación de intermediación y por ende objeto de supervisión. Razón por la cual, se expidió el Decreto 4939 de 2009 “*por el cual se modifica la Resolución 400 de 1995 de la Sala General de la Superintendencia de Valores*”.

Este decreto definió la asesoría como una operación de intermediación de valores la cual solamente podía ser realizada por entidades sometidas a la inspección y vigilancia de la SFC. Adicionalmente estableció que se tendría el mismo tratamiento de la asesoría el ofrecimiento de servicios de cualquier naturaleza para “*la realización de operaciones orientados a negociar, tramitar, gestionar, administrar u ordenar la realización de cualquier tipo de operación con valores, instrumentos financieros derivados, productos estructurados, carteras colectivas, fondos de capital privado y otros activos financieros que generen expectativas de beneficios económicos*”⁴².

Considerar la asesoría como operación, implica que es una actividad con desarrollo autónomo en contraposición a la asesoría como deber, que es una obligación atada a ciertas operaciones de intermediación⁴³. En palabras más claras, al desarrollar esta operación los intermediarios observan los deberes que les son propios para su actuar tal y como se describió anteriormente en este mismo texto, mientras que, al ser un deber supone que es aplicable a todas las

⁴¹ Rincón Ospina, Felipe (2017). “*Aspectos Básicos del Derecho del Mercado de Valores*” en Régimen del Mercado de Valores. Tomo I Introducción al derecho del mercado de valores. Editorial Temis.

⁴² Artículo 1 del Decreto 4939 de 2009.

⁴³ Fagua Guaque, N. (2010). La asesoría como una forma de intermediación de valores. Con-Texto, (30), 123-134. Recuperado a partir de <https://revistas.uexternado.edu.co/index.php/contexto/article/view/2613>.

operaciones que tengan por finalidad o efecto el acercamiento de demandantes y oferentes en los sistemas de negociación de valores.

De esta reseña histórica, se resalta que hasta este momento la asesoría como deber u operación se limitaba a que los intermediarios de valores dieran una recomendación individualizada, basada únicamente en el perfil del inversionista y la información sobre la operación de inversión.

CAPÍTULO III

3. CAMBIO DEL PARADIGMA EN LA REGULACIÓN APLICABLE A LA ASESORÍA EN VIRTUD DE LA EXPEDICIÓN DEL DECRETO 661 DE 2018

Habiendo presentado la forma como era concebida la asesoría antes del 2018 (como deber y operación), en este capítulo se expondrá el cambio del paradigma en materia de asesoría financiera que se presentó en Colombia a partir de la expedición del Decreto. En este Decreto la asesoría se consagra como una actividad de intermediación propiamente dicha compuesta por varias actividades complementarias con una regulación amplia independiente y especializada.

El Gobierno Nacional reconoció que la asesoría es de gran importancia para el desarrollo tanto de la economía nacional como del mercado de valores, ya que es gracias a ella que se pueden otorgar herramientas a los inversionistas para tener confianza en el mercado y realizar inversiones informadas y conscientes⁴⁴.

La forma como estaba consagrada anteriormente, permitía al Gobierno Nacional, a través de las autoridades de supervisión y vigilancia, controlar a aquellos sujetos que prestaban este servicio a los inversionistas. No obstante, la regulación se quedaba corta en definir y establecer las obligaciones y parámetros especiales para que los intermediarios de valores desarrollaran esta actividad.

En la regulación previa, la asesoría no cumplía con la definición de intermediación, y en las disposiciones establecidas en el Decreto 4939 de 2009 no se precisaba cuáles eran los aspectos fundamentales de esta actividad como parte del quehacer de los intermediarios de valores. Esta situación hacía que la actividad de asesoría fuera incomprensible dentro de la lógica de la intermediación y, a su vez, desdibujaba la importancia que tiene tanto para los inversionistas como para el fortalecimiento en general del mercado de valores.

Mediante la expedición del Decreto, se implementó en Colombia una nueva regulación en materia de asesoría financiera, la cual busca adaptar la legislación nacional a las exigencias y

⁴⁴ Exposición de motivos del Decreto 661 de 2018.

nuevas tendencias internacionales, así como al desarrollo de nuevas tecnologías en la presentación de los servicios desarrollando entre otras cosas, la asesoría como una actividad propiamente dicha, sus características, ámbito de aplicación, condiciones de suministro y demás elementos que deben ser tenidos en cuenta a la hora de desarrollarla, los cuales serán explicados a continuación.

3.1. DISPOSICIONES INTRODUCIDAS POR EL DECRETO

El Decreto abordó con amplitud la asesoría, introduciendo nuevas formas en las que puede prestarse y garantías de protección no sólo al interés de los inversionistas sino también a los intermediarios.

Como elementos novedosos incorporó a la regulación existente en la materia: (i) la obligación de clasificar los productos; (ii) los servicios de solo ejecución; (iii) uso de herramientas tecnológicas para la prestación de la asesoría; (iv) clasificación de la asesoría como independiente y no independiente; (v) la posibilidad del inversionista de renunciar a la asesoría tratándose de productos simples; (vi) precisa los elementos del concepto de idoneidad (“suitability”), y (vii) robustece la administración de los conflictos de interés que se puedan presentar en el desarrollo de la actividad de los intermediarios de valores, además de (viii) fortalecer la obligación de documentación y trazabilidad de las operaciones que se den como producto de la asesoría, puntos que se desarrollan a continuación.

En esa medida, con la expedición de esta nueva reglamentación, se supera la dicotomía que existía frente a la asesoría como deber y como operación/ actividad; definiéndola como actividad del mercado de valores y se crea un capítulo en el Decreto 2555 de 2010, destinado exclusivamente a desarrollar los lineamientos que resultan aplicables a la hora de desarrollarla.

3.2. DEFINICIÓN

El artículo 1° del Decreto define la asesoría como: “(...) *una actividad del mercado de valores que únicamente puede ser desarrollada por entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia conforme a las reglas que disponen el funcionamiento de los elementos e instrumentos*

requeridos para que los inversionistas puedan tomar decisiones de inversión según lo previsto en el presente Libro.

Para el efecto las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia elaborarán el perfil del inversionista, establecerán el perfil del producto, realizarán el análisis de conveniencia del producto para el inversionista, suministrarán recomendaciones profesionales, entregarán información y efectuarán la distribución de los productos, de conformidad con las reglas establecidas en atención a la calidad de los inversionistas y a las características de los productos, según lo dispuesto en el presente Libro (...)” (subrayado fuera de texto)

De lo anterior se resaltan tres puntos:

- i) La asesoría es una actividad propiamente dicha del mercado de valores y no un deber.
- ii) Su ejercicio no está limitado únicamente a las SCB, sino que aplica a cualquier entidad vigilada por la SFC.
- iii) Su ejercicio supone la realización de una serie de subactividades, que contemplan la figura como un proceso de múltiples pasos y deja de limitarse a brindar únicamente una recomendación.

Anteriormente, el Decreto 2555 de 2010 consagraba la asesoría como “*la actividad de brindar recomendaciones individualizadas, (...) en consideración a las características propias de cada operación, con el fin de que el cliente tome decisiones informadas, atendiendo al perfil de riesgo particular que el intermediario le haya asignado*”⁴⁵.

Hoy el Decreto exige que para que se entienda asesoría, el intermediario deberá cumplir con distintas cargas, como son: (i) establecer el perfil del inversionista y perfil del producto; (ii) a entregar recomendaciones individualizadas; (iii) realizar el análisis de conveniencia del producto para el inversionista, y (iv) entregar información y distribuir productos de conformidad con las reglas establecidas en atención a la calidad de los inversionistas y a las características de los productos.

Complementar la actividad de asesoría, con el deber de suministro de información, atiende a los requisitos prudenciales que deben cumplir los intermediarios de los inversionistas de

⁴⁵ Artículo 7.3.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010.

valores al momento de orientarlos en la celebración de negocios dentro del mercado, de acuerdo con los Principios IOSCO⁴⁶.

Dichos Principios establecen que la información que se brinde a los inversionistas, debe tener un alcance tal que les permita comprender *“la naturaleza del negocio de la entidad, sus procedimientos de control interno y sus políticas sobre asunción de riesgos. Esto quiere decir, que los inversionistas tengan la posibilidad de entender claramente el alcance de sus propias facultades y responsabilidades, de tener acceso a toda la información pertinente sobre el negocio en cada momento, y contar con todo el asesoramiento necesario sobre dicho negocio y sobre sus propias responsabilidades”*⁴⁷.

En este sentido, dentro de los nuevos lineamientos del Decreto, es evidente que se resalta la importancia del suministro de información como actividad complementaria y necesaria para el desarrollo exitoso de la actividad de asesoría propiamente dicha en todas sus etapas.

El intermediario debe, entre otras cosas, obtener información de los clientes acerca de sus objetivos de inversión. Esto responde a los lineamientos que ha implementado la Organización Internacional de Comisiones de Valores⁴⁸ y que reconocen que para evitar que se ofrezcan productos poco idóneos a los inversionistas, es muy importante la revelación de información que hagan estos últimos, así como los intermediarios. Lo anterior, porque un pleno entendimiento de las circunstancias y necesidades particulares de cada cliente permite brindar asesoría adecuada.

La Corte Suprema de Justicia colombiana (“CSJ”) ha reiterado esta posición, resaltando que, cuando los intermediarios actúan atendiendo a lo que previamente ha sido revelado o aconsejado al cliente, se brinda mayor seguridad y protección a la inversión. De esta forma, la CSJ ha promovido que se mantengan informados a los clientes sobre la situación del mercado

⁴⁶ Este documento, expone 30 principios que se consideran fundamentales para la regulación de los mercados de valores en el mundo. Se crea para ser implementado dentro del marco regulatorio de cada país, en el entendido de que siguiéndolos se puede garantizar la protección de los inversores, la justicia, eficiencia y transparencia del mercado y la reducción del riesgo sistémico, como objetivos primordiales del mercado de valores.

⁴⁷ Organización Internacional de Comisiones de Valores (1998). Objetivos y Principios para la Regulación de los Mercados de Valores. [Disponible en web] Recuperado de: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD82-Spanish.pdf> [Consulta 25 de octubre de 2018].

⁴⁸ “*Suitability Requirements With Respect To the Distribution of Complex Financial Products*” es el reporte final de la entidad, resultado de una serie de discusiones sobre la protección a los clientes del mercado, la distribución de productos financieros complejos por parte de los intermediarios y los marcos regulatorios existentes.

de inversión y, en general, sobre “*los beneficios y riesgos que representan las transacciones cuya ejecución se le ha encomendado a los intermediarios, todo con el fin de buscar su beneficio*”⁴⁹.

Esto, atendiendo a que uno de los principales problemas del mercado, es la asimetría de la información que se presenta, entre otras, cuando: (i) la información no se encuentra disponible antes de la ejecución de la operación y (ii) se revela de manera limitada después de la ejecución del mandato por los intermediarios⁵⁰.

Al ampliar las obligaciones de los intermediarios de valores en cuanto a la revelación de información a los clientes y/o inversionistas, el Decreto busca garantizar la transparencia en el mercado y así suministrar una mejor asesoría a los inversionistas.

3.3. RECOMENDACIÓN PROFESIONAL

De acuerdo con el Decreto, se entiende por recomendación profesional el suministro de opiniones idóneas, individuales o personalizadas a los inversionistas sobre una determinada inversión o transacción⁵¹. Para ello, se tiene en cuenta el perfil específico tanto del cliente como del producto, durante la realización de operaciones de inversión dentro del mercado.

Esta labor se puede cumplir a través del trato directo con el inversionista, o elaborando informes que tengan descripciones avanzadas de los productos y beneficios que aportarían al inversionista.

El Decreto contempla el suministro de recomendaciones como parte de la asesoría cuando el cliente esté buscando realizar operaciones sobre valores, administración de portafolios de terceros, distribución de fondos de inversión y fondos de pensión de jubilación e invalidez,

⁴⁹ Corte Suprema de Justicia, Sentencia Radicado No. 11001-31-03-001-2009-00415-01-2018 (M.P. Ariel Salazar Ramírez; 12 de enero de 2018).

⁵⁰ Torres, L (2014). “Prácticas en las negociaciones bursátiles y su efecto en la transparencia del mercado de valores dominicano”. Ciencia y Sociedad, vol. 39, núm. 4, 2014, pp. 665-682. Instituto Tecnológico de Santo Domingo Santo Domingo, República Dominicana.

⁵¹ De conformidad con el Artículo 2.40.1.1.2 del Decreto, se entiende por recomendación es individual o personalizada la que se da a un inversionista debidamente identificado y tiene en cuenta sus condiciones particulares. Por idónea, si se elabora con fundamento en el perfil de cliente y producto y responde al interés del destinatario.

con el fin de garantizar que la vinculación y/o rentabilidad de los inversionistas sea lo más idónea posible.

La CSJ se ha pronunciado sobre este punto estableciendo que la asesoría no debe limitarse al desarrollo de las actividades enunciadas anteriormente. Por el contrario, como los agentes que ejercen la intermediación en el mercado de valores desempeñan diversas labores accesorias a los negocios celebrados con el cliente, se debe tener en cuenta que en desarrollo de estas actividades secundarias *“las regulaciones de la SFC y la Bolsa de Valores sobre la materia se entienden incorporadas al pacto en virtud del interés social que conlleva tal actividad”*⁵².

Cabe resaltar, que anteriormente, en los términos del artículo 7.3.1.1.3. del Decreto 2555 de 2010 la asesoría como deber estaba limitada a *“brindar recomendaciones individualizadas atendiendo al perfil de riesgo particular que el intermediario le haya asignado, de acuerdo con la información suministrada por el cliente inversionista (...)”*. Hoy en día, en calidad de actividad, brindar recomendaciones individualizadas es solo uno de los múltiples elementos que la componen. De esta manera, los intermediarios del mercado de valores deberán suministrar una recomendación profesional en todos los casos en que tengan involucrados la prestación o desarrollo de actividades que se encuentren enmarcadas dentro del ámbito de aplicación del deber de asesoría.

El Decreto consagró también la obligatoriedad de los intermediarios de suministrar una recomendación profesional en los eventos en que los inversionistas profesionales lo soliciten. Al respecto, se incluyó la posibilidad de los clientes inversionistas de renunciar a su derecho de obtener una recomendación profesional únicamente respecto de inversiones sobre productos simples. En contraposición, tratándose de recomendaciones sobre inversiones en productos complejos no se tiene esta posibilidad.

Valga hacer la aclaración de que los inversionistas profesionales, si tienen la posibilidad de renunciar a la recomendación profesional independientemente de la calidad del producto, esto es, así sea simple o complejo.

⁵² Corte Suprema de Justicia, Sentencia Radicado No. 11001-31-03-001-2009-00415-01 (M.P. Ariel Salazar Ramírez; 12 de enero de 2018).

Con lo anterior, se dejó claro que las recomendaciones profesionales que realicen los intermediarios no son vinculantes, ni para los clientes inversionistas ni para los inversionistas profesionales, los cuales podrán proceder de conformidad con la recomendación que para el efecto se realice o actuar de forma diversa. No obstante, tratándose de clientes inversionistas que decidan no acatar la recomendación, se debe dejar constancia de su decisión en un medio verificable de manera previa a la realización de la operación.

3.4. INFORMES DE INVESTIGACIÓN SOBRE INVERSIONES Y COMUNICACIONES GENERALES

Habiendo ampliado el espectro de aplicación del deber de asesoría en relación con la promoción y distribución de valores, el Decreto aclara que los informes de investigación sobre inversiones y las comunicaciones generales sobre proyectos de inversión en los cuales se describen productos financieros y se promueven sus beneficios para los destinatarios, no serán considerados como recomendaciones profesionales.

Esto quiere decir que, las entidades que expidan o circulen estos informes o comunicaciones, deben incluir una leyenda que le permita a los inversionistas entender que el contenido que allí se presenta no constituye una recomendación profesional. Adicionalmente, se establece que estas comunicaciones no pueden utilizar un lenguaje o contenido que induzca al receptor a pensar que la inversión es adecuada a su perfil.

Es importante hacer mención a que el Decreto abre la posibilidad de que la SFC establezca los eventos en los que los informes de investigación sobre inversiones y las comunicaciones pueden llegar a tener el tratamiento de recomendaciones profesionales. Esta salvedad, es un ejemplo de las disposiciones del Decreto que buscan proteger a los inversionistas, ya que delimita el tipo de actividades que pueden ser desarrolladas por los intermediarios a partir de la nueva reglamentación en materia de asesoría financiera.

3.5. CONSEJO PROFESIONAL

Además de la asesoría que brindan los intermediarios de valores a inversionistas, es posible que la toma de decisiones por parte de éstos se encuentre acompañada de consejos y

recomendaciones que realicen profesionales de otras especialidades tales como los abogados, contadores, auditores y revisores.

Las recomendaciones por parte de estos profesionales no financieros a los inversionistas en relación con una determinada operación, suelen ser determinantes para su realización o no por parte del inversionista. Esto, en la medida en que este tipo de profesiones permiten a los inversionistas tener en cuenta otros factores adicionales a la rentabilidad o no de una operación.

Estos consejos, por expresa disposición, no son regulados por el Decreto 661 de 2018, toda vez que resultan de un servicio profesional que se presta de manera conexas a la realización de actividades relacionadas con el manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público mediante valores.

Por el contrario, la regulación de la forma en que deben suministrarse las recomendaciones profesionales por parte de estos sujetos, están establecidas en los estatutos que rigen cada una de estas profesiones. Por ejemplo, para el caso de los abogados, la regulación aplicable será la Ley 1123 de 2007 "Código Disciplinario del Abogado" y para los contadores será la Ley 43 de 1990 junto con las normas que la adicionan y reglamentan.

Igualmente, es necesario para la procedencia de la exclusión del ámbito de aplicación del Decreto, que se cumplan las siguientes condiciones:

- (i). El consejo profesional sea suministrado sobre la base de los conocimientos y experiencia que es propia de la correspondiente profesión.
- (ii). Cualquier opinión sobre la inversión de valores tiene carácter de accesorio a la actividad profesional de la persona que la suministra.
- (iii). La remuneración que recibe la persona que suministra el consejo profesional corresponde a las actividades propias del ejercicio de la profesión y en ningún caso al suministro de asesoría de inversiones de valores.
- (iv). La persona que brinda el consejo profesional no se promueve o publicita como asesor de inversiones de valores.

Con esta exclusión se hace una clara diferenciación en la actividad que corresponde a los intermediarios de valores de aquella ejercida por distintos profesionales que, si bien pueden tener relación, tienen ámbitos de aplicación diferentes.

3.6. PERFIL DEL CLIENTE

Como se anunció al comienzo de este capítulo, el perfilamiento de los clientes y de los productos, son factores esenciales para que el intermediario de valores pueda ejercer la actividad de asesoría. De acuerdo con el Decreto, el perfil del cliente se determina a través de la evaluación de distintos factores entre los cuales se encuentran: (i) la situación financiera del cliente; (ii) sus intereses y necesidades; (iii) conocimiento en inversiones; (iv) experiencia; (v) objetivos de la inversión; (vi) tolerancia al riesgo y capacidad para asumir pérdidas; y (vii) la capacidad para realizar contribuciones y cumplir con requerimientos de garantías.

Para obtener esta información, es obligación del cliente suministrar la información sobre su propio conocimiento en inversiones, experiencia, objetivos de inversión, tolerancia al riesgo, capacidad para asumir pérdidas, horizonte de tiempo, capacidad para realizar contribuciones y para cumplir con requerimientos de garantías.

De lo expuesto sale a relucir que el Decreto incluyó varios criterios adicionales para el perfilamiento del cliente por parte del asesor. Anteriormente, aunque también se requería a los intermediarios definir dicho perfil en el desarrollo del deber de asesoría, los parámetros para hacerlo eran escasos ya que solo se tomaba como base la información suministrada por el cliente sobre sus conocimientos y experiencia sobre la inversión correspondiente.

El Decreto exige que las entidades vigiladas por la SFC que prestan asesoría, deban contar con políticas y procedimientos que permitan mantener actualizada la información correspondiente a cada cliente. De esta manera, los clientes pueden estar seguros de que al suministrar o actualizar dicha información en los eventos en que sea necesario, recibirán servicios adecuados para atender sus necesidades.

Esta obligación no solo busca proteger a los inversionistas sino que en caso de una eventual reclamación servirá de insumo a la entidad para demostrar que las actuaciones del intermediario se ajustaron a las condiciones particulares del cliente.

3.7. PERFIL Y CLASIFICACIÓN DEL PRODUCTO

En complemento con al acápite anterior y de manera novedosa, el Decreto introduce la obligación a cargo de los intermediarios de elaborar un perfil del producto que será ofrecido al inversionista, con el fin de que el mismo, se ajuste a sus particularidades y necesidades.

Al respecto, el Decreto señala que dicho perfil *“es el resultado del análisis profesional de su complejidad, estructura, activos subyacentes, rentabilidad, riesgo, liquidez, volatilidad, costos, estructura de remuneración, calidad de la información disponible, prelación de pago y demás aspectos que se deben considerar para determinar las necesidades de inversión que satisface y los potenciales inversionistas que podrían ser destinatarios del mismo”*⁵³.

Adicionalmente, las entidades vigiladas por la SFC, adquieren la obligación de revisar de forma periódica el perfil de los productos y proceder con su actualización cuando se produzcan cambios materiales en los principales elementos que se utilizaron para el análisis de los mismos. Para ello, deberán contar con políticas y procedimientos que permitan tener trazabilidad al momento de su elaboración y actualización.

Como otra novedad, el Decreto establece que los productos podrán ser clasificados como productos simples o complejos. Esta clasificación, resulta determinante a la hora de medir las cargas que serán aplicables a los intermediarios en el desarrollo de la actividad de asesoría, la idoneidad de los productos para los inversionistas y las prerrogativas que tienen los clientes inversionistas a la hora de seguir una recomendación profesional para invertir en uno u otro, como se expuso anteriormente.

Para establecer si un producto es simple o complejo, los intermediarios deberán tener en cuenta los siguientes aspectos:

⁵³ Artículo 2.40.1.1.6

- (i). Complejidad de su estructura;
- (ii). Los riesgos asociados y la facilidad para analizarlos.
- (iii). La información disponible y la transparencia de la misma para efectos de valoración.
- (iv). Las limitaciones para salir de la posición de inversión en el producto.
- (v). La complejidad de las fórmulas de remuneración.
- (vi). La incorporación de condiciones en los mecanismos de protección del capital.

De igual forma, en el Decreto se crea la posibilidad de identificar productos “universales” en los cuales no se requerirá un perfilamiento de los clientes. Esta disposición es aplicable a los fondos de inversión colectiva, que sean calificados como productos simples, y que puedan ser ofrecidos a cualquier tipo de inversionista sin que exista la obligación de acreditar características o exigencias particulares. Es decir, en estos casos, por tratarse de productos que se ajustan al perfil de la gran mayoría de inversionistas, se permite invertir en ellos sin haber realizado un análisis de conveniencia, cosa que no ocurría antes.

3.8. CONDICIONES PARA EL SUMINISTRO DE LA ASESORÍA

Como medida adicional para garantizar el cumplimiento de los objetivos del mercado financiero, el Decreto introdujo dos modalidades bajo las cuales se puede suministrar la asesoría por parte de los intermediarios de valores: (i) modalidad independiente; y (ii) modalidad no independiente.

Bajo la primera modalidad, los intermediarios deberán documentar y dar cumplimiento de las siguientes condiciones: (i) realizar un análisis del mercado relevante de los productos disponibles en que podría invertir el inversionista de acuerdo con su perfil, para lo cual no se podrá limitar a los productos ofrecidos por la entidad que atiende al cliente; (ii) no podrá recibir beneficios de ninguna naturaleza por un tercero o por una persona que actúe por cuenta de un tercero en la distribución del producto a sus clientes; y (iii) la entidad o personas que suministren la asesoría deberán estar libres de todo conflicto de interés.

La segunda modalidad, se presenta en aquellos eventos en que los intermediarios de valores no cumplan con los condicionamientos mencionados anteriormente. En este escenario, deben suministrar la asesoría bajo las siguientes condiciones: (i) informar al inversionista, de forma

previa y a través de medio verificable, que la asesoría se suministra bajo esta modalidad y comunicarle las diferencias entre ambas modalidades; y (ii) revelar al inversionista en las mismas condiciones al anterior, el alcance de las limitaciones de la asesoría y las circunstancias por las cuales ella se suministra bajo esta modalidad.

En concordancia con lo anterior, el Decreto permite que las entidades autorizadas por la SFC suministren la actividad de asesoría aún en presencia de conflictos de interés, para lo cual se establecen los lineamientos que deben ser cumplidos por las mismas entidades o personas naturales que presten los servicios a los inversionistas, como se explica en el siguiente acápite.

3.9. CONFLICTOS DE INTERÉS

Los Principios IOSCO han identificado los conflictos que típicamente se presentan en el desarrollo de la actividad de asesoría, tienen su origen en: (i) la realización simultánea de varias actividades comerciales; (ii) el uso de esquemas de compensación; (iii) los intereses financieros en algunas compañías que recomiendan y asesoran; (iv) las relaciones de reporte al interior de las firmas; y (v) la elaboración de informes de investigación sobre inversiones⁵⁴.

En Colombia, el Artículo 7.6.1.1.2., del Decreto 2555 de 2010 ha establecido que las siguientes situaciones son constitutivas de conflictos de interés: cuando la situación llevaría a la escogencia entre (i) la utilidad propia y la de un cliente; o (ii) la de un tercero vinculado al agente y un cliente; o (iii) la utilidad del fondo (de valores) que administra y la de otro cliente o la propia; o (iv) la utilidad de una operación y la transparencia del mercado.

Por su parte, el AMV ha establecido la definición de conflicto de interés, como *“aquella situación en la que incurre quien tiene la posibilidad de tomar decisiones, o incidir en la adopción de las mismas, actuando mediante una relación de agencia, siempre que sus intereses y los de tales terceros, o los intereses de tales terceros entre sí, resulten contrarios e incompatibles”*⁵⁵.

⁵⁴ International Organization of Securities Commission (2003). Report on Analyst Conflicts of Interest. [Disponible en web] Recuperado de: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD152.pdf> [Consulta de diciembre 2018]

⁵⁵ Reglamento Autorregulador del Mercado de Valores. Capítulo 2, sección 1, artículo 38.1.

Uno de los objetivos que buscó el Gobierno Nacional con la expedición de este Decreto, fue robustecer los mecanismos de administración de conflictos de interés, con el fin de que las políticas y procedimientos que para el efecto se desarrollen permitan la identificación, prevención, administración y control de los conflictos de interés, de tal suerte que no se vean afectados los clientes y la confianza en los intermediarios.

En esa medida, en ese documento se estableció el contenido mínimo que deberá contener las políticas y procedimientos adoptados por los intermediarios de valores para gestionar los conflictos de interés, dentro de los cuales se encuentran:

- (i). La identificación de las situaciones de conflicto en las cuales puede estar inmersa la entidad, así como sus asesores y las personas encargadas de distribuir los productos. Deberán establecer la forma de administrar dichos conflictos;
- (ii). Tratamiento de los incentivos monetarios y no monetarios que puedan llegar a recibir la entidad y/o quienes participan en la actividad de asesoría;
- (iii). Independencia entre quienes suministren asesoría y quienes realicen o elaboren informes de investigación sobre inversiones.
- (iv). Reglas para que la realización simultánea de actividades no dé lugar a situaciones de conflicto de interés que afecten la actividad de asesoría;
- (v). Esquemas de remuneración de los asesores;
- (vi). Reglas de flujo de información al interior de la entidad con el fin de que no se afecte el cumplimiento del deber de asesoría;
- (vii). Mecanismos que permitan informar de manera oportuna a los clientes sobre los conflictos de interés y la forma en que son administrados por la entidad.

El Decreto reservó para la SFC la posibilidad de ampliar el contenido de las políticas y procedimientos requeridos para la administración de los conflictos de interés, así como los criterios técnicos que deben ser implementados por los intermediarios de valores para la elaboración de las políticas.

3.10. SERVICIOS DE SOLO EJECUCIÓN

El Decreto introdujo una modalidad de suministro de asesoría, que no implica la elaboración de recomendaciones individualizadas a los inversionistas: los servicios de sólo ejecución.

El servicio de solo ejecución fue incluido por primera vez en The Markets in Financial Instruments Directive (“MiFID I”), y se refiere al caso en que el intermediario de valores en desarrollo de la asesoría presta únicamente el “*servicio de ejecución y/o recepción y transmisión de órdenes de los clientes, sin necesidad de realizar un perfilamiento del cliente ni evaluar la conveniencia del servicio o del instrumento financiero para el mismo*”⁵⁶.

De acuerdo con el Decreto, el cliente puede solicitar que las operaciones de intermediación se realicen a través del servicio de sólo ejecución, realizando una distinción en el ámbito de aplicación para el tipo de cliente. Si lo pide un inversionista profesional, este servicio podrá ser prestado frente a productos complejos o simples, mientras que si lo solicita un cliente inversionista solo se podrá llevar a cabo frente a productos simples.

Esta distinción responde al hecho de que, en la modalidad de solo ejecución, no se le suministrará al inversionista una recomendación profesional ni el análisis de conveniencia, por lo cual un alto nivel de experiencia y conocimiento de los riesgos inherentes a la inversión por parte del cliente es necesario para el desarrollo de esta modalidad en productos complejos.

En esa medida, se establecen como requisitos para la procedencia de este servicio el cumplimiento de las siguientes condiciones:

*“(i) el cliente inversionista debe solicitar el servicio de solo ejecución a través de medio verificable, (ii) la entidad debe informar al cliente inversionista, de forma previa y por medio verificable, que no tiene la obligación de suministrar una recomendación profesional en los términos del artículo 2.40.1.1.2 y tampoco la de realizar el análisis de conveniencia previsto en el artículo 2.40.1.1.7 del presente Decreto, y (iii) la entidad debe certificar al cliente que está cumpliendo las políticas y procedimientos establecidos para la administración de los conflictos de interés.”*⁵⁷

⁵⁶ ESMA (2014 (b)) fijó los criterios con el fin de facilitar la aplicación de MiFID. Parlamento y Consejo Europeo. Directiva 65 de 2014. Artículo 25

⁵⁷ Decreto 661 de 2018 “Por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con la actividad de asesoría y se dictan otras disposiciones”. 17 de abril, 2018. D.O. 50567

En concordancia con el deber de documentación y registro, la solicitud que realice el cliente para la prestación de servicios de solo ejecución, debe constar en un documento físico o virtual (que para el efecto se diseñará) y que acredite el cumplimiento de las condiciones establecidas para su procedencia.

De conformidad con el Decreto, se deberá tener en cuenta que en el evento en que se utilicen los servicios de solo ejecución, no serán aplicables las siguientes previsiones:

- (i). Literal e) del numeral 5 del artículo 2.9.20.1.1 y el literal e) del numeral 19 del artículo 2.11.1.8.1 del Decreto 2555 de 2010: *“Preparar, asesorar o ejecutar órdenes que según un criterio profesional y de acuerdo con la situación del mercado, puedan derivar en un claro riesgo de pérdida anormal para el cliente, a menos que, en cada caso, éste dé por escrito autorización expresa y asuma claramente el riesgo respectivo”*.
- (ii). Abstención de ejecución perjudicial al mandante, consagrado en el artículo 2175 del Código Civil Colombiano.
- (iii). Numeral 7 del artículo 7.3.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 que consagra el deber de mejor ejecución de las operaciones por parte de los intermediarios de valores.

De lo expuesto, se evidencia cómo el Decreto abre las opciones a los inversionistas en un mercado más flexible, en la medida que permite que solo requieran el acceso a la inversión, sin limitarse a necesitar una asesoría o acompañamiento en la inversión.

3.11. DOCUMENTACIÓN Y REGISTRO

Es fundamental en el mercado de valores, que las entidades vigiladas por la SFC registren las operaciones que realicen. Si bien en distintas disposiciones normativas se establecen pautas generales sobre cómo se debe hacer el registro de dichas operaciones (por ejemplo, a través del Sistema Centralizado de Operaciones de Negociación y Registro para el caso de valores distintos de bonos y acciones⁵⁸), la tendencia internacional ha estado encaminada a establecer

⁵⁸ Bolsa de Valores de Colombia (2018). Reglamento del Sistema Centralizado de Operaciones de Negociación y Registro MEC Mercado Electrónico Colombiano. Disponible en https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Regulacion/Sistemas_Administrados.

lineamientos bajo los cuales los intermediarios de valores deben documentar el desarrollo de la actividad de asesoría.

En el caso colombiano, se exige a los asesores estar afiliados a un sistema de registro de operaciones sobre valores debidamente autorizado por la SFC⁵⁹.

Adicionalmente, el Decreto exige a los intermediarios suministrar a los clientes el soporte, físico o electrónico, en el que se verifique la recomendación profesional, cuando ellos lo soliciten, en un medio que sea verificable. Medio verificable es aquel que permite el registro confiable del momento y de la totalidad de la información correspondiente a las negociaciones realizadas en el mercado mostrador mediante un procedimiento de cotización-cierre⁶⁰.

El registro debe darse en tiempo oportuno, de manera veraz y completa, con al menos el siguiente contenido:

- (i). Clasificación y perfil del cliente;
- (ii). Perfil del producto recomendado y mercado objetivo.
- (iii). Modalidad de la asesoría prestada, independiente o no independiente, incluyendo las limitaciones que permitan calificarla en esta última categoría.
- (iv). La recomendación profesional con una síntesis de los argumentos que le sirven de fundamento.
- (v). Descripción general de todos los gastos y demás factores que influyen en el precio del producto ofrecido y/o en el precio de la asesoría suministrada.
- (vi). Los conflictos de interés y la forma en que puedan afectar al cliente, así como los mecanismos utilizados para administrarlos o mitigarlos.
- (vii). La identificación del asesor, la calidad en que actúa, su forma de vinculación con la entidad y las certificaciones profesionales con que cuenta.
- (viii). Las políticas de remuneración de la entidad que tienen relación con el producto o servicio ofrecido.

⁵⁹ Superintendencia Financiera de Colombia. (2015). Circular Externa No. 041 de 2015. [Disponible en Web] Recuperado de: https://www.superfinanciera.gov.co/descargas?com=institucional&name=pubFile1015949&downloadname=ce041_15.doc. [Consulta 7 de diciembre de 2018]

⁶⁰ Ibídem.

La norma establece la posibilidad de que esta información se incorpore por vía de referencia, siempre que la misma esté a disposición del cliente por cualquier medio. En todo caso la información que se suministre al cliente debe cumplir con los siguientes parámetros: (i) Debe ser justa; (ii) transparente; (iii) clara, (iv) comprensible, (v) completa; y (vi) se deberá entregar de forma que no resulte engañosa.

Adicionalmente, el deber de registro únicamente exige que se realice a través de medio verificable. Al respecto, la SFC ha señalado *“este medio será, entre otros, un teléfono con grabación de llamadas, medios escritos o medios de intercambio electrónico de datos (IED).”*⁶¹.

Este deber permite materializar todos los lineamientos y parámetros consagrados en el Decreto para el desarrollo de la actividad de asesoría, con lo cual las autoridades podrán verificar y controlar el cumplimiento de los mismos por parte de los intermediarios de valores.

Asimismo, permite registrar las decisiones tomadas por los clientes a la hora de realizar inversiones, es decir que en estos documentos constan las elecciones de inversión que realicen, si renuncian o no a su derecho de ser asesorados o que opten por utilizar únicamente los servicios de solo ejecución, los cuales se explicarán más adelante.

3.12. UTILIZACIÓN DE HERRAMIENTAS TECNOLÓGICAS-ASESORÍA DIGITAL

El mercado de valores no ha sido ajeno a los avances tecnológicos, los cuales han ampliado los mecanismos, formas de comunicación y prestación de todo tipo de servicios. Un ejemplo de esto son los sistemas electrónicos de ruteo de órdenes donde los clientes del mercado dan a las SCB sus ofertas o posturas de compra y/o venta de productos y las mismas son

⁶¹ Superintendencia Financiera de Colombia. Conceptos Básicos del Mercado de Valores. Diciembre de 2008. [Disponible en Web] Recuperado de: <https://www.superfinanciera.gov.co/SFCant/ConsumidorFinanciero/conceptosbasicosmv.pdf> [Consulta julio de 10 de 2018].

direccionadas y administradas hacia los sistemas de negociación autorizados del mercado⁶².

Esta realidad fue reconocida por el Gobierno Nacional por lo cual, el Título 5 del Decreto se dedicó exclusivamente a dictar una serie de disposiciones relativas al uso de herramientas tecnológicas para la prestación y suministro de asesoría en el mercado.

La Organización para la Cooperación y el Desarrollo (en adelante “OCDE”) ha reconocido que la economía digital es el resultado de un proceso de transformación de la tecnología de la información en las comunicaciones⁶³. Esto ha permitido la creación de tecnologías más baratas, más poderosas y altamente estandarizadas, lo cual podría implicar que existan transacciones que no sean percibidas por las autoridades en materia financiera.

La actividad de asesoría está íntimamente relacionada con los canales de distribución de los productos ofrecidos en el mercado de valores, los cuales no pueden modificar el cumplimiento de las obligaciones consagradas con el fin de proteger a los inversionistas, como es el cumplimiento del análisis sobre la idoneidad y/o conveniencia del producto para determinado cliente, tal y como se afirmó en el estudio sobre asesoría en el mercado de valores publicado por la Unidad de Regulación Financiera del Ministerio de Hacienda y Crédito Público⁶⁴.

De acuerdo con los Principios IOSCO, los medios utilizados para la distribución de los productos financieros de inversión no deben afectar la operación y la aplicación de los principios desarrollados para el correcto funcionamiento del mercado de valores. Por lo cual, es necesario identificar las herramientas que se están utilizando y los potenciales servicios que se pueden prestar a los clientes a través de las mismas para diseñar mecanismos que permitan asegurar el cumplimiento de los principios y objetivos de la regulación.

⁶² Superintendencia Financiera de Colombia. (2013). Circular Externa No. 015 de 2013. [Disponible en Web] Recuperado de: <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/Publicaciones/publicaciones/loadContenidoPublicacion/id/10081439/reAncha/1/c/00>

⁶³ OCDE (2015), Addressing the Tax Challenges of the Digital Economy, Action 1-2015 Final Report, OCDE/G20 Base Erosion and Profit Shifting Project. OCDE publishing, Paris. [Disponible en Web] Recuperado de: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264241046-en>.

⁶⁴ Prieto, I. Caballero, M. Galindo. (2017) Estudio sobre Asesoría en el mercado de valores: análisis regulatorio. Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera (URF). Ministerio de Hacienda de Colombia.

Tal y como se expone en el Joint Committee of the European Supervisory Authorities⁶⁵, el uso de herramientas automatizadas para el suministro de asesoría tiene ventajas para los consumidores y para las entidades prestadoras de los servicios, en términos de costo del producto y operación, acceso, calidad del servicio, y ampliación de la base de clientes.

El uso de herramientas tecnológicas para el suministro de asesorías, se realiza a través de dispositivos diseñados para recopilar la información detallada de los clientes, que se utiliza como base para efectuar una recomendación personal sobre la realización de transacciones en el mercado de valores. Estas herramientas podrían llegar a reemplazar totalmente el contacto con asesores humanos⁶⁶.

En el caso colombiano, el Decreto claramente establece que las entidades no podrán exonerarse de su responsabilidad por el suministro de una recomendación profesional con ocasión de fallas de cualquier naturaleza que afecten las herramientas tecnológicas utilizadas para dicho propósito. En todo caso, los clientes tienen la posibilidad de solicitar que la recomendación profesional brindada por la herramienta sea complementada por un asesor certificado.

El hecho de abrir la posibilidad del uso de este tipo de herramientas en el marco del desarrollo de la actividad de asesoría es un gran avance. No obstante, el Decreto sólo establece los lineamientos generales, por lo cual habilita a la SFC para establecer los criterios o requerimientos particulares que se deberán cumplir para el uso de estas herramientas.

Tampoco se incluyen limitaciones al tipo de producto sobre el cual se podría suministrar una recomendación profesional a través de una herramienta tecnológica, por lo cual, hasta el momento se podría prestar este servicio sobre productos simples o complejos. Los efectos de la implementación de nuevas tecnologías dependerán de la reglamentación que para el efecto expida la SFC.

⁶⁵ European Securities and Markets Authority (ESMA). (2015). Report on automation in financial advice. [Disponible en Web] Recuperado de: [https://esas-joint-committee.europa.eu/Publications/Reports/EBA%20BS%202016%20422%20\(JC%20SC%20CPFI%20Final%20Report%20on%20automated%20advice%20tools\).pdf](https://esas-joint-committee.europa.eu/Publications/Reports/EBA%20BS%202016%20422%20(JC%20SC%20CPFI%20Final%20Report%20on%20automated%20advice%20tools).pdf). [Consulta 20 de julio de 2018]

⁶⁶ Joint Committee of the European Supervisory Authorities. (ESMA, EBA, EIOPA). JC 2015 080. Joint Committee Discussion Paper on automation in financial advice. JC2015 080. Diciembre de 2015.

3.13. ÁMBITO DE APLICACIÓN DEL DEBER DE ASESORÍA

El Decreto determina los casos en los cuales son aplicables las disposiciones en él incluidas, dentro de los que se encuentran:

- (i). Para la prestación del servicio principal de asesoría en el mercado de valores por entidades autorizadas para este fin.
- (ii). Para cumplir con el deber de asesoría exigido para el desarrollo de las actividades de intermediación previstas en los numerales 1 y 2 del artículo 7.1.1.1.2 del Decreto 2555.
- (iii). Para la celebración y ejecución de contratos de administración de portafolios de terceros.
- (iv). Para la distribución de fondos de inversión colectiva y la atención de los inversionistas mientras se encuentren vinculados a los mismos.
- (v). Para la vinculación de clientes a los fondos de pensión de jubilación e invalidez y la atención de los partícipes durante su permanencia en los mismos.
- (vi). Para la celebración y ejecución de negocios fiduciarios que tengan por finalidad invertir en valores, ya sea a través de una fiducia mercantil o de encargo fiduciario.
- (vii). Para la celebración y ejecución de contratos de cuentas de margen.

De lo anterior, se puede ver que las disposiciones de la actividad serán aplicables a todas aquellas actividades que tengan por objeto u efecto la distribución de productos del exterior que por su naturaleza sean propios del mercado de valores por parte de entidades vigiladas por la SFC.

Por otro lado, es importante recalcar que se excluyen de la aplicación de regulación del Decreto las siguientes actividades:

- (i). Las actividades que realicen los gestores profesionales de los fondos de capital privado.
- (ii). Los servicios profesionales que se prestan para la realización de estudios de factibilidad, procesos de adquisición, fusión, escisión, liquidación o reestructuración empresarial, cesión de activos, pasivos y contratos, diseño de

valores, diseño de sistemas de costos, definición de estructuras adecuadas de capital, entre otras.

- (iii). El ofrecimiento de servicios financieros del exterior en Colombia.

Con la introducción de los cambios enunciados a lo largo de este capítulo surgió un interrogante fundamental para los intermediarios: ¿si un inversionista cuenta con una relación preexistente con una entidad vigilada, le es aplicable las disposiciones contenidas en el Decreto 661 de 2018? Al respecto, la SFC se pronunció mediante el Concepto No. 201873497-011 de 2018 estableciendo que en el evento en que el inversionista celebre nuevos contratos o se vincule a nuevos productos diferentes de los contratados originalmente, le será aplicable de manera obligatoria la regulación de la actividad de asesoría con independencia de su relación preexistente.

Por otra parte, con la nueva regulación se extendió el ámbito de aplicación a la ejecución de contratos de administración de portafolio de terceros, negocios fiduciarios con fines de inversión, cuentas de margen, y la atención de inversionistas y clientes de fondos de inversión colectiva. Lo anterior, en razón a que este tipo de contratos no se agotan con el despliegue de una sola actividad, sino por el contrario su cumplimiento requiere una ejecución sucesiva y prologada en el tiempo.

Hemos expuesto los principales cambios introducidos por el Decreto en la actividad y suministro de asesoría financiera. Estos permiten evidenciar que la asesoría ha dejado de ser un simple deber aplicable a algunos intermediarios de valores, en especial a las SCB, para pasar a ser una actividad de intermediación propia, con una regulación, parámetros y reglas propias aplicables a las entidades autorizadas por la SFC para el desarrollo de esta actividad. Si bien el Decreto 661 de 2018 estableció y delimitó los conceptos fundamentales que empezarán a seguir en materia de la asesoría financiera, todavía quedan muchos elementos que deben ser precisados y definidos, ya sea por la SFC o por la jurisprudencia, dependiendo del caso.

El impacto que genere en el mercado financiero la aplicación de esa regulación está por verse, pues hasta el momento los intermediarios de valores que prestan el servicio de asesoría están comenzando a implementar y gestionar los cambios necesarios para su aplicación. No obstante, se puede pronosticar que, los intermediarios deberán realizar grandes cambios no

solo en capacitaciones a las personas naturales que desarrollarán esta actividad, sino también a nivel administrativo, debido a que las obligaciones que ahora les son aplicables son amplias y detalladas. Por tal motivo, deberán contar con los recursos físicos y tecnológicos apropiados que les permitan demostrar el cumplimiento de estas nuevas disposiciones.

Ahora bien, en el próximo capítulo expondremos los principales estándares regulatorios internacionales en relación con la actividad de asesoría, los cuales han avanzado y ajustado para mejorar la calidad de la asesoría prestada por los intermediarios de valores a los inversionistas.

En particular, haremos referencia al sistema americano e inglés, los cuales han fortalecido y adecuado las reglas en relación con la evaluación del perfil del cliente, clasificación de los productos, obligaciones aplicables a los asesores financieros, uso de herramientas tecnológicas como canales de distribución, reglas para mitigar los conflictos de interés, entre otros.

Lo anterior, con el fin de presentar un referente de los estándares internacionales que se han desarrollado y expedido sobre esta materia, pues, tal y como se estableció en la parte motiva del Decreto, ha sido la experiencia tanto nacional como internacional la que ha llevado a mejorar la regulación del mercado con el fin de dar a los inversionistas la posibilidad de tomar decisiones debidamente asesorados, al tiempo que cuentan con la garantía de estar actuando de la mano de entidades autorizadas eficientes⁶⁷.

CAPÍTULO IV

4. CONSAGRACIÓN Y ESTÁNDARES INTERNACIONALES DEL DEBER DE ASESORÍA DE LOS INTERMEDIARIOS DEL MERCADO FINANCIERO

La preocupación por tener un sistema integrado y regulado, que responda a las necesidades de los agentes para desarrollar la mejor labor posible, en armonía con los mejores intereses de los accionistas y los constantes cambio del mercado, tiene carácter global. Diversos sistemas de mercado de valores han implementado dentro de su normativa estrategias de comunicación e información, en búsqueda del fortalecimiento de la confianza de los inversionistas en el

⁶⁷ Exposición de motivos Decreto 661 de 2018.

mercado, y la disminución del riesgo de tener poca transparencia en los negocios que dentro del mismo son transados.

En el reporte anual para el 2017 de la Organización Internacional de Comisiones de Valores⁶⁸, se refleja dicha globalidad, pues se hizo énfasis en la necesidad de conseguir los objetivos del mercado de valores mundial, tales como: (i) la cooperación en el desarrollo, la implementación y promoción de estándares regulatorios reconocidos y consistentes, junto con la supervisión y ejecución para proteger a los inversores, mantener mercados justos, eficientes y transparentes, y abordar los riesgos sistémicos; (ii) mejorar la protección a inversores y promover la confianza en la integridad de los mercados de valores, a través del fortalecimiento del intercambio de información y de la cooperación en la atención a las conductas indebidas y la supervisión de los mercados y de los intermediarios del mercado; y (iii) intercambiar la información tanto en el nivel mundial como en el regional en sus respectivas experiencias, con el fin de ayudar al desarrollo de los mercados, el fortalecimiento de sus infraestructuras y la implementación de regulación apropiada⁶⁹.

A continuación, serán expuestos los sistemas normativos que regulan algunos mercados de valores y que fueron elegidos por su relevancia en el sistema global de valores. Principalmente, se abarcará la forma como se contemplan la actividad de intermediación y, en especial, el deber de asesoría de sus agentes, entendiéndolos como factores relevantes para el fortalecimiento del mercado.

4.1. ESTADOS UNIDOS

El sector bursátil en los Estados Unidos está regulado con base en un principio fundamental: todos los inversionistas deben tener acceso a los hechos concretos y básicos relacionados con sus inversiones antes de realizarlas, ya que, al obtener de manera oportuna información completa y precisa, se garantiza la adecuada toma de decisiones. Para lograrlo, es obligatorio que las sociedades que cuentan valores negociables en el mercado financiero y tengan

⁶⁸ International Organization of Securities Commission (2017). Objectives and Principles of Securities Regulation. [Disponible en web] Recuperado de: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf> [Consulta 25 de octubre de 2018].

⁶⁹ Este reporte, según su presentación busca tratar los temas más relevantes y discutidos en la Junta Directiva de la Organización año a año.

disponible al público toda la información relevante para estas operaciones, con el fin de permitir que los inversionistas puedan juzgar y decidir por sí mismos si la inversión en los títulos y obligaciones de determinadas empresas constituyen una buena inversión (SEC, 2001).

La Comisión de Valores e Intercambio de los Estados Unidos de América (en adelante “SEC”)⁷⁰, como autoridad encargada de proteger a los inversionistas y mantener la integridad de los mercados de valores y la Entidad Regulatoria de la Industria Financiera (en adelante, “FINRA”)⁷¹, han trabajado constantemente porque el mercado sea transparente. En este entendido, ambas entidades expidieron regulaciones donde se establecen los parámetros bajos los que deben comportarse los asesores del mercado (o “investment advisers”), en el desarrollo de su actividad.

El núcleo regulatorio para la actividad de asesoría es posiblemente el “*Investment Advisers Act of 1940*”, documento que al día de hoy todavía regula la intervención de los agentes que brindan asesoría en el mercado. De acuerdo con él, se entiende por asesor: “*toda persona o firma que, a cambio de una remuneración, se dedica al negocio de brindar asesoría (recomendaciones/ consejos) a otros, “ya sea directamente o a través de publicaciones o reportes, sobre la, consejo, compra o venta de valores, o en el manejo de activos, que estén total o parcialmente compuestos por valores”*⁷². Es decir que, se tendrá por tal a quien “*aconseje a otros en relación con acciones, bonos, fondos mutuos de inversión, sociedades limitadas y depósitos de activos.*”⁷³

Al respecto, es importante mencionar que el mismo “*Act*” distingue entre los individuos o corporaciones que, aun cumpliendo con todas las características de un asesor de valores, no se tienen como tales. En este grupo se encuentran: (i) los bancos y las compañías bancarias de “holding” que ostenten nacionalidad americana exclusivamente; y (ii) los profesionales de otras áreas que también se dedican a dar asesoría, pero la misma no se trata de inversiones, es profesional en cuanto al desarrollo de su campo y la remuneración que reciben se determina

⁷⁰ Por sus siglas en inglés.

⁷¹ Por sus siglas en inglés.

⁷² Investment Advisers Act 1940 (OLCHR) s.203. Section 202 (a) (11).

⁷³ Securities and Exchange Commission.(2013).Regulation of Investment Advisers [Disponible en Web] Recuperado de: https://www.sec.gov/about/offices/oia/oia_investman/rplaze-042012.pdf [Consulta 12 de octubre de 2018].

con base en los criterios propios de su profesión⁷⁴. También se encuentran excluidos todos los “brokers”, que brinden asesoría de sobre valores de manera expresamente incidental al desarrollo de un negocio particular y sin recibir ningún tipo de compensación.

Definido el espectro de la asesoría, es necesario mencionar que en este mercado de valores, la asesoría es entendida como un deber fiduciario. En este sentido, los agentes intermediarios tienen un compromiso con sus clientes de comportarse en atención a los más altos estándares de conducta profesional. Por este motivo, se expidió en 2018 la “Regulación a los Mejores Intereses” o “*Regulation Best Interests*”⁷⁵, buscando exigir a los asesores que ejerzan su actividad de buena fe y en atención a los mejores intereses de los clientes.

De conformidad con lo anterior, los siguientes son algunos de los deberes que les han sido impuestos a los asesores en el sistema americano, y que también pueden encontrarse incluidos en la regulación expedida por el Gobierno Colombiano.

4.1.1. Deber de registro:

Para los intermediarios que brindan asesoría también existe la obligación de registro de las operaciones e información relevante. Para ello, la SEC dispone el formulario de aplicación, donde los interesados en ofrecer el servicio de asesoría financiera deben publicar por salvaguarda del interés del público la siguiente información: (i) nombre, (ii) número de afiliados; (iii) naturaleza del negocio; (iv) balance contable certificado; (v) resumen sobre la naturaleza de la autoridad del asesor con respecto a los fondos y cuentas de los clientes; (vi) las bases sobre las que se compensan las inversiones; e informan (vii) si cuentan con alguna característica especial que sería suficiente para denegar, suspender o revocar el registro. Pasados 45 días desde la presentación del formulario, la autoridad deberá haberse pronunciado sobre la aceptación o negación de la solicitud.

No obstante, con la expedición del “*Fixing America’s Surface Transportation Act*” o “*FAST Act*” en el año 2015, se hizo una excepción a esta obligación para todos aquellos que se

⁷⁴ *Ibidem*.

⁷⁵ Fue expedida por parte de la SEC, con el propósito de establecer un estándar de conducta dentro del mercado, que garantice el mejor interés de los consumidores al momento de recibir una recomendación de inversión.

dedicaran de manera exclusiva a dar asesoría a los fondos de capital de riesgo o a fondos privados con un capital en tesorería de menos de \$150 millones de dólares americanos⁷⁶.

4.1.2. Elaboración de informes de investigación y comunicaciones

Una función propia de los asesores del mercado de valores es la elaboración de reportes de investigación y comunicaciones sobre temas relevantes del mercado. Por comunicaciones se entiende todo tipo de correspondencia, comunicaciones menores y comunicaciones institucionales que sean distribuidas a inversionistas particulares, o que sean entidades gubernamentales, tengan relación con planes de beneficios ofrecidos a varios empleados de una misma entidad o se trate de un inversionista que ostente la calidad de banco, sea una asociación de préstamos y ahorro o una compañía de seguros o una persona, corporación o sociedad con activos de capital de al menos US\$ 50 millones de dólares⁷⁷.

En el Reglamento 2210 ("*Rule 2210*")⁷⁸ del manual para comunicaciones expedido por FINRA, se reglamenta su elaboración para garantizar que los inversionistas sean guiados adecuadamente.

4.1.3. Conflictos de Interés

Siempre pueden existir conflictos de interés dentro de una relación de confianza entre dos o más partes, que se desempeñan dentro de los servicios financieros de la industria. Sin embargo, es importante que los asesores tengan diseñadas estructuras de manejo de conflicto que les permita tener roles definidos, junto con responsabilidad de los individuos y comités que se distribuyan los acercamientos más apropiados para atender al mejor interés de cada uno de sus clientes. Así justamente lo contempla el Código de Conducta, en donde se indica que un asesor de inversiones debe ocuparse de forma continua, imparcial y desinteresada

⁷⁶ Fast Act 2015. (Title LXXIV SBIC Advisers Relief).

⁷⁷ Financial Conduct Authority (FINRA). (2011). Rule 4512 on Costumer Account Information. [Disponible en web] Recuperado de: http://finra.complinet.com/en/display/display_main.html?rbid=2403&element_id=9958 [Consulta 12 de octubre de 2018].

⁷⁸ Financial Industry Regulatory Authority (FINRA). (2013) Rule 2210 Interpretive Guidance Questions and Answers. [Disponible en web]. Recuperado de: <http://www.finra.org/industry/finra-rule-2210-questions-and-answers> [Consulta 12 de octubre de 2018].

*“tan libre como le sea humanamente posible de la sutil influencia del prejuicio consciente o inconsciente”*⁷⁹.

Este deber de conducta se basa en los principios del *common law* que, de acuerdo con la SEC, ha enfrentado la necesidad de eliminar los conflictos de interés que puedan llegar a presentarse y provocar que los asesores del mercado —consciente o inconscientemente— de una asesoría que no sea imparcial o desinteresada, lo cual se contrapone al escenario ideal para el mercado, donde el asesor siempre estuviera al servicio de los mejores intereses de sus clientes y no los pusiese por debajo de los suyos propios⁸⁰.

La Corte Suprema de Justicia de los Estados Unidos en el caso “UNITED STATES v. MISSISSIPPI VALLEY GENERATING CO.”⁸¹, amplió la extensión de este deber al entender que los asesores del mercado no están sujetos a este durante toda la actuación y en este sentido no se limita a aquellos actos directos de deshonor, sino también a aquellas conductas que pueden llegar a provocar el deshonor.

Es importante mencionar que no solo se presentan conflictos de interés entre clientes o dentro de las estructuras corporativas de los mismos, sino que también es posible que estos se presenten entre los intereses del cliente y los intereses de los asesores. En el “*SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION v. CAPITAL GAINS RESEARCH BUREAU, INC., ET AL*”⁸² la Corte americana estudió un caso en el que una compañía, que se dedicaba a ejercer la asesoría de inversiones, constantemente se dedicaba a comprar participaciones para posteriormente recomendar su compra a los clientes y obtener ganancias. La conclusión, además de que estaba prohibido manipular de cualquier forma la inversión de los clientes, fue facultar a las autoridades para requerir a los asesores a revelar al público la forma en la que su

⁷⁹ Standards of Commercial Honor and Principle Trade. Conduct Rule 2010. [Disponible en web] Recuperado de: <https://www.sec.gov/pdf/nasd1/2000ser.pdf>. [Consulta: 20 de octubre de 2018].

⁸⁰ Securities and Exchange Commission (2018) Regulation of Best Interest – Proposed Rule. Release No. 34-83062; File No. S7-07-18. [Disponible en web] Recuperado de: <https://www.sec.gov/rules/proposed/2018/34-83062.pdf>

⁸¹ United States v. Mississippi Valley Generating Co., 364 U.S. 520 (1961). Argued October 19, 1960, Decided January 9, 1961. [Disponible en Web] Recuperado de: <https://www.law.cornell.edu/supremecourt/text/364/520>. [Consulta: 20 de octubre de 2018].

⁸² Supreme Court of the United States 375 U.S. 180 (1963). Securities and Exchange Commission v. Capital Gains Research Bureau, INC., ET AL.

mecanismo de operación podría llegar a generar un conflicto de interés con cualquier involucrado en la operación⁸³.

4.1.4. Uso de herramientas tecnológicas

Desde el año 2008 fueron introducidos en el mercado americano sistemas robotizados de asesoría financiera digital⁸⁴. Los servicios de la industria financiera en Estados Unidos, evolucionaron para adaptarse a las demandas de modernización de los clientes inversores. Por este motivo, se incorporaron tecnologías automatizadas que permiten brindar asesoría digital a través de “robo asesores” (robo advisers, en inglés), es decir, a través de algoritmos diseñados para optimizar el manejo de las inversiones, en aspectos como el manejo de impuestos, la selección de productos y la ejecución de intercambios.

Para acceder a este tipo de asesoría, los clientes interesados deben introducir su información dentro de la plataforma digital, de tal forma que el asesor robotizado, genera un portafolio para el cliente que, de ser aceptado e implementado, posteriormente es también administrado por esta herramienta. No obstante, es necesario mencionar que no funcionan por sí solos, pues también ofrecen variadas posibilidades de interactuar con humanos, permitiendo la re-negociación de las condiciones o la modificación del plan de inversión según corresponda de forma más idónea a los intereses de los clientes.

Para permitir una verdadera implementación, acorde con el funcionamiento esperado para esta actividad de intermediación, las autoridades SEC y FINRA estuvieron de acuerdo con que la asesoría financiera debía estar regida por la misma normatividad que para el resto de asesores. Es decir, que estaría sometida al Advisers Act, en cuanto a todo lo relacionado sobre la obligación de registrarse, la forma en la que debe prestarse la asesoría, el reconocimiento de un deber fiduciario como núcleo de su labor y el análisis de conflictos de interés.

En adición a lo anterior, se sugiere que, al implementarlos, sea delimitado extensamente el alcance de este servicio, describiendo lo que hace el algoritmo y la forma en la que se

⁸³ Ibidem.

⁸⁴ Fisch., J.; Laboure, M.; Turner., J. (2017) The Economics of Complex Decision Making: The emergence of the Robo Adviser.

manejan las cuentas de los clientes junto con una descripción detallada de las limitaciones del mismo. Por este motivo, se sugiere a los asesores que decidan implementar este tipo de servicios para ofrecer a sus clientes, la adquisición de un seguro de ciber-seguridad que se adapte al mercado y que permita responder a las adversidades que en este sistema pueden presentarse.

4.1.5. Conclusión

El mercado de valores americano cuenta con una regulación para la asesoría de valores muy desarrollada que ha permitido lograr un óptimo desarrollo de la relación entre los asesores y sus clientes. No solo se ha encargado de regular los aspectos objetivos de la forma como deben prestarse los servicios (sistemas, reportes), sino también los subjetivos, en la medida que ha anunciado a los asesores de valores como guardianes de un deber fiduciarios, lo que implica que les impone altos estándares para cumplir su labor. Esto último es de vital importancia, pues reafirma el cumplimiento del objetivo del mercado: generar confianza en la toma de decisiones de inversión desde todos los aspectos.

La regulación aplicable a los intermediarios financieros norteamericanos ha servido de modelo para otras jurisdicciones que buscan mejorar e incrementar los deberes de conducta aplicables a los sujetos encargados de esta actividad.

4.2. REINO UNIDO

Las autoridades regulatorias del mercado de valores en el Reino Unido son el *Financial Conduct Authority* (“FCA”) y el *Financial Supervisory Authority* (“FSA”), las cuales emiten las políticas y procedimientos aplicables a los agentes que intervienen en el mercado financiero. Desde el 2007, el Reino Unido aplica *The Markets in Financial Instruments Directive* (“MiFID”), que es la regulación vigente en la Unión Europea en cuanto a los intermediarios de inversiones que proveen servicios respecto de instrumentos financieros. Adicionalmente, con el objetivo de fortalecer los mercados y brindar mayor seguridad a los inversionistas, el Reino Unido ha expedido distintas normas en materia de asesoría que complementan las disposiciones de MiFID y las directrices del European Securities and Markets Authority (“ESMA”).

El suministro de información, como actividad individual que tiene lugar durante el ejercicio de la actividad de asesoría en el Reino Unido es igual de importante como en Estados Unidos y en Colombia, pues es el insumo que los inversionistas tendrán para realizar inversiones conscientes y adecuadas. De acuerdo con el MiFID, el suministro de información debe ser imparcial y se deberá distribuir con suficiente anticipación al inversionista, tal y como se establece en el European Regime of Investor Protection section 2 (16) “*An investment firm must pay due regard to the information needs of its customers and communicate information to them that is fair, clear, and not misleading.*”⁸⁵

Por su parte, la regulación consagrada por el ESMA establece que cuando se trate de inversionistas no profesionales⁸⁶, la información debe contener una explicación sencilla sobre los riesgos de la inversión⁸⁷.

4.2.1. Diferencia entre asesoría y guía (guidance) y tipos de asesores

La prestación del servicio de guía, puede incluir información sobre diferentes tipos de inversiones o principios generales que se deben tener en cuenta a la hora de realizar una inversión. En desarrollo de esta actividad, el funcionario no realiza recomendaciones sobre un curso de acciones específico ni brinda recomendaciones personales sobre la forma en la que se debe invertir. En algunas ocasiones es utilizado por clientes para reducir sus opciones antes de buscar asesoría.

Este servicio puede ser prestado por cualquier organización sin necesidad de contar con una autorización especial para el efecto y en algunos casos será prestada por entidades vigiladas por la FCA. No obstante, los proveedores de orientación son responsables de la precisión y la calidad de la información que proporcionan a los clientes.

⁸⁵ European Securities and Markets Authority (ESMA). (2002). A EUROPEAN REGIME OF INVESTOR PROTECTION. THE PROFESSIONAL AND THE COUNTERPARTY REGIMES. [Disponible en Web] Recuperado de: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/02_098b.pdf. [Consulta 8 de diciembre de 2018].

⁸⁶ Los inversionistas no profesionales son aquellos que no posee la experiencia y el conocimiento para tomar sus propias decisiones de inversión y evaluar debidamente el riesgo en que incurren esas decisiones de inversión. Financial Conduct Authority. Conduct of Business Sourcebook Chapter 3 Client Categorization. [Disponible en Web] Recuperado de: <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/COBS/3.pdf>. [Consulta 8 de diciembre de 2018].

⁸⁷ Caballero, M. Galindo., Prieto, I. (2017) Estudio sobre Asesoría en el mercado de valores: análisis regulatorio. Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera (URF). Ministerio de Hacienda de Colombia.

Por su parte, la asesoría implica una recomendación personal respecto de determinada inversión teniendo en cuenta la calidad del cliente, su circunstancia financiera y recaerá sobre una inversión determinada. Esta actividad solo podrá ser desarrollada por entidades que estén reguladas y supervisadas por la FCA. Los asesores serán responsables por la precisión, calidad e idoneidad de las recomendaciones que realizan.

En el Reino Unido existen dos tipos de asesores: los que prestan asesoría y los que prestan asesoría restringida. Aquellos que tienen como modelo el suministro de asesoría independiente deben cumplir con dos requisitos: (i) realizar un análisis justo y comprensivo del mercado relevante; y (ii) ser imparcial y no estar restringido⁸⁸. Lo anterior, no implica que el asesor deba proporcionar asesoramiento sobre todo los productos relevantes que existen en el mercado, sino que deba contar con la capacidad de realizarlo en caso de que así se requiera.⁸⁹

Por su parte, los asesores restringidos sólo pueden recomendar ciertos productos y/o proveedores. Bajo esta modalidad se debe explicar claramente la naturaleza y razón de la restricción.

Estas modalidades no son excluyentes, por lo cual una entidad vigilada por la FCA, podría prestar servicios tanto independientes como restringidos siempre que cumpla con los siguientes requisitos: (i) informar al cliente con anterioridad a la prestación del servicio, a través de un medio verificable, la modalidad de asesoría que se prestará; (ii) la entidad deberá fungir como independiente sobre aquellos servicios en los que normalmente se prestaría bajo esta modalidad; y (iii) la entidad deberá contar con procedimientos organizacionales que le permita controlar y asegurar que tanto los asesores como los clientes atendidos bajo una y otra modalidad no se confundan sobre el tipo de asesoría que están recibiendo. En todo caso un mismo asesor no podrá prestar asesoría independiente como restringida⁹⁰.

Este tipo de disposiciones permite que los intermediarios de valores del Reino Unido, puedan manejar los posibles conflictos de interés que pueden presentarse en desarrollo de su actividad, tal y como se verá en el siguiente aparte.

⁸⁸Financial Conduct Authority. Handbook. COB 6.2A.3 y FSA. Retail Distribution Review: Independent and restricted advice.

⁸⁹ Ibidem 6.2B.19

⁹⁰ Ibidem 6.2B.29

4.2.2. Conflictos de interés

Una de las principales labores de los asesores del mercado en la defensa del mejor interés de sus clientes, es precisamente el buen manejo de los posibles conflictos de interés que dentro de las operaciones son material o potencialmente posibles entre (i) el cliente y cualquier persona natural o jurídica que esté directa o indirectamente esté subordinada; o (ii) dos o más clientes que actualmente están usando sus servicios de asesoría⁹¹.

Habiendo identificado los sujetos entre los que puede presentarse un conflicto de interés, lo siguiente es determinar el tipo de conflicto en cada caso y, para esto, de acuerdo con la FCA en el capítulo 10 del “*Handbook for Senior Arrangements, Systems and Controls*” (2018) es fundamental considerar si cualquiera de las personas relevantes dentro de la estructura corporativa del cliente o cualquier persona que indirecta o directamente esté con él relacionada:

- (i). Podría obtener una ganancia financiera, o evitar una pérdida financiera a expensas del cliente.
- (ii). Tiene un interés en el resultado de un servicio proveído al cliente o de una transacción que sea realizada en su favor, que sea diferente del interés que tiene el cliente de dicho resultado.
- (iii). Tiene un incentivo financiero o de otro tipo, a favor de otro cliente o grupo de clientes sobre los intereses del cliente al que está vinculado.
- (iv). Desarrolla el mismo negocio que el cliente o lleva a cabo las mismas actividades.
- (v). Recibió o recibirá de otra persona diferente al cliente, una inducción en relación con el servicio proporcionado al cliente.

Habiendo identificado la presencia de alguna de estas posibilidades, podría o no prestarse el servicio o, más bien, optar por otro tipo de actividad o manejo diferente del servicio de portafolio. Esto, porque es necesario que la operación sea, en la medida lo posible, realizada y que los asesores tomen todas las medidas necesarias para evitar que se presenten

⁹¹ Financial Conduct Authority. (2018) Handbook.

situaciones que puedan comprometer la confianza de los inversionistas y/o prácticas inadecuadas de asesoría.

4.2.3. Deber de Registro

Los asesores del mercado de valores en el Reino Unido tienen la obligación de documentar la relación con los clientes a través de la suscripción de un contrato en el cual consten las obligaciones de cada una de las partes, las condiciones en que se desarrollará la asesoría y las características de los productos y el cliente⁹².

Adicionalmente, antes de la celebración de los contratos con los clientes, los asesores deberán revelarle a los clientes: (i) los términos en los cuales se celebraría el contrato; (ii) la información relevante sobre la inversión y/o productos sobre los cuales se pretende realizar la inversión; (iii) posibles conflictos de interés; (iv) métodos de protección sobre los valores y/o recursos de los clientes; y (v) los costos asociados con la prestación del servicio de asesoría. Los asesores deben conservar la información relacionada con la evaluación de idoneidad del cliente, y las obligaciones que surgen para las partes por al menos el término en el cual dure la relación contractual con el cliente.

La importancia de registrar las decisiones que se toman en el marco de una inversión es dejar constancia, mediante documentos verificables, y en este caso vinculantes, de las obligaciones por las cuales son responsables cada una de las partes en el evento en que dicha inversión no sea favorable y de lugar al inicio de una controversia. Así mismo facilita que las autoridades revisen el cumplimiento de las obligaciones por parte de las entidades prestadoras de asesoría en el mercado de valores.

4.2.4. Uso de Herramientas Tecnológicas

El uso de herramientas tecnológicas para la prestación y el desarrollo de la actividad de asesoría fue propuesto en el año 2006 por el *Financial Service Authority* (“FSA”)⁹³, y la

⁹² *Ibidem* 8A.1.9.

⁹³ Financial Services Authority. (2007) Retail Distribution Review. [Disponible en web] Recuperado de: <https://www.fca.org.uk/publication/discussion/fsa-dp07-01.pdf>. [Consulta 20 de octubre de 2018].

mayoría de sus disposiciones fueron implementadas a final de 2012 y otras en abril de 2014. Esta regulación introdujo nuevas reglas en relación con los asesores y las plataformas de inversión, con el objetivo de elevar los niveles de calificación de los asesores, mejorar la transparencia de los servicios y reajustar los incentivos de los asesores, entre otras.

Los beneficios de la implementación de las nuevas tecnologías en este campo de acción, han sido reconocidos en distintos estudios llevados a cabo por la FSA. De acuerdo con el *Post-implementation review of the Retail Distribution Review*⁹⁴, el uso de herramientas automatizadas para el suministro de la asesoría ha generado grandes ventajas para los consumidores y para las entidades prestadoras del servicio, representadas en reducción de costos asociados a las operaciones, mejor calidad en la prestación del servicio pues los estándares de profesionalismo han aumentado y se ha encontrado que hay mayor transparencia y claridad frente a los productos ofrecidos. Estos elementos se han presentado en la medida en que se han eliminado circunstancias que pueden afectar la imparcialidad de los asesores, pues se fijan unos parámetros objetivos para su remuneración, los cuales ya no están vinculados con la promoción de productos determinados.

Igualmente, se ha evidenciado que el uso de estas herramientas permite que las entidades asesoras mejoren sus estándares, presten sus servicios de manera más eficiente y con recomendaciones cada vez más adecuadas (“taylor made”) para cada cliente.

4.2.5. Elaboración de informes de investigación y comunicaciones

El *Act 2000 Section 21 restriction on financial promotion*⁹⁵, tiene como objeto regular que personas no autorizadas realicen comunicaciones o investigaciones generales a realizar o participar en inversiones, a menos de que éstas hayan sido aprobadas por una persona autorizada o se encuentren exceptuadas de la aplicación de la regulación sobre asesoría financiera. En desarrollo de informes de investigación y comunicaciones, los sujetos que lo realicen deben tener especial cuidado cuando se promocionen las siguientes actividades o

⁹⁴ Financial Conduct Authority. (2014) Post-implementation review of the Retail Distribution Review –Phase 1. [Disponible en Web] Recuperado de: <https://www.fca.org.uk/publication/research/post-implementation-review-rdr-phase-1.pdf> [Consulta 11 de noviembre de 2018].

⁹⁵ Financial Services and Markets Act 2000. [Disponible en web] Recuperado de: https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/pdfs/ukpga_20000008_en.pdf. [Consulta 11 de noviembre de 2018].

productos: (i) depósitos; (ii) inversiones; (iii) hipotecas; (iv) seguros; y (v) créditos para los consumidores.

De acuerdo con el capítulo 8 del *Perimeter Guidance Manual*⁹⁶, la promoción que se realice sobre los productos mencionados anteriormente, debe cumplir con los siguientes requisitos:

- (i). Justa: la comercialización que se realice no puede hacerse de manera desleal, esto es, infringiendo las normas de la libre competencia e induciendo error a los consumidores.
- (ii). Clara: la información que se revele frente a los productos debe permitir al posible cliente o inversionista tomar decisiones conscientes e informadas. Para ello, se deberá tener en cuenta el nivel de conocimiento promedio que tienen las personas respecto de las inversiones o productos financieros.
- (iii). No inducir a error al consumidor: de acuerdo con el FCA, la promoción que se realice sobre los productos no debe considerar únicamente las bondades o ventajas que el cliente puede obtener, también debe revelar de manera objetiva los riesgos a los cuales se exponen al realizar inversiones.

De acuerdo la FCA, para que la información que se entregue constituya asesoría debe haber algún grado de opinión por parte de la entidad que indique un curso de acción, por su parte la promoción, solo contiene información general sobre hechos o figuras. Es decir, en términos generales, no es un consejo, el simple hecho de dar información sin hacer ningún comentario o valor sobre su relevancia para las decisiones que un inversionista puede tomar.

Como se pudo evidenciar, el suministro de asesoría en materia financiera en el Reino Unido es una actividad altamente regulada. Las normas que le son aplicables no solo tienen en cuenta las características y particularidades de su sistema interno, sino que, a través de la adopción y aplicación de las normas del MiFID, se implementan las prácticas y parámetros establecidos por la Comunidad Europea en general. Se reconoce que el desarrollo de la actividad de asesoría, tiene grandes implicaciones para la estabilidad y seguridad del mercado financiero, por lo cual los asesores deberán cumplir con los altos estándares fijados a esta

⁹⁶ Financial Conduct Authority. *Perimeter Guidance Manual*. [Disponible en web] Recuperado de: <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PERG.pdf>. [Consulta 11 de noviembre de 2018].

actividad y proporcionar, en la medida de lo posible, el mejor servicio para los clientes que acudan por recomendaciones sobre inversiones en productos financieros.

4.3. LA REALIDAD COLOMBIANA

Habiendo terminado la exposición sobre el tratamiento regulatorio de la asesoría a nivel internacional, se puede evidenciar que el Gobierno Nacional, en su tarea de actualizar el sistema jurídico colombiano en esta materia, implementó o adoptó gran parte de los elementos plasmados en estas jurisdicciones.

No obstante, es importante tener en cuenta que no por replicar elementos de dichas regulaciones en nuestro sistema, necesariamente estos funcionarán de la misma manera en la que funcionan en Estados Unidos o en Inglaterra. El sistema financiero colombiano tiene sus propias dinámicas y responde a clientes/inversionistas de distinta naturaleza, situaciones que deben ser tenidas en cuenta a la hora de analizar los impactos de esta nueva regulación.

En el caso colombiano, se facultó a la SFC para ejercer control y vigilancia sobre las personas que realicen actividades relacionadas con inversión de recursos captados del público. De acuerdo con EOSF la SFC, en virtud de dichas potestades está habilitada para *“instruir a las instituciones vigiladas sobre la manera como deben cumplirse las disposiciones que regulan su actividad, fijar los criterios técnicos y jurídicos que faciliten el cumplimiento de tales normas y señalar los procedimientos para su cabal aplicación, así como instruir a las instituciones vigiladas sobre la manera como deben administrar los riesgos implícitos en sus actividades”*⁹⁷.

Al respecto, el Consejo de Estado reconoció el carácter vinculante del producto de dicha facultad en Sentencia del 18 de octubre de 1994 al determinar que: *“las resoluciones, instrucciones, circulares, etc., proferidas por la Superintendencia Bancaria en desarrollo de la facultad de inspección y vigilancia que le ha sido adscrita por la ley, constituyen actos administrativos de carácter general, amparados por la presunción de legalidad, y son de obligatorio cumplimiento por parte de las entidades vigiladas al control y vigilancia de la Superintendencia Bancaria”*⁹⁸.

⁹⁷ Artículo 326 del Decreto 663 de 1993.

⁹⁸ Consejo de Estado. Sentencia Radicado 5256 de 1994. [C.P. Delio Gómez Leyva]

Así las cosas, es claro que la SFC está facultada para emitir los instructivos técnicos y jurídicos que considere necesarios respecto de cualquier norma que se encuentre en el marco de su competencia y los mismos son de obligatorio cumplimiento para todos los sujetos que interactúan en el mercado.

Ahora bien, para el caso en estudio, es importante mencionar que el Decreto delegó en distintas disposiciones la facultad de la SFC para determinar aspectos, elementos y criterios técnicos adicionales a los regulados por el Decreto, que deben ser tenidos en cuenta por los asesores financieros para el desarrollo de esta actividad.

Así mismo, determinó en el artículo 14 del Decreto que las entidades que deban cumplir con las disposiciones introducidas, tendrán un (1) año para ajustarse a la nueva reglamentación *“contado a partir de la fecha en la cual la Superintendencia Financiera de Colombia expida las circulares que desarrollen lo previsto en los artículos 2.40.2.1.2., 2.40.2.1.3. y 2.40.5.1.1. del Decreto 2555 de 2010. Dichas circulares deberán ser expedidas por esta entidad de supervisión y vigilancia a más tardar dentro de los dieciocho (18) meses siguientes a la fecha de publicación del presente Decreto”*.

Es decir, el mismo Decreto, además de plasmar la necesidad de que la SFC desarrolle la nueva regulación, dejó determinado un tiempo para su aplicación, reafirmando la necesidad de darle cumplimiento a este paso.

No obstante, al momento de entrega de la presente monografía de grado, la SFC no ha emitido ningún instructivo o acto administrativo que desarrolle las disposiciones introducidas por el Decreto. Por tal motivo, es dable concluir que la implementación de las nuevas disposiciones no será posible aún, con lo que los tiempos previstos por el mismo decreto tendrán que esperar.

CAPÍTULO V

5. CONCLUSIONES

Con la implementación del Decreto 661 de 2018, se crea un nuevo paradigma en Colombia en materia de asesoría. Esta actividad pasa de ser un simple deber aplicable a los intermediarios de valores en el desarrollo de las operaciones de intermediación, a ser una actividad propiamente dicha de intermediación, con sus propios objetivos, parámetros y reglas. En razón de dicha calidad, debe ser ejecutada dentro del ámbito de aplicación definida por el Decreto 661 de 2018.

El Decreto incluye elementos que han sido desarrollados en el ámbito internacional y sus disposiciones están encaminadas a buscar, entre otras cosas, la protección de los inversionistas y la adaptación a las nuevas realidades y necesidades que se presentan dentro del mercado de valores, dando especial atención al papel que juega la asesoría dentro del logro de estos objetivos.

Varios son los puntos que merecen mención en la culminación de este estudio:

- (i). La regulación expedida por el Gobierno Nacional en materia de la actividad de asesoría responde a la necesidad de establecer parámetros y reglas claras aplicables a todos los intermediarios de valores que suministran a los inversionistas asesoría en relación con inversiones en productos financieros.
- (ii). En el plano internacional, se ha evidenciado la tendencia de reforzar los parámetros regulatorios y conductas aplicables a aquellas entidades y a las personas naturales que se encargan de la prestación y suministro de asesoría en materia financiera. Esto, en razón de la importancia que tiene la toma de decisiones de inversión con base en información confiable y actualizada a los inversionistas o posibles clientes del mercado financiero.
- (iii). El Decreto desarrolla en gran medida las pautas aplicables para la prestación y desarrollo de asesoría en materia financiera. Dentro de las cuales, se encontró, que

se adoptaron distintos elementos consagrados tanto en el Reino Unido como en Estados Unidos, como son:

- (i). **Información:** los tres regímenes tienen en común el interés de informar a los inversionistas, en aplicación a la política de prevención del riesgo y protección de las inversiones. En este sentido, el deber de información es independiente al de asesoría, pero es necesario en la medida en que se exige que durante todas las etapas del proceso de inversión, los asesores, recolecten y revelen toda la información relacionada con el producto, las condiciones particulares de la operación, del mercado y en general cualquiera que sea necesaria para el éxito de la operación.

- (ii). **Elaboración de informes que no constituyen asesoría:** en conexidad con el elemento anterior, está la función de elaboración de informes que no constituyen asesoría dentro de todos los modelos de mercado. Atendiendo a la necesidad de informar a los inversionistas sobre cualquier tipo de aspecto que sea o pueda llegar a ser relevante para realizar una operación, se incluyó la elaboración de informes sobre factores de mercado, investigaciones de temas de interés y publicaciones aleatorias que no están directamente relacionadas con la actividad de un o unos inversionistas específicos, sino que tienen de una u otra forma impactan en el mercado y por este motivo se vuelve necesario darles publicidad. Que esto exista en todos los mercados estudiados es interesante, porque reafirma la existencia de dos tipos de asesorías: (i) aquella realizada por los intermediarios de valores para un cliente determinado, y (ii) aquella que simplemente busca promocionar una determinada inversión al público en general.

- (iii). **Calidad de fiduciarios:** el nuevo régimen colombiano adopta medidas ya implementadas por otros sistemas, que conciben la figura de los asesores del mercado más allá de un simple intermediario del mercado de valores. Contrario a ser un agente externo pues a la hora de dar asesoría se les reconoce responsabilidad propia de los deberes fiduciarios, el asesor debe mantener sus intereses ajenos a cualquier

operación. En este sentido, como en los otros regímenes, se les exige un nivel de conducta mucho más alto cuando se trate de defender los intereses de los inversionistas. De esto derivan obligaciones complementarias, que se relacionan directamente con proporcionar información, manifestar los conflictos de interés, y actuar siempre en el mejor interés de sus clientes.

(iv). **Desarrollo integral de la actividad a través del conocimiento y delimitación del perfil del cliente:** tanto en Inglaterra y Estados Unidos como en el Decreto 661 de 2018, se establece la obligación de evaluación de la idoneidad del producto, en relación con las características particulares de cada inversionista, previa realización de cualquier gestión. Lo anterior, en la medida en que permite asegurar protección del inversionista en cualquier tipo de inversión. Esta disposición aplica para cualquier tipo de asesoría es decir, independiente o no, y gestión de cartera.

(v). **Deber de registro:** de la mano de otras políticas orientadas a garantizar un sistema de operaciones de inversión que sea seguro, el nuevo Decreto mantiene la obligación de registro para todos los asesores del mercado. No solo brinda garantías a los inversionistas, de que sus inversiones están siendo llevadas a cabo en los términos en lo que se hayan pactado, sino que quedará en medios verificables las órdenes que hayan realizado a los intermediarios. El registro permite tener más control y seguridad en el sistema, pues las autoridades podrán, en caso de una eventual controversia, determinar si hay o no responsabilidad por parte del intermediario.

(iv). No obstante, si bien la nueva reglamentación cumple con los estándares internacionales que se han desarrollado en la materia, se deben tener en cuenta las circunstancias particulares del sistema financiero colombiano. Esto quiere decir que a pesar de que esté plasmado en la regulación el material necesario para el desarrollo, las dificultades que presenta su implementación evitan que progrese de

la misma forma como lo han hecho otros mercados, como los usados para referencia.

- (v). Los impactos y efectos de la implementación de la regulación de la actividad de asesoría en Colombia están por verse, toda vez que, hasta el momento, las entidades autorizadas por la SFC para la prestación y suministro de la actividad de asesoría están comenzando a implementar estas pautas en el servicio.

- (vi). A pesar de que el Decreto brinda a la SFC la facultad de reglamentar determinados elementos, los mismos no han sido expedidos con la suficiente rapidez requerida para responder a los cambios que pide el sistema. Esto evita la debida implementación del Decreto y la evolución del mercado, pues no se cuenta con guías suficientes para poder atender a los motivos que llevaron a su expedición.

BIBLIOGRAFÍA

- Abella, G. & Varon, J., (2018) Régimen del mercado de valores: Tomo I introducción al derecho del mercado de valores. Bogotá, Colombia. Editorial Temis.
- Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia (AMV). (2011). Consulta 012-2011 resulta por Dirección de Asuntos Legales y Disciplinarios del AMV. [Disponible en Web] Recuperado de: <https://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20110608130933.pdf> [Consulta 20 de julio de 2010].
- Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia (AMV). Reglamento de AMV. [Disponible en Web] Recuperado de: <http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20110214135739.pdf>. [Consulta 20 de octubre de 2018]
- Bolsa de Valores de Colombia. Diccionario de Finanzas. [Disponible en Web] Recuperado de: <https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/GlosarioResultado>. [Consulta julio 20 de 2018].
- Bolsa de Valores de Colombia (2018). Reglamento del Sistema Centralizado de Operaciones de Negociación y Registro – MEC Mercado Electrónico Colombiano. Disponible en https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Regulacion/Sistemas_Administrados
- Caballero, M. Galindo., Prieto, I. (2017) Estudio sobre Asesoría en el mercado de valores: análisis regulatorio. Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera (URF). Ministerio de Hacienda de Colombia.
- Certified Financial Planner Board of Standards. (2018) Code of Ethics and Standards of Conduct. Washington D.C.

- Chamber of Commerce - Center for Capital Markets Competitiveness (2018) Working with Financial Professionals: Opinions of American Investors.
- Consejo de Estado. Sentencia 2009-00048 de 2016 (C.P. Carmen Teresa Ortiz de Rodríguez; 25 de febrero de 2016.)
- Consejo de Estado. Sentencia Radicado 5256 de 1994. [C.P. Delio Gómez Leyva]
- Constitución política colombiana (1991). Asamblea Nacional Constituyente, Bogotá, Colombia, 6 de Julio de 1991
- Córdoba, M. (2015) “Mercado de Valores” Ecoe Ediciones. [Disponible en Web] Recuperado de: <https://www.ecoediciones.com/wp-content/uploads/2015/11/Mercado-de-valores-1ra-Edición.pdf>. [Consulta 20 de julio de 2018]
- Corte Constitucional de Colombia. Sentencia C- 692 de 2007 (M.P. Rodrigo Escobar Gil: 5 de septiembre de 2007).
- Corte Constitucional de Colombia. Sentencia SU 166 de 1999 (M.P. Alejandro Martínez Caballero: 17 de marzo de 1999).
- Corte Constitucional de Colombia. Sentencia C-640 de 2010 (M.P. Mauricio González Cuervo. 18 de agosto de 2010).
- Corte Suprema de Justicia, Sentencia Radicado No. 5533-2017 (M.P. Margarita Cabello; 24 de abril de 2017).
- Corte Suprema de Justicia, Sentencia Radicado No. 11001-31-03-001-2009-00415-01-2018 (M.P. Ariel Salazar Ramírez; 12 de enero de 2018).
- Corte Suprema de los Estados Unidos “Securities and Exchange Commission v. Capital Gains Research Bureau, INC., ET AL”.

- Decreto 2555 de 2010 [Ministerio de Hacienda y Crédito Público] Por el cual se recogen y re-expiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. 15 de julio de 2010. D.O. No. 47.771.
- Decreto 661 de 2018 [con fuerza de Ley] Por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con la actividad de asesoría y se dictan otras disposiciones. 17 de abril de 2018. D.O. No. 50.567.
- Decreto 2920 de 1982. Por el cual se dictan normas para asegurar la confianza del público en el sector financiero colombiano. 08 de octubre de 1982. D.O. No. 36120. 29.
- Decreto 663 de 1993. Por medio del cual se actualiza el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero y se modifica su titulación y numeración". 5 de abril de 1993. D.O. No. 40.820.
- Decreto 1120 de 2008. Por el cual se reglamentan los sistemas de negociación de valores y de registro de operaciones sobre valores y se dictan otras disposiciones. 11 de abril de 2008. D.O. No.46.957.
- Decreto 1121 de 2008. Por el cual se reglamenta la actividad de intermediación en el mercado de valores y se dictan otras disposiciones. 11 de abril, 2008. D.O. 46957.
- Decreto 1172 de 1980. Por el cual se regula la actividad de los Comisionistas de Bolsa. 29 de mayo 1980. D. O. 35.527.
- Decreto 4334 de 2008. Por el cual se expide un procedimiento de intervención en desarrollo del Decreto 4333 del 17 de noviembre de 2008. 17 de noviembre de 2008. D.O. No. 47.176.
- Decreto 4939 de 2009. Por el cual se modifica la Resolución 400 de 1995 de la sala general de la Superintendencia de Valores. 18 de abril de 2009. D.O. 47567

- European Securities and Markets Authority (ESMA). (2002). A EUROPEAN REGIME OF INVESTOR PROTECTION. THE PROFESSIONAL AND THE COUNTERPARTY REGIMES. [Disponible en Web] Recuperado de: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/02_098b.pdf. [Consulta 8 de diciembre de 2018].
- European Securities and Markets Authority (ESMA). (2014). ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR Final Report. [Disponible en Web] Recuperado de: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1569_final_report_-_esmas_technical_advice_to_the_commission_on_mifid_ii_and_mifir.pdf [Consulta 20 de julio de 2018].
- European Securities and Markets Authority (ESMA). (2015). Report on automation in financial advice. [Disponible en Web] Recuperado de: [https://esas-joint-committee.europa.eu/Publications/Reports/EBA%20BS%202016%20422%20\(JC%20SC%20CPFI%20Final%20Report%20on%20automated%20advice%20tools\).pdf](https://esas-joint-committee.europa.eu/Publications/Reports/EBA%20BS%202016%20422%20(JC%20SC%20CPFI%20Final%20Report%20on%20automated%20advice%20tools).pdf). [Consulta 20 de julio de 2018]
- European Securities and Markets Authority (2018). Questions and Answers On MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics. [Disponible en web] Recuperado de: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-349_mifid_ii_qas_on_investor_protection_topics.pdf. [Consulta 8 de diciembre de 2018].
- Fabozzi, Frank J., & Modigliani, F. (2003), Capital markets: institutions and instruments 3rd ed. Prentice Hall
- Fagua Guaque, N. (2010). La asesoría como una forma de intermediación de valores. Con-Texto, (30), 123-134. Recuperado a partir de <https://revistas.uexternado.edu.co/index.php/contexto/article/view/2613>
- Fast Act 2015. (Title LXXIV SBIC Advisers Relief).

- Federal Register / Vol. 83, No. 90 / Wednesday, May 9, 2018 / Proposed Rules [Disponible en web].Recuperado de: <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/FR-2018-05-09/pdf/2018-08679.pdf> [Consulta 7 de octubre 2018].
- Financial Conduct Authority. Conduct of Business Sourcebook Chapter 3 Client Categorization. [Disponible en Web] Recuperado de: <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/COBS/3.pdf>. [Consulta 8 de diciembre de 2018].
- Financial Conduct Authority (2013) Final guidance: Risks to customers from financial incentives.
- Financial Conduct Authority. (2013). Report on Conflicts of Interest. [Disponible en web] Recuperado de: <http://www.finra.org/sites/default/files/Industry/p359971.pdf> [Consulta 11 de noviembre de 2018].
- Financial Conduct Authority. (2014) Post-implementation review of the Retail Distribution Review –Phase 1. [Disponible en Web] Recuperado de: <https://www.fca.org.uk/publication/research/post-implementation-review-rdr-phase-1.pdf> [Consulta 11 de noviembre de 2018].
- Financial Conduct Authority (2005). Financial promotion and related activities. [Disponible en web] Recuperado de: <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PERG/8.pdf> [Consulta 11 de noviembre de 2018].
- Financial Industry Regulatory Authority (FINRA). (2014). Post-implementation review of the Retail Distribution Review –Phase 1. [Disponible en web] Recuperado de: <https://www.fca.org.uk/publication/research/post-implementation-review-rdr-phase-1.pdf> [Consulta 11 de noviembre de 2018].

- Financial Conduct Authority. Perimeter Guidance Manual. [Disponible en web] Recuperado de: <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PERG.pdf>. [Consulta 11 de noviembre de 2018].
- Financial Industry Regulatory Authority (2018). 2018 Regulatory and Examination Priorities Letter. [Disponible en web] Recuperado de: <http://www.finra.org/industry/2018-regulatory-and-examination-priorities-letter>. [Consulta 25 de octubre de 2018].
- Financial Industry Regulatory Authority (FINRA). (2012). Regulatory Notice 12-03 Complex Products. [Disponible en web] Recuperado de: <http://www.finra.org/sites/default/files/NoticeDocument/p125397.pdf> [Consulta 20 de julio de 2018].
- Financial Industry Regulatory Authority (FINRA). (2012). Regulatory Notice 12-25 Suitability. Additional Guidance on FINRA's New Suitability Rule. [Disponible en web] Recuperado de: <http://www.finra.org/sites/default/files/NoticeDocument/p126431.pdf> [Consulta 20 de julio de 2018].
- Financial Industry Regulatory Authority (FINRA). (2016). Report On Digital Investment Advice. [Disponible en web] Recuperado de: <https://www.finra.org/sites/default/files/digital-investment-advice-report.pdf>. [Consulta 20 de julio de 2018].
- Financial Industry Regulatory Authority (FINRA). (2013) Rule 2210 Interpretive Guidance Questions and Answers. [Disponible en web]. Recuperado de: <http://www.finra.org/industry/finra-rule-2210-questions-and-answers> [Consulta 12 de octubre de 2018].
- Financial Conduct Authority (FINRA). (2011). Rule 4512 on Costumer Account Information. [Disponible en web] Recuperado de: http://finra.complinet.com/en/display/display_main.html?rbid=2403&element_id=995 & [Consulta 12 de octubre de 2018].

- Financial Conduct Authority. (2018). Understanding ‘advice’ and ‘guidance’ on investments. [Disponible en web] Recuperado de: <https://www.fca.org.uk/consumers/understanding-advice-guidance-investments> [Consulta 20 de julio de 2018].
- Financial Services and Markets Act 2000. RA Proof, 7.7.2000. [Disponible en web] Recuperado de: https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/pdfs/ukpga_20000008_en.pdf. [Consulta 11 de noviembre de 2018].
- Financial Services Authority. (2007) Retail Distribution Review. [Disponible en web] Recuperado de: <https://www.fca.org.uk/publication/discussion/fsa-dp07-01.pdf>. [Consulta 20 de octubre de 2018].
- Fisch., J.; Laboure, M.; Turner., J. (2017) The Economics of Complex Decision Making: The emergence of the Robo Adviser. [Disponible en web] Recuperado de: <https://www.geog.ox.ac.uk/events/170911/Robo-vs-Human-Advisers-Aug-28.pdf> [Consulta 2 de marzo de 2019]
- Guzmán Brito, A., & Guerrero Becar, J. (2017). “La Substitución de la Noción “Título-Valor” por “Valores Negociables ” en la Ley del Mercado de Valores de España, como base para la Delimitación de un Derecho del Mercado de Valores. *Revista de Derecho - Universidad Católica del Norte*, 24 (2), 211-327.
- International Organization of Securities Commission (2003). Report on Analyst Conflicts of Interest. [Disponible en web] Recuperado de: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD152.pdf> [Consulta de diciembre 2018]
- International Organization of Securities Commission (IOSCO). (2013). Suitability Requirements With Respect To the Distribution of Complex Financial Products Final Report. [Disponible en Web] Recuperado de: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD400.pdf> [Consulta 20 de julio de 2018].

- International Organization of Securities Commission (2017). Objectives and Principles of Securities Regulation. [Disponible en web] Recuperado de: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf> [Consulta 25 de octubre de 2018].
- Investment Advisers Act 1940 (OLCHR) s.203
- Jensen, M. and Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior Agency Costs and Ownership Structure, en Journal of Financial Economics, vol.3,
- La Porta R. And Lopez-De-Salanes F. and Shleifer A. (1999) Corporate Ownership Around the World. Harvard Institute of Economic Research. Paper No. 1840. [Disponible en Web] Recuperado de: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/0022-1082.00115/pdf> [Consulta: 20 de octubre de 2018].
- Ley 45 de 1923. Sobre establecimientos bancarios. 19 de julio de 1923. D.O. No.19137
- Ley 32 de 1979. Por la cual se crea la Comisión Nacional de Valores y se dictan otras disposiciones. 17 de mayo de 1979. D.O. No. 35.282.
- Ley 27 de 1990. Por la cual se dictan normas en relación con las bolsas de valores, el mercado público de valores, los depósitos centralizados de valores y las acciones con dividendo preferencial y sin derecho de voto. 20 de febrero de 1990. D.O. No. 39.195.
- Ley 35 de 1993. Por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades financiera, bursátil y aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público y se dictan otras disposiciones en materia financiera y aseguradora. 5 de enero de 1993. D.O. No. 40.710.

- Ley 964 de 2005. Por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores y se dictan otras disposiciones. D.O No. 45.963.
- Morales Hernández, A. (2006). Régimen legal del mercado de capitales. [Disponible en Web] Recuperado de: <https://books.google.com.co/books?id=MB3JxSYF7NoC&pg=PA19&dq=estructura+del+mercado+de+capitales&hl=es&sa=X&ved=0ahUKEwiKm-4k9zdAhUH21MKHcsyAQUQ6AEIMzAC#v=onepage&q=estructura%20del%20mercado%20de%20capitales&f=false> [Consulta 15 de octubre de 2018].
- Organización para el Comercio y el Desarrollo Económico (2015), Adressing the Tax Challenges of the Digital Economy, Action 1-2015 Final Report, OCDE/G20 Base Erosion and Profit Shifting Project. OCDE publishing, Paris. [Disponible en Web] Recuperado de: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264241046-en>. [Consulta 10 de diciembre de 2018].
- Organización Internacional de Comisiones de Valores (1998). Objetivos y Principios para la Regulación de los Mercados de Valores. [Disponible en web] Recuperado de: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD82-Spanish.pdf> [Consulta 25 de octubre de 2018].
- Resolución 400 de 1995. [Superintendencia Financiera]. Por la cual se actualizan y unifican las normas expedidas por la Sala General de la Superintendencia de Valores y se integran por vía de referencia otras.
- Resolución. 5 del 21 de junio de 2018. Tribunal Disciplinario del Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia. [Disponible en Web] Recuperado de: <https://www.amvcolombia.org.co/wp-content/uploads/2018/08/Resoluci%C3%B3n-5.pdf>. Consultado 08 de diciembre de 2018.

- Rincón Ospina, Felipe (2017). Aspectos Básicos del Derecho del Mercado de Valores en Régimen del Mercado de Valores. Tomo I. Introducción al derecho del mercado de valores. Editorial Temis.
- Securities Exchange Act Release No. 83062 (2018)
- Securities and Exchange Commission. (2013). Regulation of Investment Advisers [Disponible en Web] Recuperado de: https://www.sec.gov/about/offices/oia/oia_investman/rplaze-042012.pdf [Consulta 12 de octubre de 2018].
- Securities and Exchange Commission. (2018). Proposed Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers; Request for Comment on Enhancing Investment Adviser Regulation. [Disponible en Web] Recuperado de: <https://www.federalregister.gov/documents/2018/05/09/2018-08679/proposed-commission-interpretation-regarding-standard-of-conduct-for-investment-advisers-request-for> [Consulta 20 de julio de 2018].
- Securities and Exchange Commission. (2014). Advisers Act Rule 206(3)-3T (Temporary Rule Regarding Principal Trades with Certain Advisory Clients). [Disponible en Web] Recuperado de: <https://www.sec.gov/info/smallbus/secg/206-3-3-t-secg.htm>. [Consulta 20 de julio de 2018].
- Securities and Exchange Commission. (2017). Guidance Update on Robo - Advisers. [Disponible en Web] Recuperado de: <https://www.sec.gov/investment/im-guidance-2017-02.pdf> [Consulta 11 de noviembre de 2018].
- Securities and Exchange Commission (2018) Regulation if Best Interest – Proposed Rule. Release No. 34-83062; File No. S7-07-18. [Disponible en web] Recuperado de: <https://www.sec.gov/rules/proposed/2018/34-83062.pdf>
- Serra Puente, A. (2009). “La Regulación en los Mercados Financieros: Perspectivas”. *Revista Derecho y Sociedad*. Volumen 32 pp. 102 – pp. 112. Recuperado de:

<http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/derechoysociedad/issue/view/1371>. [Consulta 2 de noviembre de 2018].

- Serrano, J. (2005) “Sistemas Financieros. Visión General del Sistema Financiero Colombiano” Bogotá, Colombia. Editorial: Universidad de los Andes, Facultad de Administración. Primera edición.
- Standards of Commercial Honor and Principle Trade. Conduct Rule 2010. [Disponible en web] Recuperado de: <https://www.sec.gov/pdf/nasd1/2000ser.pdf>. [Consulta: 20 de octubre de 2018].
- Superintendencia Financiera de Colombia. (2013). Circular Externa No. 015 de 2013. [Disponible en Web] Recuperado de: <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/Publicaciones/publicaciones/loadContenidoPublicacion/id/10081439/reAncha/1/c/00>
- Superintendencia Financiera de Colombia. (2014). Circular Básica Jurídica No. 029 de 2014. [Disponible en Web] Recuperado de: <https://www.superfinanciera.gov.co/publicacion/10083481>. [Consulta 2 de septiembre de 2018].
- Superintendencia Financiera de Colombia. (2015). Circular Externa No. 041 de 2015. [Disponible en Web] Recuperado de: https://www.superfinanciera.gov.co/descargas?com=institucional&name=pubFile1015949&downloadname=ce041_15.doc. [Consulta 7 de diciembre de 2018]
- Superintendencia Financiera de Colombia. Conceptos Básicos del Mercado de Valores. Diciembre de 2008. [Disponible en Web] Recuperado de: https://www.superfinanciera.gov.co/SFCant/ConsumidorFinanciero/conceptosbasicos_mv.pdf [Consulta de julio 10 de 2018].
- Superintendencia Financiera de Colombia. Portal de Información al Consumidor Financiero “Aprenda con la Super: Qué significa la expresión vigilado”. Mayo de

2016. [Disponible en Web] Recuperado de: <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/10083710>. [Consulta agosto 12 de 2018].

- Superintendencia Financiera de Colombia. “Guía para Emisores”. Julio de 2008. [Disponible en Web] Recuperado de: <https://www.superfinanciera.gov.co/descargas?com=institucional&name=pubFile10971&downloadname=guiaemisores072008.doc>. [Consulta agosto 12 de 2018]
- Superintendencia Financiera de Colombia. Concepto No. 2011068887-001. Octubre de 2011.
- Superintendencia Financiera de Colombia Concepto 2018073497-011 del 10 de agosto de 2018.
- Superintendencia de Valores. Los Comisionistas de Valores. Primera edición. 1997.
- Torres, L (2014). “Prácticas en las negociaciones bursátiles y su efecto en la transparencia del mercado de valores dominicano”. Ciencia y Sociedad, vol. 39, núm. 4, 2014, pp. 665-682. Instituto Tecnológico de Santo Domingo Santo Domingo, República Dominicana.
- United States v. Mississippi Valley Generating Co., 364 U.S. 520 (1961). Argued October 19, 1960, Decided January 9, 1961. [Disponible en Web] Recuperado de: <https://www.law.cornell.edu/supremecourt/text/364/520>. [Consulta: 20 de octubre de 2018].
- Ustáriz. L.H. (2016) “Marco Regulatorio del Mercado de Valores”. Legis Editores S.A.