

2017



Publicaciones URF

## Estudio sobre asesoría en el mercado de valores: análisis regulatorio

Ana María Prieto<sup>a</sup>, Irene Caballero<sup>b</sup>, María del Pilar Galindo<sup>c</sup>

<sup>a y b</sup> *Asesoras Unidad de Regulación Financiera*  
<sup>c</sup> *Subdirectora de Desarrollo de Mercados*

*Unidad de Regulación Financiera, Carrera 8 No. 6c - 38, Bogotá D.C., Colombia*

---

### Resumen

El presente documento publicado para comentarios del mercado y elaborado con el apoyo técnico del Banco Mundial, pretende analizar el marco regulatorio colombiano vigente sobre el tema de asesoría en el mercado de valores, a la luz de estándares internacionales que contribuyan al fortalecimiento de esta actividad en el entorno local, con el fin de generar insumos y definiciones que puedan ser utilizados posteriormente para llevar a cabo ajustes regulatorios sobre la materia.

---

El contenido de este documento técnico fue aprobado por el Consejo de Directivo de la Unidad en sesiones del 28 de diciembre de 2016 y 24 de enero de 2017.

La reproducción total o parcial de este documento es permitida, así como su traducción a cualquier idioma, siempre que se cite la fuente y no se utilice con fines lucrativos.

El formato y diseño usados para la escritura de este documento fueron tomados en su mayor parte del formato de publicaciones en versión MS Word sugerido por Elsevier en su página web.

## **Contenido**

1. Introducción
2. Estándares de regulación de la asesoría en el mercado de valores
3. Análisis y propuestas regulatorias
  - 3.1. Suministro de información y actividad de asesoría
  - 3.2. Clasificación de clientes y productos
  - 3.3. Asesoría independiente y asesoría restringida
  - 3.4. Documentación y registro de la asesoría
  - 3.5. Canales de distribución
4. Comentarios finales
5. Referencias

## 1. Introducción

Unas de las principales fallas de mercado que se pueden presentar en el sistema financiero son la asimetría de información y los conflictos de interés de los intermediarios, las cuales pueden generar prácticas inadecuadas de asesoría y comercialización de los productos de inversión, afectando la confianza de los inversionistas (FSA, 2013).

La regulación busca corregir estas fallas y proteger al inversionista mediante reglas que garanticen un manejo idóneo de los conflictos de interés, sumado a una adecuada asesoría y revelación de información y riesgos de los productos financieros por parte de los intermediarios, de tal suerte que los inversionistas puedan tomar decisiones de inversión ajustadas a sus necesidades.

Por su parte, la globalización e innovación financiera han generado productos con estructuras complejas y dinámicas de los mercados cada vez más interconectadas lo que dificulta el seguimiento y valoración de las inversiones. Esta realidad exige la necesidad de realizar esfuerzos adicionales para extremar la protección de los inversionistas, especialmente de aquellos que no son profesionales y se caracterizan por tener bajo conocimiento y experiencia en los mercados (European Commission, 2015).

Siguiendo esta línea, los estándares regulatorios internacionales se han venido ajustando para mejorar la calidad de la asesoría que se suministra a los inversionistas. Puntualmente se han fortalecido las reglas de evaluación del perfil del cliente y de clasificación de los productos según nivel de complejidad, además se han incorporado reglas en procura de que las recomendaciones sean claras e idóneas para el perfil de los inversionistas. Igualmente se han adicionado herramientas de control interno en los intermediarios para prevenir y mitigar potenciales conflictos de interés y asegurar que la asesoría se suministre en beneficio exclusivo del cliente.

El presente documento fue elaborado con el apoyo técnico del Banco Mundial y describe las tendencias regulatorias internacionales en materia de asesoría en el mercado de valores y evalúa el modelo colombiano a la luz de estos referentes. A partir de este ejercicio, se presenta una propuesta normativa para mejorar la calidad y suministro de la asesoría y robustecer la protección de los inversionistas en general.

Esta publicación busca la opinión del público sobre las reflexiones y propuestas regulatorias llevadas a cabo con el propósito de fortalecer la actividad de asesoría en el mercado de valores. Favor enviar sus comentarios y sugerencias hasta el **24 de febrero de 2017** a los correos **amprieto@urf.gov.co** y **lcaballe@urf.gov.co** .

## 2. Estándares de regulación de la asesoría en mercado de valores

Tradicionalmente el principal instrumento regulatorio utilizado para la protección de los inversionistas en el mercado de valores ha sido la revelación de información. Sin embargo, la efectividad de este instrumento se ha venido debilitado en los últimos años debido a las tendencias de innovación financiera, estructuración de productos de inversión cada vez más complejos y la mayor interdependencia global de los mercados de valores.

Esta realidad dificulta el análisis de las características y costos de los productos y el seguimiento consolidado de las dinámicas de los mercados financieros, por lo que se ha hecho evidente la necesidad de extremar la protección de los inversionistas, especialmente la de los no profesionales, quienes por su baja experiencia y conocimiento en el mercado, requieren no solo de una adecuada revelación de información de los riesgos de los productos, sino además de una asesoría acorde con sus objetivos de inversión.

Varios países han ajustado sus esquemas regulatorios con el fin de mejorar el suministro de información y la calidad de la asesoría en el mercado de valores. Para la elaboración del presente estudio se analizaron los estándares normativos previstos en la OECD<sup>1</sup>, IOSCO<sup>2</sup>, MiFID I y II<sup>3</sup>, Reino Unido<sup>4</sup>, Estados Unidos<sup>5</sup> y en algunos países de la región como México<sup>6</sup>, Chile<sup>7</sup> y Perú<sup>8</sup>.

---

<sup>1</sup> La OECD desarrolló una serie de principios orientadores para la protección del consumidor en el campo de servicios financieros. Ver: OECD, 2011.

<sup>2</sup> IOSCO (2003) Report on Analyst Conflicts of Interest; IOSCO (2013) Suitability Requirements With Respect To the Distribution of Complex Financial Products; IOSCO (2014) Report on the IOSCO Social Media and Automation of Advice Tools Surveys.

<sup>3</sup> La implementación de la Directiva en la Unión Europea está prevista para el 2018, mientras tanto la Comisión Europea y la European Securities and Markets Authority (ESMA) han desarrollado los estándares técnicos que permitirían la adopción de la nueva normativa.

<sup>4</sup> Reino Unido ha expedido normas en materia de asesoría que complementan las disposiciones de MiFID y las directrices de ESMA. En 2007 la FSA evaluó el esquema de distribución de productos y preparó el reporte FSA (2007) el cual sirvió para implementar una serie de reformas y recientemente la FCA expidió la guía sobre asesoría financiera y una evaluación de los estándares recomendados en MiFID II.

<sup>5</sup> En Estados Unidos los brokers y asesores de inversión pueden suministrar asesoría. Los brokers realizan operaciones por cuenta propia y en nombre de clientes, en tanto que los asesores no realizan transacciones, por lo cual tienen estándares regulatorios diferentes. Los brokers son regulados y supervisados por la Securities and Exchange Commission (SEC) y autorregulados por la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA), mientras que los asesores son regulados por la Ley de Asesores de Inversión de 1940, la cual obliga a aplicar el deber fiduciario de tratar a los clientes con buena fe y de manera justa y revelar toda la información relevante para que los inversionistas tomen decisiones informadas.

La sección 913 de la "Dodd-Frank Act" requirió a la SEC preparar un reporte sobre los estándares que se deberían aplicar a los dos tipos de agentes y le confirió la facultad de expedir normas uniformes para éstos. La SEC preparó el estudio pero algunos de sus comisionados manifestaron dudas sobre el estándar recomendado.

<sup>6</sup> La Ley de valores de México autoriza el suministro de asesoría por parte de las casas de bolsa y de los asesores en inversiones. Pueden suministrar asesoría de inversión en valores de forma habitual y profesional tanto las casas de bolsa como personas, naturales y jurídicas, que no tengan la calidad de intermediarios. En 2015 la Comisión Nacional Bancaria y Valores de México reglamentó lo previsto en la ley mediante una norma denominada "Disposiciones De Carácter General Aplicables A Las Entidades Financieras y Demás Personas Que Proporcionen Servicios De Inversión.

<sup>7</sup> Ley del mercado de valores. En 2015 la Superintendencia de Valores y Seguros reguló la actuación de los corredores de bolsa, agentes de valores y corredores de bolsa de productos en su relación con el cliente a través de la Norma de Carácter General No. 380.

<sup>8</sup> Ley del Mercado de Valores de Perú y Reglamento de Agentes de Intermediación (RAI) publicado mediante la Resolución SMV N° 034-2015-SMV/01 y el cual entra en vigencia en diciembre de 2016.

A continuación se describen las principales tendencias internacionales en materia de regulación de la actividad de asesoría que fueron utilizadas como insumo para evaluar el grado de desarrollo del esquema regulatorio local y determinar algunos aspectos que se pueden incorporar y/o fortalecer en la normativa colombiana.

#### - **Suministro de información**

El suministro de información es fundamental para que los inversionistas puedan tomar decisiones de inversión adecuadas. En los regímenes internacionales analizados la entrega de información no constituye asesoría, salvo si el producto se presenta como idóneo para el cliente y se puede acreditar la existencia de una recomendación personalizada.

En los lineamientos de IOSCO (2013) y de MiFID<sup>9</sup>, se requiere que la información sea imparcial y clara y que se distribuya con suficiente anticipación al inversionista. En el caso de ESMA se obliga además a que cuando se trate de inversionistas no profesionales, la información incluya una explicación sencilla y actualizada de los riesgos de la inversión<sup>10</sup> y en el Reino Unido se exige que entre más complejo sea el producto mayor sea la información a suministrar (FCA, 2015).

Un ejemplo de esta tendencia es la creación del Key Investor Information Document (KIID) para el suministro de información de los fondos de inversión colectivos en la Unión Europea y el cual se ha extendido a otras jurisdicciones y productos (Deloitte, 2011). Esta iniciativa reemplaza los prospectos tradicionales con una estructura abreviada que permite informar la composición, rentabilidad y demás características de los fondos y así facilitar la comparación y toma de decisión por parte del inversionista<sup>11</sup>.

#### - **Definición de asesoría**

En las regulaciones analizadas se define la asesoría como el momento en que se imparte una recomendación específica<sup>12</sup> de inversión en el mercado de valores de manera personalizada<sup>13</sup> y/o con base en el perfil del cliente<sup>14</sup>.

El reto de una adecuada definición de asesoría es poder tener certeza sobre las actividades que no forman parte de ella y por lo tanto no le es aplicable la regulación específica sobre dicha actividad. Con el fin de evitar ambigüedades en el cumplimiento normativo se ha considerado necesario especificar el perímetro de regulación y supervisión y determinar qué situaciones de mercado no clasifican como asesoría.

---

<sup>9</sup> Parlamento y Consejo Europeo. Directiva 65 de 2014. Artículo 24

<sup>10</sup> ESMA. Final Report . Esma's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR.

<sup>11</sup> Creado mediante la Directiva 2009/65/CE y la Regulación de la Comisión 583/2010.

<sup>12</sup> Este es el caso del Reino Unido, en donde la FCA señala que las recomendaciones objeto de regulación son aquellas que se refieren a una inversión específica que se le suministra a un inversionista. Así, la recomendación de comprar o vender la acción ABC se entiende como asesoría regulada, mientras que un consejo general sobre realiza planeación financiera no lo está (FCA, 2015).

<sup>13</sup> Corresponde al caso de la Unión Europea (Parlamento y Consejo Europeo. Directiva 65 de 2014. Artículo 4) y de México en donde la recomendación debe tener en cuenta el perfil del cliente y el perfil del producto de inversión (CNBV (2015), artículo 5).

<sup>14</sup> Como en el caso de Chile (Superintendencia de Valores. NGC 380 de 2015) y Perú (Superintendencia del Mercado de Valores. Resolución SMV N° 034-2015-SMV/01. Artículo 17)

Para fijar este lindero tradicionalmente se ha determinado que las siguientes situaciones no se consideran asesoría: entrega de información, suministro de recomendaciones generales dirigidas al público<sup>15</sup>, actividades de promoción, servicios prestados por asesores legales, contadores, auditores y otros profesionales en conexión con actividades del mercado de valores<sup>16</sup> o aquellos relacionados con banca de inversión<sup>17</sup>.

No obstante, esta alternativa regulatoria ha sido cuestionada debido a que permite utilizar los mecanismos excluidos del ámbito de la regulación para realizar recomendaciones implícitas a los inversionistas, sin cumplir con la reglamentación prevista para el adecuado suministro de asesoría.

En ese contexto, se ha evidenciado la necesidad de implementar mecanismos de protección adicionales. Por ejemplo, se ha dispuesto que para el envío de información general se incluya un aviso indicando que el contenido de la misma no constituye asesoría. Sin embargo, esta medida puede ser poco efectiva si se utilizan tácticas inductivas o cierto lenguaje<sup>18</sup> que induzca al cliente a considerar que se trata de una recomendación individualizada, como por ejemplo indicar que el producto descrito es adecuado para una persona como el destinatario o que si el asesor estuviera en sus circunstancias tomaría la opción de inversión descrita en el folleto.

En relación con este aspecto MiFID considera que un criterio relevante de limitar la actividad de asesoría es la forma en que se presenta el material informativo, de tal suerte que si se incluye algún texto que permita al inversionista considerar que le están dando un consejo personal de inversión entonces éste el material se debe considerar como asesoría. Sin embargo, este tipo de soluciones puede generar preocupación dado que la responsabilidad por un incumplimiento de la regulación estaría sujeta al juicio de valor del inversionista.

En consecuencia, en algunas jurisdicciones se ha combinado este estándar con criterios específicos que precisan las situaciones en las cuales una recomendación constituye asesoría. Por ejemplo, la FCA y ESMA han adoptado tests que permiten determinar cuándo una actuación constituye asesoría y cuándo se trata de recomendaciones generales que no influyen en la toma de decisiones por parte de un inversionista y que por tanto no deben cumplir con los estándares regulatorios de la asesoría<sup>19</sup>.

---

<sup>15</sup> La distribución de mensajes a grupos de personas puede llegar a considerarse como asesoría en función del texto utilizado en el mismo.

<sup>16</sup> De acuerdo con ESMA este tipo de actividades son asesoría incidental al ser un servicio accesorio a la asesoría profesional, que no constituye una fuente ingreso permanente y que la persona no promueve o publicita su capacidad para suministrar servicios financieros de asesoría.

<sup>17</sup> Siempre que estén desprovistos de elementos que constituyen asesoría, como recomendaciones que en un momento determinado puedan considerarse como personales.

<sup>18</sup> En México se prohíbe el uso de ciertas expresiones en la entrega de información (CNBV (2015), artículo 5).

<sup>19</sup> El test incluye cinco preguntas: 1. ¿El servicio ofrecido es una recomendación?; 2. ¿La recomendación recibida está relacionada con una o más operaciones relacionadas con instrumentos financieros?; 3. ¿La recomendación: a) le fue presentada como “apropiada”? o b) está basada en sus circunstancias particulares?; 4. La recomendación fue realizada por canales diferentes a solo canales de distribución públicos?; 5. La recomendación fue realizada a una persona en capacidad de: a) ser un inversionista potencial? o b) ser un agente designado por un inversionista o por un inversionista potencial?. Committe of European Securities Regulators (CESR). Q&A. 19 April 2010. Ref.: CESR/10-293

Ahora, respecto a los requisitos para el desarrollo de la actividad de asesoría el estándar internacional apunta a que este servicio solo pueda ser realizado por asesores que cuenten con la debida idoneidad profesional y moral y que sean sujetos al control y vigilancia de las autoridades competentes. Generalmente se exige que los asesores sean certificados por un organismo de autorregulación y que conozcan tanto el perfil del cliente como del producto sugerido, de tal suerte que puedan suministrar recomendaciones personalizadas realmente adecuadas<sup>20</sup>.

#### - Clasificación de clientes

Internacionalmente los intermediarios tienen la obligación de clasificar a los inversionistas entre profesionales y aquellos que no lo son<sup>21</sup>. Esta categorización es sumamente relevante dado que generalmente en las regulaciones se establece un esquema de protección mayor para los inversionistas que no son profesionales.

IOSCO (2013) recomienda que la regulación obligue a que dicho perfilamiento se desarrolle de manera profesional siguiendo políticas y procedimientos específicos<sup>22</sup>, que no se limiten a la evaluación que el cliente haga de su propio perfil, o al diligenciamiento de cuestionarios que definan únicamente la tolerancia del cliente al riesgo (FCA, 2015).

En algunas regulaciones, como la mexicana, se establecen de manera detallada los elementos que se deben considerar para determinar el perfil del cliente<sup>23</sup>. En los demás casos, siguiendo la recomendación de IOSCO (2013), le corresponde al intermediario definir la metodología de perfilamiento que debe considerar criterios que permitan conocer adecuadamente al cliente, tales como la situación financiera, el grado de experiencia y conocimiento en inversiones, objetivos y horizonte de inversión, tolerancia al riesgo y capacidad para asumir pérdidas. Este análisis requiere de información provista por el cliente y debe ser actualizada periódicamente.

En Reino Unido y MiFID, se permite a un cliente que no califica como profesional, solicitar que se le aplique el régimen previsto para dicho tipo de inversionista<sup>24</sup>. Al respecto IOSCO (2013) recomienda que en todo caso la entidad efectúe la evaluación y respectiva categorización del perfil del cliente y analice la conveniencia de otorgar dicho tratamiento. La regulación mexicana sigue este criterio y presume que todos los clientes no tienen el carácter de profesionales. No obstante, un cliente puede suscribir una comunicación declarando que tiene tal condición y la entidad debe evaluar el perfil para confirmar su tratamiento<sup>25</sup>.

---

<sup>20</sup> Un ejemplo de esto es la regulación mexicana. (CNBV (2015), artículos 3 y 9).

<sup>21</sup> Internacionalmente los inversionistas profesionales son aquellos que reúnen ciertas características cualitativas como la naturaleza de la entidad, o cuantitativas como portafolio de gran tamaño o elevada frecuencia de negociación. En México la categorización se fija en función de criterios cuantitativos del portafolio e ingresos (CNBV, 2015). En Estados Unidos se utilizan criterios financieros y cualitativos (Plaze, 2016). En Chile, se utilizan criterios cuantitativos y cualitativos (SVS, 2008).

<sup>22</sup> Como referencia ver: ESMA (2014 (a)). Artículo 35.

<sup>23</sup> Incluye aspectos para determinar la capacidad financiera el conocimiento y experiencia del cliente, tales como nivel de estudios, edad, ocupación, valores y estrategias de inversión del cliente en el pasado y nivel general de conocimientos financieros. Ver CNBV (2015), anexo 3.

<sup>24</sup> Financial Conduct Authority. Handbook. COBS. "COBS 3.5 Professional clients. COBS 3.5.1R01/11/2007

<sup>25</sup> CNBV (2015), artículo 2.

MiFID prevé una categoría adicional de inversionistas denominada “contrapartes elegibles”<sup>26</sup>, que corresponde a aquellos clientes más sofisticados que no requieren ningún grado de protección ni de asesoría. Sin embargo, a raíz de la crisis financiera de 2008 este estándar fue revisado y se extendieron algunas protecciones a dicha categoría<sup>27</sup>, como el suministro de información cuando se trata de instrumentos complejos y la posibilidad de solicitar el trato como clientes no profesionales (ESMA 2014 (a)).

#### - **Clasificación de productos**

La tendencia de innovación financiera ha ampliado la oferta de productos de inversión complejos, los cuales sin ser necesariamente inversiones más riesgosas, sí tienen términos y estructuras que dificultan el claro entendimiento de sus riesgos. En este contexto, tanto IOSCO (2013) como ESMA (2014 (b)) han analizado la forma como se distribuyen este tipo de productos y han recomendado que las entidades adopten procesos más robustos para evaluar la idoneidad de la asesoría cuando se trata de estas inversiones.

La primera herramienta regulatoria que se ha sugerido es la clasificación de los productos entre complejos y simples, y utilizar dicha categorización junto con el perfilamiento del inversionista al momento de evaluar la idoneidad de la asesoría.

Siguiendo esa línea, IOSCO (2013), ESMA<sup>28</sup> y FINRA (2012) han definido criterios para identificar los productos complejos dentro de los cuales se incluyen los siguientes: que los términos, características y riesgos del producto no sean convencionales, que tengan una estructura compleja de valorar o que tengan un mercado secundario con baja liquidez, tales como los derivados no estandarizados, los productos híbridos y las titularizaciones.

Igualmente, IOSCO (2013), ESMA (2014) y MiFID han recomendado i) establecer instancias especiales de autorización al interior de las entidades para la comercialización de los productos; ii) fijar mayores requerimientos de suministro de información cuando se ofrecen este tipo de inversiones, incluyendo información comparativa con otros instrumentos menos costosos y complejos que puedan satisfacer la necesidad del cliente<sup>29</sup>; y, iii) evaluar la conveniencia de prohibir la distribución de éste tipo de productos entre inversionistas no profesionales.

El caso de Estados Unidos y México ilustran estos estándares. En el primer país, los intermediarios deben analizar los instrumentos complejos para definir el tipo de inversionista que puede ser destinatario de los mismos. En consecuencia, las entidades deben adoptar políticas para impedir que se recomiende la compra de instrumentos complejos cuando el inversionista no ha sido aprobado para realizar transacciones sobre los mismos (FINRA, 2012).

---

<sup>26</sup> MIFID CLIENT CATEGORISATION. Op. Cit. “2. Categorisation under MiFID

<sup>27</sup> Parlamento y Consejo Europeo. Directiva 65 de 2014. “Artículo 30 Operaciones ejecutadas con contrapartes elegibles

<sup>28</sup> ESMA (2014 (b)) fijó los criterios con el fin de facilitar la aplicación de MiFID, en donde no se definen de forma expresa los instrumentos complejos y únicamente se relacionan algunos productos no complejos para efectos de definir en ámbito de aplicación de los servicios de “solo ejecución”. Parlamento y Consejo Europeo. Directiva 65 de 2014. Artículo 25

<sup>29</sup> IOSCO (2013) principios 3 y 5.



En México los intermediarios deben determinar el perfil del producto teniendo como base una lista exhaustiva de aspectos que definió la regulación<sup>30</sup> y adicionalmente deben contar con un comité responsable del análisis de los productos<sup>31</sup>, al cual le corresponde fijar los lineamientos para su distribución y definir el perfil de inversionista para quien resulta razonable invertir en los mismos. Además, la regulación estableció una lista con los productos que se pueden comercializar a los inversionistas no profesionales<sup>32</sup>.

#### - **Idoneidad de la asesoría**

Otro de los aspectos en los que se ha venido trabajando es en fortalecer la calidad de la asesoría y asegurar que esta sea idónea (*suitability*) para el inversionista (Joint Forum<sup>33</sup> (2008), MiFID I - *Markets in Financial Instruments Directive*<sup>34</sup>).

El carácter de idoneidad se ha incorporado en todas las regulaciones revisadas y siguiendo la definición de IOSCO (2013), es un concepto que se debe desarrollar a partir del análisis del perfil del cliente y de los productos disponibles, de tal forma que solo se ofrezcan aquellos que satisfagan las necesidades específicas del cliente.

En todo caso, tanto en el MiFID, Reino Unido y México el marco normativo es flexible en el requisito de evaluación de la idoneidad en función del tipo de inversionista así como de los productos y servicios que va a adquirir. Así, cuando se trate de productos simples, el análisis puede ser menos profundo y se pueden utilizar otros medios, tales como sistemas automatizados o canales de comunicación alternativos como Skype.

Debe anotarse que para realizar la evaluación de idoneidad es fundamental que la entidad acceda a la información necesaria y suficiente, tanto del cliente como del producto. Han surgido diferentes estándares normativos para cuando el cliente no entrega la información. En México<sup>35</sup>, el intermediario debe calificar al cliente con un perfil conservador, mientras que en MiFID<sup>36</sup>, se prohíbe el suministro de asesoría.

Por otro lado, cuando se determina que el producto financiero no es adecuado para el cliente la solución regulatoria adoptada en MiFID<sup>37</sup>, Chile<sup>38</sup> y México<sup>39</sup> es que el intermediario lo informe mediante un medio verificable al inversionista, ya sea como una advertencia o exclusión de responsabilidad.

---

<sup>30</sup> CNBV (2015) Anexo 4.

<sup>31</sup> CNBV (2015) Anexo 8.

<sup>32</sup> CNBV (2015). ANEXO 6 Valores o instrumentos objeto de comercialización o promoción.

<sup>33</sup> Conformado por el Bank for International Settlement (BIS), la International Organization of Securities Commissions (IOSCO) y la International Association of Insurance Supervisors (IAIS).

<sup>34</sup> Directiva 39 de 2004 de la Comisión Europea.

<sup>35</sup> CNBV (2015) Anexo 3.

<sup>36</sup> Parlamento y Consejo Europeo. Directiva 65 de 2014. Artículo 25.

<sup>37</sup> Parlamento y Consejo Europeo. Directiva 65 de 2014. Artículo 25.

<sup>38</sup> Superintendencia de Valores de Chile. NGC 380 de 2015.

<sup>39</sup> Ley del Mercado de Valores de México. Artículo 189.

## - **Conveniencia del producto y solo ejecución**

Cuando se comercializan productos y servicios sin asesoría no existen obligaciones de “suitability”, no obstante en algunas regulaciones se exige un análisis de conveniencia que tenga en cuenta el conocimiento y experiencia del inversionista para determinar en todo caso si el producto es adecuado con su perfil (*appropriateness*).

Igualmente las entidades tienen la posibilidad de prestar únicamente los servicios de “Solo Ejecución”.

Este concepto fue incluido por primera vez en MiFID I y se ha extendido a otros países como México, y se refiere al caso en que el intermediario 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.

En la medida en que bajo esta figura se disminuye la protección de los clientes, MIFID ha recomendado reforzar las condiciones bajo las cuales se presta dicho servicio. Generalmente el servicio está autorizado únicamente cuando se cumplen las siguientes condiciones: (i) se trata de productos que no se consideran complejos, (ii) el cliente solicita el servicio, (iii) se le informa que la entidad no tiene la obligación de realizar el análisis de conveniencia del producto (*appropriateness*) y que por tanto no goza de dicha protección y (iv) que la empresa cumplió con sus obligaciones relativas a conflictos de interés.

En México las entidades están obligadas a realizar un análisis de los productos para determinar el tipo de cliente para el cual los mismos son apropiados, como se explicó anteriormente. Sin embargo, la regulación permite la prestación de servicios de “Solo Ejecución” para instrumentos que no se consideran complejos. Cuando se trata de valores o instrumentos complejos el servicio de “Solo Ejecución” se puede prestar si se acredita que: (i) se advirtió al cliente que se trata de un servicio no asesorado y sus riesgos, de manera que el cliente es responsable de verificar que el producto sea adecuado para sus intereses y (ii) que después de conocer lo anterior reitera la solicitud de contratar el servicio<sup>40</sup>.

La regulación chilena exige que el intermediario realice en todo caso un análisis de conveniencia del producto para el cliente de acuerdo con su perfil. Si el producto no es adecuado así se lo deberá advertir la entidad al cliente y se deberá dejar debida constancia de ese hecho<sup>41</sup>. En la normativa revisada no se reglamenta propiamente la existencia de un servicio de “Solo Ejecución”.

## - **Conflictos de interés**

Otra de los grandes frentes normativos que se han ajustado es el relacionado con la fijación de controles para prevenir conflictos que afecten la independencia de la asesoría (Moloney N., Ferran E. y Payne J., 2015)

---

<sup>40</sup> CNBV (2015) *Artículo 15*

<sup>41</sup> Superintendencia de Valores de Chile. NGC 380 de 2015.

IOSCO (2003) ha identificado que los principales conflictos que se presentan para los asesores tienen su origen en: (i) realización simultánea de varias actividades comerciales, (ii) esquemas de compensación, (iii) intereses financieros en algunas compañías que recomiendan y asesoran, (iv) relaciones de reporte al interior de las firmas y (v) la elaboración de informes de investigación sobre inversiones.

En la experiencia internacional se exige a las entidades contar con políticas y procedimientos para la identificación, prevención, administración y control de los conflictos de interés, de tal suerte que los mismos no afecten a los clientes y la confianza en los intermediarios y en el mercado en general.

MiFID establece reglas particulares sobre conflictos de interés que requieren una adecuada revelación, de tal suerte que los clientes entiendan debidamente el alcance de la asesoría y las situaciones que enfrenta el asesor que pueden tener efecto en la misma (ESMA,2014 (a)).

La regulación mexicana establece que los consejos de administración de las entidades tienen la obligación de contar con políticas orientadas a evitar la existencia de conflictos de interés. La normativa contiene reglas específicas respecto de los conflictos que se presentan en el caso de los asesores que no tienen carácter independiente, quienes en su política de administración de conflictos deben incorporar los elementos definidos por la regulación, los cuales se refieren de manera especial a las situaciones que pueden dar origen a conflictos de interés. En relación con este aspecto la norma dispone que si se ubican en los supuestos previstos en ella y no cuentan con dichas políticas o no las cumplen se considera que incurrieron en conflictos de interés<sup>42</sup>.

Se reitera la importancia de la obligación de las entidades financieras de actuar de manera honesta y profesional de acuerdo con el mejor interés de sus clientes, independientemente del tipo de servicio que suministren. MiFID y otras autoridades europeas<sup>43</sup> han dispuesto que las entidades deben adoptar las siguientes medidas: (i) políticas de conflicto de interés que incluyan procedimientos específicos para administrar la situación en beneficio del cliente, (ii) revelar la existencia del conflicto de interés al cliente antes de realizar la operación, (iii) diseñar las estrategias de distribución privilegiando el interés del cliente, y (iv) evitar políticas de remuneración que generen incentivos para la distribución de los instrumentos financieros del grupo económico.

#### - **Recepción de incentivos monetarios y no monetarios**

Una de las áreas de mayor desarrollo normativo reciente es la de políticas de remuneración de asesores que incentiven únicamente la recomendación de productos que correspondan al perfil del inversionista, una práctica que se ha extendido incluso a países como Chile y México.

Frente a este aspecto, IOSCO y MiFID han recomendado fortalecer las políticas y procedimientos de los intermediarios de tal forma que las comisiones y beneficios de los asesores solo pueda estar atadas al mejor interés de sus clientes y en todo caso, han rechazado esquemas de venta que

---

<sup>42</sup> CNBV (2015) Artículo 36.

<sup>43</sup> Respecto a la autocolocación de valores se generó una actuación coordinada del Comité Conjunto de las Autoridades de Supervisión Europeas, conformado por ESMA, EBA (European Banking Authority) y EIOPA (European Insurance and Occupational Pension Authority) para evitar prácticas en detrimento de los inversionistas minoristas. Ver: Joint Committee of The European Supervisory Authorities. JC201462 31 July2014. Executive summary. Placement of financial instruments with depositors, retail investors and policy holders ('Self placement').

incentiven la asesoría de un instrumento financiero determinado, ante la existencia de otro más acorde con las necesidades del cliente<sup>44</sup>.

En el Reino Unido está prohibido que los asesores reciban cualquier tipo de incentivos monetarios o no monetarios de terceros diferentes del cliente, de tal suerte que las recomendaciones no estén afectadas por un conflicto de interés<sup>45</sup>. Estas reglas aplican de igual forma para la asesoría independiente como para la asesoría restringida<sup>46</sup>.

En MiFID no se permite que el asesor independiente reciba remuneración o cualquier tipo de compensación que pueda afectar la imparcialidad de la recomendación y en caso de recibir algún tipo de incentivo monetario el asesor debe trasladarlo a sus clientes (ESMA, 2014 (a)). En México también se prohíbe que los asesores en inversiones reciban cualquier tipo de remuneración de los emisores o de los intermediarios<sup>47</sup>.

#### - **Documentos de investigación**

Uno de los principales aspectos que puede dar origen a conflictos de interés es la preparación y difusión de informes de investigación sobre inversiones, en la medida en que la participación en su elaboración puede comprometer la imparcialidad que requiere el asesor para realizar recomendaciones sobre inversiones que sean realmente idóneas para el cliente (IOSCO, 2003).

Este tema también ha sido abordado por ESMA (2014 (a)) y señala que el personal vinculado con la elaboración de dichos documentos debe estar separado de la realización de otro tipo de funciones que puedan dar origen a conflictos de interés. De otra parte, es importante señalar que la recepción de este tipo de informes, cuando son preparados por terceros, no deben ser considerados como incentivos que afectan la independencia siempre que se cumplan con ciertas condiciones.

En la normativa mexicana también se establecen reglas específicas para la preparación y distribución de informes de investigación sobre inversiones. Para efectos de prevenir los conflictos de interés la regulación dispone que el personal que trabaja en la elaboración de los reportes no debe atender clientes ni suministrar asesoría<sup>48</sup>. De otra parte, debe anotarse que la norma establece otros mecanismos orientados a asegurar la calidad de los reportes que se producen.

#### - **Políticas de remuneración de los asesores**

IOSCO destacó que los esquemas de remuneración pueden ser una fuente de conflictos de interés que afectan la objetividad y calidad de los asesores. Su investigación permitió identificar que existen múltiples esquemas de remuneración y cada uno de ellos puede dar origen a diferentes tipos de conflicto de interés que afectan a los clientes (IOSCO, 2003).

---

<sup>44</sup> MIFID II en concordancia con el artículo 24.10 de la Directiva 65 de 2014 del Parlamento y Consejo Europeo.

<sup>45</sup> Financial Conduct Authority Handbook. COBS 2.3.1 *Rule on inducements*.

<sup>46</sup> Retail Distribution Review: Independent and restricted advice. 2. The standard for independent advice.

<sup>47</sup> Ley del Mercado de Valores de México. *Artículo 227*.

<sup>48</sup> CNBV (2015) Artículos 46-50

En el marco de MiFID se establece la obligación para que las empresas de servicios de inversión no implementen esquemas de remuneración y/o evaluación que puedan poner en conflicto a su personal con la obligación de actuar en el mejor interés de los clientes<sup>49</sup>. Por su parte, ESMA elaboró una recomendación técnica mediante la cual precisó que en el diseño de los esquemas de remuneración se debe tener en cuenta que los clientes deben ser tratados de manera justa y no se deben afectar sus intereses. Dispone además que le corresponde al equipo directivo de la entidad aprobar las políticas y velar por su cumplimiento y destaca que dichas políticas deben incluir criterios de remuneración el trato justo de los clientes (ESMA, 2014 (a)).

La regulación mexicana dispone que los intermediarios deben implementar sistemas de remuneración que tengan por objetivo beneficiar los intereses de los clientes y por tanto deben incorporar elementos que incidan negativamente en la remuneración cuando los asesores causen daño a sus clientes. Así mismo, dispone que dichos esquemas no deben vincular de manera preponderante los ingresos que reciba la entidad por colocar o vender algún valor<sup>50</sup>.

La regulación chilena también exige que las políticas de remuneración e incentivos no generen conflictos de interés que puedan afectar a los clientes, que sean públicas y además sujetas a revisión permanente<sup>51</sup>.

#### - **Asesoría y la figura de ordenantes**

Cuando en la realización de operaciones interviene una persona que imparte las instrucciones en nombre del cliente surge la inquietud sobre la forma de cumplir con el deber de asesoría, en particular respecto del método para realizar el análisis de idoneidad.

En relación con este aspecto ESMA (2014 (a)) recomienda que la situación financiera y los objetivos de inversión que se deben tener en cuenta para el análisis de idoneidad son los del cliente y que la evaluación sobre el conocimiento y experiencia se debe realizar respecto del ordenante.

En el Reino Unido la regulación dispone que el ordenante o representante debe ser tratado como cliente para efectos de la recepción del servicio de asesoría, salvo que la firma y el ordenante acuerden que el cliente representado será tratado como el receptor del servicio<sup>52</sup>.

En el caso de los Estados Unidos las reglas de FINRA disponen que para efectos de emitir una recomendación los brokers deben tener en cuenta el conocimiento y experiencia del agente pero también los objetivos de inversión y tolerancia al riesgo del cliente.<sup>53</sup>

En el caso chileno la regulación indica que las obligaciones relativas al suministro de asesoría se deben cumplir frente al representante o mandatario pero no especifica la forma de realizar la evaluación de idoneidad<sup>54</sup>.

---

<sup>49</sup> Parlamento y Consejo Europeo. Directiva 65 de 2014. *Artículo 24. Principios generales e información a los clientes*

<sup>50</sup> CNBV (2015) Artículo 23.

<sup>51</sup> Superintendencia de Valores de Chile. NGC 380 de 2015.

<sup>52</sup> Financial Conduct Authority. Handbook. COBS. 2.4. *COBS 2.4.3 R01/11/2007*

<sup>53</sup> FINRA Regulatory Notice 12-25 Suitability. Additional Guidance on FINRA's New Suitability Rule. May 2012.

<sup>54</sup> Superintendencia de Valores de Chile. NGC 380 de 2015.

- **Asesoría y operaciones en posición propia con contrapartes inversionistas minoristas**

En este aparte se analiza la realización de operaciones entre clientes inversionistas e intermediarios de valores sobre instrumentos que tienen en su inventario de posición propia, así como aquellas en las que se efectúa la colocación de sus propios valores.

En la práctica un inversionista que desee adquirir un valor puede acudir a un intermediario facultado para tomar su orden comprarlo en su nombre en el mercado, a cambio de una comisión, caso en el cual es tratado como cliente, o cotizar con un intermediario el precio al cual este le vende desde su posición propia el mismo valor en una operación en la cual el inversionista actúa como contraparte y no como cliente.

Si bien estas operaciones son comparables en lo económico, desde el punto de vista jurídico son totalmente diferentes. En el primer caso el inversionista recibe asesoría y demás protecciones previstas en la regulación para la realización de la operación, como por ejemplo el deber de mejor ejecución. En tanto que cuando se realiza la operación directa con el intermediario el inversionista es tratado como una contraparte, de tal suerte que no recibe asesoría.

Algunos estudios<sup>55</sup> y los análisis de ESMA<sup>56</sup> han evidenciado que los inversionistas minoristas pueden resultar perjudicados cuando actúan como contrapartes de operaciones frente a la posición propia de intermediarios, en gran parte debido a que éstos no cuentan con la misma capacidad de los inversionistas profesionales para proteger sus intereses y a que se pueden presentar conflictos de interés en la distribución de instrumentos financieros emitidos por la propia entidad o de su grupo económico.

Esto ha generado la necesidad de revisar los estándares regulatorios para asegurar un trato justo al inversionista y un adecuado manejo de los conflictos de interés. Al respecto se han planteado diversas soluciones que se presentan a continuación.

- Separación de las actividades bancarias

La primera alternativa es limitar la actividad de posición propia para aquellas entidades que reciben depósitos del público, lo cual implica una reforma a la estructura del sistema financiero en la que las instituciones financieras son forzadas a escoger si actúan como bancos de inversión o como bancos que toman depósitos del público<sup>57</sup>.

Este estándar tomó fuerza después de la crisis financiera subprime y derivó en varias propuestas, como el caso de Volker Report en Estados Unidos, el Vickers Report en el Reino Unido y el Liikanen Report en la Unión Europea<sup>58</sup>, el cual fue complementado por la propuesta de reforma

---

<sup>55</sup> Deutsche Bundesbank. Discussion Paper. No.42/2013. Is proprietary trading detrimental to retail investors?

<sup>56</sup> ESMA/2016/902 MiFID practices for firms selling financial instruments subject to the BRRD resolution regime.

<sup>57</sup> International Monetary Fund. IMF Staff Discussion Note. Creating a Safer Financial System: Will the Volker, Vickers, and Liikanen Structural Measures Help? May 2013. Prepared by José Viñals, Ceyla Pazarbasioglu, Jay Surti, Aditya Narain, Michaela Erbenova, and Julian Chow.

<sup>58</sup> Volcker Rule, Ring-Fencing or Separation of Bank Activities: Comparison of Structural Reform Acts Around the World. London School of Economics. Matthias Lehmann.

estructural del sistema bancario realizada por la Comisión Europea<sup>59</sup>. Dicha propuesta ha inspirado diversas iniciativas nacionales que se han estado implementando en Francia, Reino Unido, Alemania e Italia.

- Aplicación de reglas de intermediación

En el marco de MiFID cuando un intermediario ejecuta una transacción en el mercado OTC se entiende que la intención de compra o venta del inversionista debe ser tratada como una orden del cliente independientemente de que la operación se ejecute contra la posición propia o contra el mercado. En este sentido cuando el intermediario recibe la orden, teniendo licencia para ello, y cuando actúa también como contraparte se entiende que presta un servicio de “solo ejecución” para atender las ordenes por cuenta de los clientes debiendo cumplir con la obligación de idoneidad del producto (appropriateness)<sup>60</sup>.

En ese sentido, si bien las entidades no suministran asesoría, en todo caso están obligadas a cumplir con la obligación de analizar la conveniencia del producto (appropriateness)<sup>61</sup>.

Estados Unidos el inversionista minoritario no tiene acceso directo a la mesa de negociación del banco, sus compras o ventas de valores se consideran órdenes y por tanto deben ser tramitadas a través de un ‘broker’ el cual debe realizar la evaluación de idoneidad y cumplir con el deber de mejor ejecución<sup>62</sup>.

Si bien la obligación de analizar la conveniencia del producto (appropriateness) generalmente es aplicable como medida de protección para cuando el inversionista es cliente del intermediario, también es razonable su implementación cuando el intermediario ejecuta las operaciones desde su posición propia para proteger al cliente inversionista que actúa como contraparte.

#### - Aplicación transversal del concepto de asesoría

Conforme a la experiencia internacional revisada, la asesoría es regulada como una actividad que puede ser realizada por personas autorizadas con sujeción a reglas y estándares que aplican de forma transversal y uniforme a quienes prestan el servicio<sup>63</sup>. Esto implica que no se establezca un tratamiento diferencial en función de si la asesoría es provista en desarrollo del proceso de comercialización de un producto, como iniciativa del asesor, o por solicitud del inversionista.

---

<sup>59</sup> La propuesta fue realizada en 2014 y un acuerdo sobre su texto se logró por Ecofin Council en junio de 2015.

<sup>60</sup> De acuerdo con lo previsto en el artículo 25.3 de MiFID II.

<sup>61</sup> ESMA. 2 June 2016. ESMA/2016/902. MiFID practices for firms selling financial instruments subject to the BRRD resolution regime.

<sup>62</sup> Los brokers solo pueden actuar en posición propia si revelan al inversionista de tal situación y obtienen su consentimiento, de acuerdo con el procedimiento temporal establecido por la SEC hasta que realice la revisión del régimen de los brokers de acuerdo con lo previsto en la sección 913 de la Dodd Frank. Ver: Securities and Exchange Commission. Advisers Act Rule 206(3)-3T (Temporary Rule Regarding Principal Trades with Certain Advisory Clients).

<sup>63</sup> MiFID aplica de manera uniforme para todas las empresas que prestan servicios de inversión (Parlamento y Consejo Europeo. Directiva 65 de 2014. *Artículo 1. En Mexico y Chile las normas de asesoría* buscan eliminar los arbitrajes regulatorios y en ese sentido aplican a todos los intermediarios de valores.

Otro aspecto que hace parte de este punto, es la necesidad de definir y desarrollar las reglas para el suministro de asesoría de manera general y uniforme, sin que se incluyan en principio, aspectos relacionados con las operaciones que pueden requerir el suministro de la misma, debido a que por esta vía se confunde la asesoría con la operación específica que la requiere. Así, debería existir un marco uniforme, que pueda ser complementado con las condiciones especiales y particulares que se requieran para la distribución de ciertos productos.

#### - **Asesoría independiente**

Idealmente la asesoría debe ofrecer al inversionista un análisis comparativo de diversos tipos de productos y proveedores para encontrar la mejor opción para sus necesidades, debe evaluar una gama suficiente de instrumentos financieros y no limitarse a los emitidos por la propia entidad que imparte la asesoría o sus vinculadas<sup>64</sup>. Cuando el asesor está en condiciones de satisfacer exclusivamente los intereses del cliente, la asesoría se considera como independiente y cuando existe alguna situación que se lo impida, se entiende que suministra asesoría restringida. Como por ejemplo cuando la recomendación es impartida por un intermediario que a la vez estructura y ofrece productos de inversión.

La asesoría restringida no necesariamente se debe prohibir, pero si requiere identificar medidas de protección de los inversionistas, especialmente frente a los conflictos de interés que pueden surgir cuando se suministran recomendaciones respecto a los valores emitidos por la misma entidad que lo asesora.

La posibilidad de ofrecer asesoría independiente depende de la estructura de mercado y si existe la posibilidad de contar con asesores que tengan como modelo de negocio el suministro de asesoría independiente.

MIFID exige que se entregue información al cliente sobre el tipo de asesoría que se suministra. Para efectos de la aplicación de esta norma ESMA (2014 (a)) define el rango de los instrumentos financieros que se deben tener en cuenta para realizar el análisis, se precisan los incentivos permitidos y aquellos prohibidos por afectar la imparcialidad de los asesores e indica que cuando la firma presta tanto asesoría independiente como restringida debe evitar presentarse frente al cliente como un asesor independiente y explicarle el alcance y diferencia entre una y otra clase de asesoría. Recomendó además que estas reglas se deben aplicar incluso para los inversionistas profesionales.

En el Reino Unido existen asesores que tienen como modelo de negocio el suministro de asesoría independiente y la regulación prevé que esta debe cumplir con dos requisitos: (i) estar basada en un análisis justo y comprensivo del mercado relevante y (ii) ser imparcial y no estar restringida<sup>65</sup>. En este país además la regulación exige que se informe al cliente, con la debida anticipación y por escrito, el tipo de asesoría que se va a suministrar y precisar la naturaleza de la limitación que determina que la asesoría no tenga carácter independiente<sup>66</sup>.

---

<sup>64</sup> Parlamento Europeo y Consejo de la Unión Europea. Directiva 65 de 2014. Artículo 24. Numeral 7.

<sup>65</sup> Financial Conduct Authority. Handbook. COBS 6.2A.3 y FSA. Retail Distribution Review: Independent and restricted advice.

<sup>66</sup> Financial Conduct Authority. Handbook. COBS 6.2A.5



Por su parte, en la regulación mexicana la independencia se predica no de la asesoría en sí misma sino del asesor que la suministra. Así, considera que un asesor es independiente cuando los *“accionistas, socios, miembros del consejo de administración, así como los directivos, apoderados y empleados, no participen en el capital o en los órganos de administración, ni tengan relación de dependencia con instituciones de crédito, casas de bolsa, sociedades operadoras de sociedades de inversión, sociedades distribuidoras de acciones de sociedades de inversión, instituciones calificadoras de valores”*<sup>67</sup>. Con base en este criterio la asesoría independiente no puede ser prestada por entidades financieras. Esta regulación exige igualmente que se informe al cliente si el asesor tiene o no la condición de independiente.

Una posible solución a esta falla de mercado consiste en implementar un modelo dual, compuesto por entidades que prestan el servicio de asesoría independiente y otras que lo hace de manera restringida, por sus intereses de negocio.

En el Reino Unido<sup>68</sup> y la Unión Europea se ha seguido este estándar. En este último caso, MiFID II reglamentó el concepto de independencia en el suministro de asesoría y fijó controles específicos respecto de los esquemas de remuneración de asesores, los cuales complementan las reglas conflictos de interés previstas en MiFID I relacionadas con trato justo, revelación e idoneidad del instrumento financiero ofrecido a inversionistas.

En Colombia, la implementación de un modelo dual requeriría crear una nueva licencia para el desarrollo exclusivo de servicios de asesoría, ya que no parece factible que alguno de los intermediarios de valores existentes pudiera dedicarse exclusivamente a esta actividad con la estructura y costos vigentes. Adicional a esto, sería necesario tramitar una modificación legal para crear la licencia y fijar los requisitos prudenciales y conductuales para dicha actividad.

En todo caso, la creación de un modelo dual no es la única alternativa para fortalecer el estándar de la asesoría y de protección a los inversionistas. Lo relevante es que la regulación aborde de manera adecuada los conflictos de interés que pueden afectar la independencia de la asesoría y que los consumidores financieros puedan conocer y entender la posición en la que se encuentra el asesor.

#### **- Documentación y Registro de la Asesoría**

Si bien existen reglas generales sobre la forma en que los intermediarios deben llevar el registro de sus operaciones, la experiencia ha mostrado que para asegurar el cumplimiento de las normas de asesoría es fundamental establecer requisitos adicionales y especiales relativos a la manera de documentar la relación con el cliente y el suministro de las recomendaciones.

En ese contacto se ha desarrollado una tendencia regulatoria internacional bajo la cual los intermediarios que suministran asesoría deben documentar la relación contractual con los clientes para establecer los derechos y obligaciones de las partes, así como los demás términos y condiciones aplicables a dicha labor. Además, deben contar con políticas y procedimientos para una adecuada

---

<sup>67</sup> Ley del Mercado de Valores de México. Texto Vigente, última reforma publicada DOF 10-01.2014. Artículo 225.

<sup>68</sup> El esquema dual fue creado en 1987 con la creación de la figura del asesor independiente. En 2007 la Financial Services Authority reconoció debilidades del esquema, entre las que se destacan la complejidad de los productos y que los asesores recibían comisiones por parte de los proveedores de los mismos.

documentación y registro de las recomendaciones impartidas a los clientes así como de las órdenes y operaciones resultantes.

En el marco de MiFID existe la obligación general de llevar un registro de todos los servicios, actividades y operaciones que se realicen<sup>69</sup>, la cual ha sido desarrollada por ESMA, de manera que las autoridades puedan ejercer las facultades de supervisión y sanción<sup>70</sup>. Los servicios que se presten al cliente, incluyendo el suministro de asesoría, deben estar soportados en un documento que establezca los derechos y obligaciones de las partes<sup>71</sup>. La entidad debe registrar la información recibida para realizar el examen de idoneidad y en el caso que el producto no sea adecuado para el cliente así se le debe informar<sup>72</sup>.

MiFID también requiere que la entidad entregue al cliente un reporte del análisis de idoneidad realizado y le suministre información sobre los siguientes aspectos: (i) si la asesoría es independiente o restringida, (ii) las limitaciones y factores tenidos en cuenta para la recomendación, (iii) la información de los instrumentos financieros, incluyendo la categoría de los mismos y los riesgos, y (v) la información sobre los costos y gastos de los productos financieros y de la asesoría<sup>73</sup>.

Igualmente, en España se exige a las entidades conservar un registro de la asesoría impartida incluso si el cliente decide no realizar la operación. El registro debe incluir la identificación del cliente, la descripción de la recomendación y la fecha de la misma (Leyva y Caballero, 2013).

Por su parte, en el Reino Unido existe la obligación de documentar la relación con el cliente en un contrato, llevar registro de la asesoría<sup>74</sup> y conservar la información relacionada con la evaluación de idoneidad del cliente<sup>75</sup>. Igualmente, se dispone que al cliente se le debe suministrar toda la información relativa a los productos financieros, incluyendo los costos, cargos e incentivos<sup>76</sup>.

Este estándar de documentar la relación contractual está igualmente presente en algunos países de la región, como México, Chile y Uruguay (Leyva y Caballero, 2013). En México, se exige que el contrato con el cliente especifique si se prestarán servicios de asesoría<sup>77</sup> y en caso afirmativo, documentar<sup>78</sup> y llevar registro de las recomendaciones suministradas, ya sea mediante registro electrónico, digital o magnético<sup>79</sup>. Adicionalmente, se debe documentar la clasificación de los

---

<sup>69</sup> Parlamento Europeo y Consejo de la Unión Europea. Directiva 65 de 2014. *Artículo 16*.

<sup>70</sup> European Securities and Markets Authority. Final Report. ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR.

<sup>71</sup> Parlamento Europeo y Consejo de la Unión Europea. Directiva 65 de 2014. *"Artículo 25 Evaluación de idoneidad y conveniencia e información a los clientes"*

<sup>72</sup> Ibid. *"Artículo 25 Evaluación de idoneidad y conveniencia e información a los clientes"*

<sup>73</sup> Ibid. *"Artículo 24 Principios generales e información a los clientes"*

<sup>74</sup> Financial Conduct Authority. Handbook. COBS 6.2A.21

<sup>75</sup> Financial Conduct Authority. Handbook. COBS. 9.5.

<sup>76</sup> Financial Conduct Authority. Handbook. 6.3.

*"COBS 6.3 Disclosing information about services, fees and commissions"*

<sup>77</sup> Comisión Nacional Bancaria y de Valores de México (2015) Disposiciones de carácter general aplicables a las entidades financieras y demás personas que proporcionen servicios de inversión. Anexo 3. Elementos para determinar el perfil del cliente en servicios de inversión asesorados y Artículo 18.- Las Entidades financieras podrán celebrar con sus clientes contratos que prevean la prestación tanto de Servicios de inversión asesorados como no asesorados.

<sup>78</sup> Ibid. Anexo 15. Contenido Mínimo de los Reportes de Análisis

<sup>79</sup> Ibid. *Artículo 26. "Las Entidades financieras...deberán proporcionar a sus clientes las recomendaciones...y hacerlas constar en medios electrónicos o digitales."*

clientes<sup>80</sup>.

En Chile también se exige la firma de un contrato de prestación de servicios en el cual se deben establecer las condiciones y términos en que se llevará a cabo la relación jurídica y los derechos y obligaciones de cada una de las partes<sup>81</sup>. Así mismo, establece la obligación general de llevar registros y conservar la documentación correspondiente a la prestación de los servicios<sup>82</sup>.

IOSCO establece como principio la necesidad de brindar al cliente toda la información relativa al producto financiero incluyendo los riesgos y costos del mismo, la cual se debe suministrar de una manera justa, comprensible y balanceada<sup>83</sup>. En este sentido es pertinente hacer referencia a las inquietudes<sup>84</sup> que existen en Estados Unidos sobre la efectividad de la “*Suitability Rule 2111*” expedida por FINRA debido a que la misma no establece requerimientos específicos y permite que los intermediarios determinen la forma en que se debe documentar el análisis de idoneidad dependiendo del perfil del cliente, la complejidad del instrumento recomendado y el riesgo<sup>85</sup>.

#### - Canales de distribución

La asesoría está directamente relacionada con los canales de distribución de los productos financieros de inversión. En este sentido es importante tener presente que las reglas de asesoría buscan asegurar un adecuado estándar de protección de los inversionistas, particularmente de aquellos que son parte del mercado minorista, independientemente del canal de distribución que sea utilizado.

Por lo anterior, cuando la regulación determina que en la compra de ciertos productos por parte de los inversionistas se aplican las obligaciones de idoneidad (suitability) o de conveniencia del producto (appropriateness) las mismas deben ser cumplidas cualquiera sea la forma de comercialización. En otras palabras, la selección de un canal de distribución no debe modificar el régimen de protección que se considera adecuado para los inversionistas.

Por lo expuesto, la dinámica de cambio en los canales de distribución de productos financieros de inversión impone retos fundamentales para los reguladores y supervisiones, los cuales están asociados a la forma en que se debe cumplir el régimen de protección dadas las particularidades de cada uno de ellos.

Es indudable que el desarrollo tecnológico ha permitido nuevas formas de comunicación e interacción en todas las esferas y la prestación de servicios en los mercados financieros y de valores no ha sido la excepción.

A nivel internacional se distingue la utilización de redes sociales para la entrega de información y promoción de productos del uso de herramientas automáticas para el suministro de asesoría a las que pueden acceder los clientes a través de plataformas ofrecidas en internet por las entidades. De

---

<sup>80</sup> Ibid. *Artículo 2*.

<sup>81</sup> Superintendencia de Valores de Chile. NGC 380 de 2015. II De la Relación con el Cliente. 1. Del contrato de prestación de servicios.

<sup>82</sup> Ibid. IV. De los Registros y la Documentación de Respaldo

<sup>83</sup> IOSCO. Suitability Requirements With Respect To the Distribution of Complex Financial Products.

<sup>84</sup> Law 360, New York (July 24, 2012, 12:04 PM ET). The Ins And Outs Of FINRA Suitability Rule 2111.

<sup>85</sup> Regulatory Notice 12-25 Suitability Additional Guidance on FINRA’s New Suitability Rule. Implementation

acuerdo con IOSCO (2014) a través de redes sociales no se suministra asesoría, de tal suerte que el análisis debe concentrarse en la utilización de las herramientas tecnológicas diseñadas para ofrecer asesoría.

De acuerdo con la recomendación de IOSCO los medios utilizados para la distribución de los productos financieros de inversión no deben afectar la operación de los principios desarrollados para el correcto funcionamiento del mercado de valores. Sin embargo, señala que 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.

De acuerdo con FINRA, hoy en Estados Unidos las herramientas tecnológicas se utilizan en las diferentes etapas de la cadena de valor para la provisión de asesoría, desde el perfilamiento del cliente, la selección del portafolio, la ejecución de operaciones y finalmente el análisis del portafolio.

En Estados Unidos se han desarrollado todo tipo de herramientas, ya sea como soporte de la actividad de los asesores o destinadas a atender a los clientes directamente sin necesidad de intervención humana. Una tendencia observada especialmente en los últimos años y ha incluido perfilamiento, suministro de información o análisis del portafolio (FINRA, 2016). Así mismo, algunas firmas han diseñado estrategias para el suministro digital de asesoría.

En la Unión Europea el desarrollo y uso de herramientas tecnológicas ha sido más lento, sin embargo la prestación de servicios automatizados de asesoría ya es frecuente en algunos países y generalmente se conoce como “robo-advice”, mediante el cual se realiza una evaluación de la situación del cliente y a través de un algoritmo se imparte la recomendación de inversión<sup>86</sup>. A nivel más global la encuesta realizada por IOSCO evidencia que se están utilizando todo tipo de herramientas con diferentes niveles de participación humana<sup>87</sup>.

El uso de herramientas automatizadas para el suministro de asesoría tiene ventajas para los consumidores en términos de costo del producto, acceso y calidad del servicio. Para las entidades también tiene beneficios en relación con los costos de operación, ampliación de la base de clientes y la posibilidad de prestar un mejor servicio<sup>88</sup>. Estos beneficios han sido reconocidos por diferentes autoridades, como la FCA<sup>89</sup>.

Al mismo tiempo, el uso de las herramientas trae consigo algunos riesgos. Para los consumidores se pueden presentar limitaciones de acceso a la información o a la habilidad para su procesamiento, fallas en el funcionamiento de las herramientas y el uso indiscriminado de las mismas. Para las entidades, se pueden presentar fallas en el funcionamiento de la herramienta y la atribución de

---

<sup>86</sup> Joint Committee of the European Supervisory Authorities. (ESMA, EBA, EIOPA). JC 2015 080. Joint Committee Discussion Paper on automation in financial advice. JC2015 080. December 2015.

<sup>87</sup> IOSCO. Report on the IOSCO Social Media and Automation of Advice Tools Surveys.

<sup>88</sup> Joint Committee Discussion Paper on automation in financial advice.

<sup>89</sup> Financial Conduct Authority. Post-implementation review of the Retail Distribution Review – Phase 1 December 2014

responsabilidad<sup>90</sup>.

En este orden de ideas IOSCO considera que los principales retos son los siguientes: (i) cómo realizar la supervisión de los intermediarios, (ii) en qué eventos se debe aplicar la obligación de idoneidad (suitability) y (iii) cuál es la forma de asegurar que los intermediarios suministren de forma profesional la asesoría. Teniendo en cuenta esta realidad las diferentes autoridades están fortaleciendo su capacidad técnica para desarrollar nuevas líneas de trabajo, como es el caso de la FCA que creó una unidad especial dedicada al proyecto de innovación<sup>91</sup>.

En el mercado las herramientas tecnológicas están siendo usadas como un instrumento de soporte para el personal encargado de suministrar la asesoría pero también para permitir que el cliente interactúe directamente con ellas para obtener el servicio que necesita, incluyendo el suministro de asesoría<sup>92</sup>. En este último caso las herramientas se diseñan 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<sup>93</sup>. La herramienta puede llegar a reemplazar totalmente el contacto con el asesor personal y por tanto se habla de la existencia de un asesor robótico que utiliza algoritmos y/o arboles de decisión.

Cuando la asesoría va ser suministrada integralmente por la herramienta sin intervención humana la idoneidad de las recomendaciones depende totalmente del adecuado diseño de los algoritmos utilizados. En relación con este aspecto debe señalarse que los algoritmos no son en esencia buenos o malos sino que la capacidad de producir determinados resultados depende del objetivo con el cual se hayan elaborado. En este contexto entran en juego las diferentes aproximaciones de negocio o de riesgo que determinan su desarrollo de tal suerte que con base en la misma información del cliente se pueden obtener resultados que son diametralmente opuestos<sup>94</sup>.

En este contexto resulta necesario que la regulación exija a las entidades la adopción de políticas y procedimientos orientados a asegurar el correcto diseño y funcionamiento de las herramientas tecnológicas.

Independientemente del correcto funcionamiento de las herramientas tecnológicas, el tema central es si la recomendación que se obtiene a través de las mismas constituye asesoría. Sobre este aspecto a continuación se resume la experiencia internacional:

- *Estados Unidos*: Como se puede evidenciar en los criterios desarrollados por FINRA, la principal preocupación es que las herramientas tecnológicas permitan cumplir adecuadamente con la obligación de idoneidad (suitability), de tal suerte que el servicio de asesoría se preste de forma profesional a los inversionistas<sup>95</sup>. En otras palabras, la obligación de suministrar asesoría profesional no se modifica por el uso de las herramientas tecnológicas y los esfuerzos están orientados a lograr que la utilización de las mismas permita el estricto cumplimiento de la regulación aplicable.

---

<sup>90</sup> Joint Committee Discussion Paper on automation in financial advice.

<sup>91</sup> Financial Conduct Authority. Post-implementation review of the Retail Distribution Review – Phase 1.

<sup>92</sup> IOSCO. Report on the IOSCO Social Media and Automation of Advice Tools Surveys.

<sup>93</sup> Joint Committee Discussion Paper on automation in financial advice.

<sup>94</sup> FINRA. Report On Digital Investment Advice.

<sup>95</sup> FINRA. Report On Digital Investment Advice.

- *Reino Unido*: La regulación establece que si a través de los procesos automatizados, que utilizan arboles de decisión, se suministra una recomendación que cumple con los criterios para ser considerada como asesoría, entonces se deben aplicar las reglas correspondientes a la misma. En consecuencia, si una recomendación suministrada por una herramienta automatizada resulta ser inadecuada para el cliente, la entidad está sujeta a una responsabilidad profesional y debe indemnizar los perjuicios que pueda causar<sup>96</sup>.
- *MiFID*: Si la recomendación que un cliente obtiene a través de una herramienta automatizada cumple con los criterios para ser considerada como asesoría, entonces la entidad debe sujetarse al régimen aplicable a la misma.
- *Recomendaciones de IOSCO*: La encuesta que IOSCO realizó entre los diferentes reguladores y supervisores permitió identificar que en general las reglas de asesoría aplican independientemente de que las recomendaciones sean efectuadas por asesores profesionales o por cualquier sistema automatizado. En consecuencia, le corresponde a las entidades cumplir con las siguientes obligaciones: (i) asegurarse que las recomendaciones son adecuadas para los clientes teniendo en consideración los criterios de idoneidad como son el perfil de riesgo, los objetivos de inversión y la experiencia, (ii) contar con suficientes argumentos que soporten la recomendación, y (iii) actuar de manera honesta, justa y profesional de acuerdo con el mejor interés de los consumidores<sup>97</sup>.
- *México*: La regulación mexicana no establece ninguna excepción al cumplimiento de las reglas de asesoría cuando para el suministro de las recomendaciones se utiliza una herramienta automática. Además, es importante señalar que la Comisión Nacional Bancaria y de Valores estableció una serie de obligaciones para los intermediarios que utilizan herramientas automáticas como son las siguientes: (i) evaluar el perfil del cliente, (ii) identificar los empleados que son responsables por evaluar el perfil del cliente, (iii) asegurarse que los clientes que utilizan las herramientas tienen el conocimiento y entendimiento de las mismas, (iv) determinar el propósito para el cual la herramienta fue diseñada, y (v) tener procedimientos debidamente implementados para revisar que la asesoría suministrada por la herramienta automatizada cumpla con el propósito de la misma y el perfil del inversionista<sup>98</sup>.

#### - Regulación multisectorial

Algunos países, como Estados Unidos<sup>99</sup>, han avanzado en la adopción de políticas uniformes de protección al consumidor para las diferentes industrias financieras y no solo el mercado de valores. Este estándar ha tomado fuerza ante los avances tecnológicos y la globalización, los cuales han matizado las diferencias entre las industrias de servicios financieros (bancos, compañías de seguros, valores y pensiones) y los productos que ellas distribuyen (Claessens, 2006).

---

<sup>96</sup> Financial Conduct Authority. FG15/1: Retail investment advice

<sup>97</sup> IOSCO. Report on the IOSCO Social Media and Automation of Advice Tools Surveys

<sup>98</sup> IOSCO. Report on the IOSCO Social Media and Automation of Advice Tools Surveys.

<sup>99</sup> La ley de febrero de 2016 (Retail Investor Protection Act 2016 - S.2497) busca uniformar las reglas de la industria de valores y pensiones.

No obstante, tanto las recomendaciones de MiFID y de IOSCO, como los marcos normativos de los países latinoamericanos, concentran la regulación de la asesoría en el ámbito de la intermediación de valores (Leyva y Caballero, 2013). No contar con una aproximación regulatoria multisectorial para el suministro de asesoría no ha impedido la adopción de reglas específicas para asegurar un adecuado nivel de protección de los consumidores en cada una de las industrias. Por ejemplo en Colombia, la Superintendencia Financiera ha elevado los estándares de la distribución de seguros<sup>100</sup> y de la asesoría que se presta para el ejercicio de los derechos en el régimen pensional<sup>101</sup>.

### 3. Análisis y propuestas regulatorias

En esta sección se analiza el modelo regulatorio de la actividad de asesoría en el mercado de valores en Colombia a la luz de los estándares internacionales descritos anteriormente para validar la existencia de dichos referentes y su grado de profundidad en el caso colombiano. El resultado de este análisis se resume en el cuadro 1.

**Cuadro 1. Matriz de análisis del esquema regulatorio de asesoría.**

Elementos Regulatorios	Joint Forum	IOSCO	MIFID II	UK	México	Perú	Chile	Marco Regulatorio Colombiano		
								No se regula	Si se regula	Oportunidad de Mejora
Firma de un contrato de servicio			X		X	X	X	X		X
Suministro de información	X	X	X	X	X	X	X		X	X
Obligación de idoneidad "Client Suitability"	X	X	X	X	X	X	X		X	X
Categorización de clientes	X	X	X	X	X		X		X	X
Distinción entre productos simples y complejos		X	X	X	X			X		X
Servicios de implementación "Execution Only"	X	X	X	X	X			X		X
Conveniencia del producto "Appropriateness"	X	X	X	X	X			X		X
Asesoría independiente y asesoría restringida			X		X			X		X
Debita administración de conflictos de interés y revelación a los inversionistas		X	X	X	X	X	X		X	X
Políticas de remuneración del personal del asesor		X	X		X		X	X		X
Documentación y registro de operaciones	X		X	X	X	X	X		X	X
Autorización y regulación de la actividad	X	X	X	X	X	X	X		X	X
Supervisión y cumplimiento	X	X	X	X	X	X	X		X	X
Monitoreo interno de los intermediarios sobre cumplimiento	X	X	X	X	X	X	X		X	
Capacitación y entrenamiento de asesores	X	X	X	X	X	X	X		X	
Certificación de asesores y licencia	X	X	X	X	X	X	X		X	
Manejo de quejas	X	X	X	X	X		X		X	
Responsabilidad de los asesores y mecanismos para reclamarla	X	X	X	X	X	X	X		X	

<sup>100</sup> Circular Externa 50 de 2015 de la SFC, mediante la cual se fortalecen los requisitos de idoneidad para la intermediación de seguros y el deber de información frente a los consumidores de seguros. Ver: SFC (2016) Presentación Tendencia y Retos de la Distribución de Seguros. Asociación Colombiana de Corredores de Seguros – ACOAS.

<sup>101</sup> Decreto 2071 de 2015 y Circular Externa 016 de 2016 de la SFC.

A partir de este ejercicio se identificó que el esquema regulatorio local tiene incorporados los requerimientos básicos, los cuales son relevantes no solamente para asegurar una adecuada asesoría sino en general para el correcto funcionamiento del mercado de valores. En efecto, el modelo colombiano incluye por ejemplo: mecanismos de supervisión y control, reglas de idoneidad moral y profesional de los asesores, parámetros para los sistemas de administración de riesgos y de control interno, procedimientos para el trámite de quejas y la disponibilidad de mecanismos para exigir la responsabilidad de los asesores.

No obstante, el análisis también evidenció espacio para incorporar algunas disposiciones regulatorias especiales y en otros casos fortalecer las existentes, con el fin de mejorar la calidad y suministro de la asesoría en el mercado de valores y robustecer la protección de los inversionistas en general. El siguiente cuadro resume la propuesta.

Elementos a fortalecer	<ul style="list-style-type: none"><li>• Definición y alcance del término asesoría</li><li>• Suministro de información y de documentos de investigación sobre inversiones que no constituyen asesoría</li><li>• Categorización de los inversionistas</li><li>• Definición del perfil del cliente y concepto de “suitability”,</li><li>• Conocimiento del cliente,</li><li>• Estándares para el suministro de información de los productos, incluyendo los riesgos y costos asociados</li><li>• Administración de conflictos de interés</li><li>• Documentación del servicio</li></ul>
Elementos a incorporar	<ul style="list-style-type: none"><li>• Definir categorías de asesoría para diferenciar la que tiene carácter independiente de la restringida</li><li>• Clasificación de productos complejos y simples</li><li>• Procedimiento para el suministro de recomendaciones y su alcance</li><li>• Registro de las recomendaciones y control de su calidad</li><li>• Servicios de solo ejecución “execution only” para clientes inversionistas</li><li>• Idoneidad del producto</li><li>• Conflictos de interés en el suministro de asesoría: políticas y esquemas de remuneración y recepción de incentivos,</li><li>• requerimientos a los proveedores de los productos</li><li>• Distribución cruzada de productos</li><li>• Comercialización de productos a través de medios electrónicos.</li></ul>

Teniendo en cuenta que la reglamentación de la asesoría es un tema eminentemente técnico que debe ajustarse de manera muy precisa teniendo en cuenta las realidades del mercado, la forma de operación de los intermediarios y las características de los productos ofrecidos, se propone incorporar los ajustes normativos mediante una reforma al Decreto 2555 de 2010 que defina los principios orientadores de la actividad y se otorguen facultades a la Superintendencia Financiera de Colombia para la reglamentación de las disposiciones allí previstas.



Este esquema permite fijar reglas y lineamientos generales de la actividad y al mismo tiempo otorgar un grado de flexibilidad para que los intermediarios adopten y ajusten sus políticas y procedimientos acorde con las dinámicas de mercado.

Siguiendo este esquema, a continuación se describen los elementos de la propuesta regulatoria.

### **3.1. Concepto de asesoría, alcance y lineamientos generales**

El artículo 7.1.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010 define el suministro de asesoría como una actividad de intermediación que solo puede ser adelantada por los intermediarios de valores bajo ciertas reglas de conducta.

Igualmente y siguiendo la practica internacional, el marco local requiere que los intermediarios adopten un sistema de administración de riesgos incluidos los operacionales, legales y reputacionales, la existencia de políticas de control interno<sup>102</sup> y un sistema de atención al consumidor financiero<sup>103</sup>.

Así mismo, el artículo 7.3.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 establece el deber de suministro de información, no obstante y frente al estándar de MIFID II, podría ser conveniente precisar el alcance de la norma para incluir, además de las características generales de los valores, la información relativa a los gastos y riesgos asociados al instrumento financiero que se recomienda.

Por su parte, el numeral 2 del artículo 7.3.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 establece deberes especiales para la administración de los conflictos de interés, no obstante no incluye reglas particulares sobre las políticas de remuneración, de incentivos o beneficios no monetarios de los asesores.

De esta forma, y en consideración de los referentes internacionales mencionados en la primera parte del documento se enuncian las principales modificaciones regulatorias sugeridas:

- La regulación de la actividad de asesoría no debería estar inserta exclusivamente en el ámbito de la intermediación de valores. En consecuencia, el artículo 7.3.1.1.3 no debería establecer el concepto de asesoría sino simplemente limitarse a señalar que los intermediarios que realizan las actividades previstas en el artículo 7.1.1.1.2 deben prestar asesoría de conformidad con las reglas generales. Esto con el propósito además de eliminar la dicotomía entre asesoría como deber y actividad prevista en la regulación actual.
- El régimen de asesoría debe aplicar de manera uniforme para todos los productos y servicios del mercado de valores. En el evento que para alguno de ellos se requiera de reglas particulares las mismas pueden establecerse como complementarias pero respetando el régimen general de la asesoría.

---

<sup>102</sup> Las comisionistas de bolsa tienen la obligación de designar un contralor normativo de acuerdo con lo previsto en el artículo 21 de la Ley 964 de 2005 y todos intermediarios de valores deben establecer un sistema de control interno de conformidad con lo previsto en Capítulo IV del Título I de la Circular Básica Jurídica de la SFC.

<sup>103</sup> Capítulo II del Título III de la Parte I de la Circular Básica Jurídica de la SFC.

- En esta vía, es pertinente regular la distribución de fondos de inversión colectiva en aquellos aspectos específicos, que resultan adicionales a lo previsto en el régimen general, como es la precisión en el sentido que la asesoría debe ser prestada por la sociedad administradora o el distribuidor autorizado y que la misma se suministra de manera continua y no solo al momento de la vinculación al fondo. (artículo 2.34.3.3.1)
- No se considera adecuado excluir de manera general el deber de asesoría para la administración de portafolios de terceros (artículo 7.3.1.1.7) y la fiducia de inversión (7.3.1.1.8), cuando a través de dichas operaciones los clientes inversionistas podrían adquirir productos complejos.
- Se sugiere construir la definición de asesoría con base en los elementos de recomendación personalizada e idoneidad de la misma de acuerdo con el perfil del cliente y del producto. Se propone incorporar en la reglamentación instrumentos tipo test, para verificar de forma objetiva el suministro de un consejo personalizado y además, determinar de forma clara los productos que requieren asesoría para su comercialización. En esta misma línea, se propone regular los elementos que incluirán las recomendaciones, precisando su contenido, forma de suministro, documentación y registro.
- Respecto a la evaluación del perfil de cliente, se propone otorgar facultades a la Superintendencia Financiera para definir los principios que deben regir las políticas y procedimientos en este frente así como los elementos mínimos a tener en cuenta en dicha evaluación, tales como: conocimiento y experiencia en inversiones, objetivos de inversión y horizonte de tiempo, tolerancia al riesgo y capacidad para asumir pérdidas entre otros. Además, se exigirá que las entidades definan un perfil de producto para fijar el mercado objetivo del mismo.
- Frente a las personas que suministren la asesoría, se propone que la regulación mantenga los requisitos de debida idoneidad profesional y moral, así como el estándar de certificación ante el Autorregulador del Mercado de Valores. Se sugiere además, incluir un deber especial en cabeza de los asesores de conocer el perfil del cliente y del producto de manera que puedan suministrar recomendaciones personalizadas que realmente sean adecuadas.
- Respecto al deber de suministro de información, se considera pertinente modificar el artículo 7.3.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 para incluir la obligación de los intermediarios de suministrar de manera anticipada toda la información que permita a los inversionistas entender adecuadamente los productos complejos e incluso que, en aquellos casos que resulte viable, ofrezca al consumidor alternativas de inversión más sencillas que puedan satisfacer sus intereses y necesidades.
- Respecto de los conflictos de interés, resultaría conveniente complementar el requerimiento para exigir la revelación a los consumidores financieros de los potenciales conflictos de interés en que puede estar incurso el intermediario de valores antes de la prestación del servicio o realización de la operación, según corresponda. En el caso de la asesoría este requerimiento permitiría al inversionista entender claramente cuando se le está o no suministrando asesoría con carácter independiente. En particular, se recomienda introducir

en el marco local la obligación de establecer esquemas de remuneración que no den origen a conflictos de interés para que los asesores induzcan la compra de productos inadecuados para los inversionistas, en particular respecto de los productos más complejos.

### 3.2. Clasificación de clientes y productos

En este punto de clasificación de clientes y productos, se deben abordar además otros aspectos relacionados con la asesoría en el caso del uso de ordenantes y la asesoría en operaciones en las cuales los clientes inversionistas son contrapartes de las entidades, sobre los cuales, se efectúan las siguientes propuestas para llevar a cabo un ajuste regulatorio.

- No se sugiere introducir modificaciones a la clasificación existente de inversionistas profesionales y clientes inversionistas. Sin embargo se considera necesario reforzar la evaluación que los intermediarios realicen respecto a la clasificación de sus clientes y no confíen necesariamente en la solicitud de tratamiento que estos efectúen en un momento dado. Igualmente, es importante actualizar la información para validar periódicamente la clasificación asignada a los respectivos inversionistas.
- Uno de los estándares internacionales es el de permitir que el cliente pueda determinar su clasificación. Sin embargo, para el caso colombiano no se considera prudente acoger este estándar, ni el de permitir que el cliente solicite ser clasificado como inversionista profesional así no cumpla con los requisitos objetivos fijados para tal fin. Lo anterior, teniendo en cuenta que aún falta camino por recorrer para consolidar los procesos y procedimientos de perfilamiento de clientes en las entidades.
- Es conveniente introducir la distinción entre productos complejos y simples, para la determinación de la asesoría requerida. Para el efecto se recomienda otorgar facultades a la Superintendencia Financiera de Colombia para que establezca los criterios que permitan identificar los productos complejos y si lo considera pertinente la implementación de una lista que los defina, ya sea de manera positiva o negativa.
- Se sugiere complementar el deber de información para señalar que cuando se trata de productos complejos se debe aplicar un estándar obligatorio y más riguroso, que será definido por la Superintendencia Financiera de Colombia.
- En este último evento, las entidades deben contar con políticas y procedimientos que aseguren que la estructura de riesgo-remuneración es adecuada para el cliente teniendo en cuenta su perfil. Además, sería importante establecer que los intermediarios antes de recomendar un producto de este tipo analicen si existe algún instrumento que sea menos costoso y menos complejo que satisfaga la necesidad del cliente y se adecúe a su perfil.
- Cuando se distribuyen productos no complejos a clientes inversionistas las entidades deben realizar el análisis de conveniencia del producto para establecer, en función del conocimiento y experiencia del cliente inversionista, si el mismo es adecuado para su perfil (*appropriateness*). En el evento que el cliente no suministre la información o ella no sea

suficiente la entidad debe advertir al cliente que no tiene la posibilidad de validar que el producto es adecuado para su perfil.

- Cuando se presta el servicio de “Solo Ejecución” no se debe suministrar asesoría y tampoco es obligatoria la realización del análisis de conveniencia del producto (*appropriateness*). Este servicio puede operar para inversionistas profesionales sobre cualquier producto, ya sea complejo o simple. Sin embargo, los clientes inversionistas solo pueden acceder al mismo cuando se trata de productos no complejos y se cumplan las siguientes condiciones: (i) el cliente debe solicitar el servicio, (ii) la entidad debe informar al cliente que no tiene la obligación de realizar la evaluación de idoneidad (*suitability*) y tampoco el análisis de conveniencia (*appropriateness*) y (iii) la entidad debe asegurar que cumplió con las obligaciones relativas a conflictos de interés.
- Se sugiere modificar la norma que actualmente regula la figura del ordenante para precisar que el análisis sobre el conocimiento y experiencia se debe realizar con respecto a la persona que cumple dicha función y la evaluación de la situación particular del cliente se debe elaborar con base en la información de este último.
- Los intermediarios solo deben realizar operaciones en el mercado mostrador con clientes inversionistas que tengan por objeto productos que no sean considerados como complejos y en condiciones de mercado.
- La realización de operaciones en el mercado mostrador con clientes inversionistas requiere que los intermediarios efectúen el análisis de conveniencia para determinar que el producto que es adecuado para el tipo de cliente (*appropriateness*). Lo anterior, sin perjuicio de que la operación se pueda realizar bajo el esquema de “Solo Ejecución”, dando debido cumplimiento a las reglas previstas para su operación.
- La distribución de productos propios por parte de las entidades financieras entre clientes inversionistas debe estar sujeta a la aplicación de políticas de información y conflicto de interés que incluyan procedimientos que tengan en cuenta los siguientes aspectos: (i) identificación clara del conflicto de interés cuando se actúa en posición propia, (ii) mecanismos para la prevención y administración de los conflictos de interés, incluyendo la separación entre el personal que maneja la cuenta propia y el que distribuye los productos, (iii) revelación del conflicto de interés al cliente inversionista, y (iv) políticas de remuneración al personal que distribuye los productos propios que no generen incentivos que puedan afectar los intereses de los inversionistas. Dichas políticas deberán ser desarrolladas de acuerdo con los criterios técnicos que fije por medio de circular la Superintendencia Financiera de Colombia y someterse a su aprobación.
- Ahora, frente a la exoneración del cumplimiento de las obligaciones de “*suitability*” no existe esta posibilidad en relación con los clientes inversionistas ya que éstos no pueden renunciar a recibir asesoría para la realización de las operaciones de intermediación. En ese sentido, el concepto de “*execution only*”, no es hoy permitido en el caso colombiano para los clientes inversionistas.

- Frente a la venta de productos financieros complejos, se recomienda limitar el concepto de “execution only”, obligar al intermediario a realizar un “appropriateness test” para identificar si es conveniente permitir el acceso del consumidor a la realización de operaciones con productos financieros complejos y en últimas restringir la distribución de productos financieros complejos a los consumidores minoristas.

### 3.3. Asesoría independiente y asesoría restringida

En el marco regulatorio local no existen las categorías de asesoría independiente y restringida, razón por la cual no se cuenta con reglas especiales que determinen el alcance de cada una de ellas y las condiciones en las que deben suministrarse. En consecuencia, resultaría conveniente la introducción del concepto de asesoría independiente, sin embargo es necesario considerar que la estructura del mercado, donde predomina la distribución de productos propios a través de las redes de los grupos financieros, impone limitaciones para su utilización.

Por lo anterior, la introducción del concepto de asesoría independiente podría realizarse siguiendo el criterio de MiFID, en los siguientes términos:

- Introducir el concepto de asesoría independiente de manera general, entendiendo por tal aquella que cumple las siguientes condiciones: (i) la entidad realiza un análisis del mercado relevante y de los productos o instrumentos financieros disponibles para recomendar la opción que pueda satisfacer de mejor forma las necesidades del cliente en atención a su perfil, y (ii) las personas naturales que suministran la asesoría deben estar libres de todo conflicto de interés de tal suerte que puedan actuar buscando exclusivamente el mayor beneficio para el cliente.
- Para el suministro de asesoría restringida la entidad debe explicar la naturaleza de la misma y las diferencias con la asesoría independiente. Además, se debe exigir que se revele de manera anticipada y por medio verificable el alcance de las limitaciones y las circunstancias por las cuales la asesoría tiene la condición de restringida.
- La regulación de la asesoría, como actividad autónoma e independiente de la intermediación de valores, debe incorporar la obligación de contar con políticas y procedimientos para la identificación, prevención, revelación, administración y control de los conflictos de interés. En particular se debe exigir que las políticas tengan en cuenta los siguientes aspectos:
  - i) Situaciones de conflicto de interés en que pueden estar incurso los asesores que no tienen la calidad de independientes, particularmente aquellas relacionadas con la distribución de los productos propios y de los que son ofrecidos por las entidades vinculadas.
  - ii) Tratamiento de los incentivos monetarios y no monetarios que puedan llegar a recibir quienes prestan asesoría con el objetivo de establecer las situaciones en que ellos son prohibidos.
  - iii) Elaboración y difusión de informes de investigación sobre inversiones para exigir la separación de las personas que los preparan de aquellas que prestan servicios a los

clientes. Igualmente, se deben establecer reglas para que dichos informes cuenten con la calidad e independencia requeridas.

- iv) Requerir que en el diseño de los esquemas de remuneración se privilegien los intereses de los clientes y que los mismos no premien comportamientos que puedan afectarlos.

### 3.4. Documentación y registro de la asesoría

El marco jurídico local establece en el artículo 7.3.1.1.2. del Decreto 2555 de 2010 los deberes de información y documentación, los cuales podrían complementarse para incluir los aspectos relevantes para efectos del correcto funcionamiento de las reglas de asesoría.

En esa línea el Gobierno Nacional publicó un proyecto de decreto que disponía que las personas naturales deben cumplir con los deberes de identificación y revelación y el deber de documentación. Dentro de los comentarios recibidos a la propuesta la industria manifestó una preocupación por que a través de este estándar se tuviera que revelar el modelo de negocio y demás información sensible para la entidad<sup>104</sup>.

No obstante, como se aprecia en la experiencia y estándares internacionales, el objetivo de dicho deber es suministrar al cliente los costos y gastos asociados al producto y demás información relevante para que este pueda tomar decisiones debidamente soportadas, considerando que la adecuada documentación es fundamental para la efectividad de las normas sobre asesoría.

En este sentido es pertinente destacar las siguientes perspectivas: (i) el cliente necesita la entrega de una recomendación clara y bien fundamentada que le permita entender la evaluación de idoneidad que realizó la entidad, para de esta forma poder tomar una adecuada decisión de inversión, (ii) la formalización de la asesoría a través de un reporte de la recomendación permite evitar discusiones sobre si una conversación, envío de correo electrónico o intercambio de información de cualquier naturaleza constituye asesoría, debido a que una vez que se documenta la recomendación se eliminan las zonas grises que pueden existir sobre el suministro de asesoría, (iii) el adecuado registro de las recomendaciones realizadas a los clientes facilita la tarea de supervisión para verificar interna y externamente el adecuado cumplimiento de las reglas de asesoría.

Teniendo en cuenta que la regulación de la asesoría tiene por objetivo brindar un adecuado estándar de protección a los inversionistas, su aplicación debe ser uniforme independientemente de que el producto financiero sea distribuido directamente por la entidad o través de la figura de uso de la red de oficinas.

A partir de lo anterior, las recomendaciones que se consideran pertinentes para llevar a cabo algunos ajustes regulatorios son los siguientes:

- En el deber de información se debe establecer la obligación de revelar a los clientes toda aquella información que resulte necesaria para su debida protección, incluyendo como mínimo la siguiente: (i) categoría del cliente, (ii) perfil del cliente, (iii) clase de la asesoría suministrada, independiente o restringida, incluyendo las limitaciones que permiten

calificarla como tal (iv) la recomendación que se realiza al cliente con los fundamentos y argumentos tenidos en cuenta en la evaluación de idoneidad (suitability), (v) naturaleza, estructura y riesgos del producto financiero, así como el mercado objetivo al cual está dirigido, (vi) análisis de conveniencia del producto financiero cuando aplique (appropriateness), (vii) todos los costos, gastos y demás factores que influyen en el producto financiero y los costos de la asesoría, (viii) incentivos monetarios y no monetarios que recibe el intermediario y la forma de transferirlos al cliente cuando sea del caso, (ix) los conflictos de interés en que está el intermediario y la forma en que puedan afectarlo en su relación con el cliente, así como los mecanismos utilizados para administrarlos o mitigarlos, (x) la identificación del asesor, la calidad en que actúa, su forma de vinculación con la entidad que presta el servicio y las certificaciones profesionales con que cuenta, (xi) las políticas de remuneración de la entidad que tienen relación con el servicio que le prestan al cliente, y (xii) la ausencia de mecanismos de protección cuando se realizan transacciones en la modalidad de “solo ejecución”. Esta información se debe suministrar con la debida antelación para que el cliente pueda analizarla y tomar sus decisiones de inversión. Así mismo, es importante exigir que la información sea justa, transparente, clara, comprensible, completa y que se entregue de forma no engañosa.

- El relación con el deber de documentación se sugiere tener en cuenta los siguientes aspectos: (i) es necesario documentar a través de cualquier medio verificable el cumplimiento de todas las obligaciones previstas en las reglas de asesoría, (ii) es conveniente exigir la suscripción de un contrato donde que queden claramente expresadas las obligaciones y derechos de las partes, así como los términos y condiciones de la relación, (iii) se debe exigir la existencia de un reporte con la recomendación que incluya todos los elementos y argumentos que permiten a la entidad considerar que el producto es idóneo para el cliente, (iv) la entidad debería llevar un registro de las recomendaciones efectuadas para facilitar los procesos de control y supervisión, y (v) se debe obtener del cliente el soporte de las decisiones más relevantes que puede tomar como son: (a) la instrucción para realizar una transacción que es contraria a la recomendación del asesor, (b) la solicitud de ejecución de operaciones a pesar de que la entidad no pudo hacer la evaluación de idoneidad (suitability) o el análisis de conveniencia del producto (appropriateness), debido a falta de información o por cualquier otra razón, y (c) la petición de proceder bajo la modalidad de “solo ejecución”.

### **3.5. Canales de distribución**

Los aspectos regulatorios que se proponen en este frente, se abordan a partir de los siguientes ejes:

#### **Red de oficinas**

De acuerdo con la normatividad local la distribución de productos financieros y de valores se puede realizar a través de la figura de “uso de red de oficinas”<sup>105</sup>. Teniendo en cuenta lo anterior, es fundamental que se defina la forma en que se deben cumplir las reglas de asesoría cuando las entidades utilizan dicha figura para la distribución de productos de valores. En este sentido debe destacarse que el párrafo 4 del artículo 2.34.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 dispone que el deber de asesoría previsto para la realización de operaciones de intermediación debe ser cumplido por el

---

105 Decreto 2555 de 2010. Título I del Libro 34 de la Parte 2 del Decreto 2555 de 2010.

prestador de la red a través de personal debidamente certificado por un organismo de autorregulación.

Al respecto resulta oportuno recomendar un ajuste de la norma para señalar que corresponde al prestador de la red cumplir con las reglas correspondientes al régimen de asesoría, particularmente con las obligaciones de idoneidad (suitability) y conveniencia del producto (appropriateness). También es oportuno precisar que acorde con las recomendaciones abordadas en apartes anteriores, la documentación y registro que permitan acreditar el cumplimiento de dichas obligaciones corresponde al usuario de la red con la colaboración del prestador de la misma en los términos que se acuerden para el efecto en el contrato de uso de red.

### **Distribución de Fondos de Inversión Colectiva**

En la Parte 3 del Decreto 2555 de 2010 correspondiente a los Fondos de Inversión Colectiva se establece un capítulo especial que regula la forma de distribución de los mismos. Se sugiere precisar el texto del artículo 3.1.4.1.3. para señalar que las reglas de asesoría y en particular las obligaciones de idoneidad (suitability) y conveniencia del producto (appropriateness) deben ser cumplidas por quien realiza las actividades de distribución, cualquiera que sea el mecanismo que se utilice de conformidad con lo previsto en el artículo 3.1.4.1.2. del referido decreto.

### **Distribución de Productos del Exterior**

Como se señaló anteriormente, la regulación debe orientarse a que los inversionistas, particularmente los del mercado minorista, reciban la debida protección cuando participan en el mercado de valores. En este contexto resulta necesario que para la distribución de productos del exterior se defina el responsable de cumplir con las reglas de asesoría frente al cliente o si el mismo estará sujeto al régimen de protección de la jurisdicción en la cual se encuentra establecido el oferente directo del producto o servicio financiero. En todo caso la URF también tendrá en cuenta las recomendaciones resultantes de la iniciativa regulatoria existente específicamente para esta materia, dentro de los ajustes normativos que se expidan sobre este aspecto.

### **Herramientas automáticas**

Con base en la experiencia internacional no se considera adecuado establecer un tratamiento regulatorio especial para cuando la asesoría se presta a través de herramientas automáticas. En caso de que se suministre asesoría de conformidad con las reglas aplicables las recomendaciones deben ser idóneas (suitable) para el inversionista, independientemente de que se utilice una herramienta tecnológica para tal fin. Lo anterior, debido a que el medio de distribución del producto no puede afectar el grado de protección que la regulación establece como adecuado para los clientes inversionistas.

Sin embargo, frente a las plataformas electrónicas de negociación se propone que los clientes inversionistas accedan a las mismas sin requerir del suministro de asesoría cuando se trata de productos que no son complejos, caso en el cual ellos podrían utilizar el servicio bajo el esquema de “solo ejecución”.



En tal sentido, la asesoría para los clientes inversionistas cuando se trata de productos complejos no puede ser prestada exclusivamente a través de herramientas automatizadas. Sin perjuicio de su utilización se requiere necesariamente de la participación de un asesor profesional debidamente certificado.

En todo caso, cuando se preste asesoría a los clientes inversionistas a través de herramientas automáticas respecto de productos simples el intermediario debe asegurarse que la recomendación es adecuada para ellos y en caso contrario deberá complementar la asesoría de forma personal para tener en cuenta sus necesidades y perfil.

#### 4. Comentarios finales

La actividad de asesoría es un elemento fundamental para garantizar la confianza del inversionista en el mercado de valores y por esa vía su desarrollo y profundización. En los últimos años varios organismos multilaterales como IOSCO han impartido recomendaciones para fortalecer la regulación aplicable a este servicio y lograr que las recomendaciones individualizadas que se otorgan al cliente sean idóneas, imparciales y ajustadas a las necesidades de los clientes.

En desarrollo de estos lineamientos varias jurisdicciones han adelantado reformas a sus marcos normativos para precisar las situaciones de mercado que se consideran como asesoría y asegurar que los intermediarios adopten políticas y procedimientos para prevenir y administrar adecuadamente los conflictos de interés que se pueden presentar en dichas situaciones.

El presente documento expone referentes internacionales en esta materia y evalúa el modelo regulatorio local de la actividad de asesoría a la luz de estos estándares. A partir de este ejercicio se identificó que el esquema regulatorio local cumple con los principios generales internacionales, los cuales son relevantes no solamente para asegurar una adecuada asesoría sino en general para el correcto funcionamiento del mercado de valores.

No obstante, el análisis también evidenció espacio para incorporar algunas disposiciones regulatorias especiales y en otros casos fortalecer las existentes, con el fin de mejorar la calidad y suministro de la asesoría en el mercado de valores y robustecer la protección de los inversionistas en general.

Puntualmente se propone precisar la definición y alcance del término asesoría, fortalecer el concepto de “suitability” y los estándares para el suministro de información de los productos, incluyendo los riesgos y costos asociados así como el deber de documentación del servicio de asesoría por parte de los intermediarios.

Así mismo, se propone definir categorías de asesoría para diferenciar la que tiene carácter independiente de la restringida, introducir la obligación de clasificación de productos complejos y simples y el servicio de solo ejecución para clientes inversionistas. Igualmente, se sugiere crear el estándar de evaluación de idoneidad del producto y definir deberes especiales para que los intermediarios adopten políticas respecto a los esquemas de remuneración y recepción de incentivos que garanticen una asesoría independiente.

La URF publica este documento con la finalidad de conocer las opiniones frente a las reflexiones y propuestas regulatorias para fortalecer la actividad de asesoría en el mercado de valores. Favor enviar sus comentarios y sugerencias hasta el **24 de febrero de 2017** a los correos [lcaballe@urf.gov.co](mailto:lcaballe@urf.gov.co) y [amprieto@urf.gov.co](mailto:amprieto@urf.gov.co).

## **5. Bibliografía**

Claessens S. (2006) Current Challenges in Financial Regulation. World Bank

CNBV (2015). Disposiciones de carácter general aplicables a las entidades financieras y demás personas que proporcionen servicios de inversión.

European Commission (2015) Better products, more choice, and greater opportunities for consumers and businesses. Green Paper on retail financial services

Leyva L. y Caballero G. (2013) El asesoramiento en materia de inversión. La protección del inversor en Iberoamérica. Capítulo 3. Instituto Iberoamericano de Valores

FCA (2014) Retail Distribution Review. Post Implementation Review.

FCA (2015) Retail investment advice: Clarifying the boundaries and exploring the barriers to market development. Finalised Guidance. Financial Conduct Authority. FG15/1.

FSA (2007) A review of retail distribution. Discussion Papers. 07/1

FSA (2012) Finalised guidance Retail Distribution Review: Independent and restricted advice.

FSA (2013) Final guidance: Risks to customers from financial incentives

FINRA (2016). Report On Digital Investment Advice.

FINRA (2012). Complex products: Heightened Supervision of Complex Products. Regulatory Notice 12-03.

IOSCO (2003) A report of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. Report On Analyst Conflicts of Interest.

IOSCO (2013) Suitability Requirements With Respect To the Distribution of Complex Financial Products. Final Report.

IMF (2013) Financial System Stability Assessment. IMF Country Report No. 13/50.

ESMA (2014 (a)). Final Report. ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR

ESMA (2014 (b)). MiFID practices for firms selling complex products. 07 February 2014 ESMA/2014/146.

Moloney N., Ferran E. y Payne J. (2015) The Oxford Handbook of Financial Regulation. University of Cambridge.

Deloitte (2011) Key Investor Information Document (KIID): Implementation challenges. Ver:

<https://www2.deloitte.com/lu/en/pages/kiid/articles/key-investor-information-document-kiid.html>

OECD (2011). G20 High-Level principles on financial consumer protection.

Joint Forum (2008) Customer suitability in the retail sale of financial products and services. Basel Committee on Banking Supervisión.

Reporte 114-304 sobre la Ley de Protection de Inversionistas Retail. Comité de Servicios Financieros del Congreso de los Estados Unidos.

Plaze R. (2016). Regulation of Investment Advisers by the US Securities and Exchange Commission. Stroock.

SVS (2008) Norma de Carácter General No. 216 del 12 de junio de 2008.