

La asesoría como una forma de intermediación de valores*

NÉSTOR FAGUA GUAQUE
nfagua@fagualopez.com

RESUMEN

El decreto 4939 del 18 de diciembre de 2009 adoptó una serie de medidas en relación con el régimen de intermediación en el mercado de valores. Calificó la asesoría para la adquisición o enajenación de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) o valores extranjeros listados en un sistema local de cotizaciones como una operación de intermediación de valores. Así mismo, que ello sólo podrá ser realizado por entidades sometidas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera, de conformidad con las funciones, actividades, deberes y obligaciones que le competen a los diferentes intermediarios de valores en desarrollo de su respectivo régimen legal.

En síntesis, junto a la calificación de una actividad como parte de la intermediación de valores, dispuso que su prestación es exclusiva de las entidades vigiladas, de acuerdo con el régimen legal de cada intermediario. Lo anterior, que constituye el propósito específico del regulador financiero, se complementa con algunos párrafos que agregan y restan claridad al mismo, para concluir en

un texto cuyo conjunto deja más dudas e inquietudes sobre la noción de intermediación y el objetivo perseguido por el regulador.

Ciertamente, su lectura plantea una serie de reflexiones que van desde la forma como se está desarrollando la regulación de acuerdo con el esquema que plantea la Constitución, hasta la calidad de la regulación y la tergiversación o falta de entendimiento sobre algunos aspectos fundamentales de la estructura legal del mercado de valores colombiano.

Palabras clave: Intermediación de valores, estructura legal colombiana, asesoría, operación del mercado público de valores.

I. EL ALCANCE DE LA ASESORÍA COMO ACTIVIDAD DE INTERMEDIACIÓN

Para entender el alcance de la asesoría como una operación de intermediación debe abordarse la discusión sobre qué clase de actividad es la asesoría, esto es, si se trata de una actividad autónoma e independiente dentro del campo de la intermediación, o se trata del deber, en los términos de la regulación vigente, y en tal sentido, equivalente al que tienen algunos de los intermediarios

—especialmente las sociedades comisionistas de bolsa— frente a los clientes inversionistas, cuando se trata de contratos de comisión, o de la adquisición y enajenación de valores en desarrollo de contratos de administración de portafolios de terceros y administración de valores.¹

Proponer una distinción de esta naturaleza no resulta en realidad fácil. La asesoría, independientemente de que se considere como una actividad de intermediación autónoma o como un deber que emana de cierta clase de operaciones, parte del entendimiento general de que se trata de un consejo o un dictamen.

Visto desde la óptica de la comisión, administración de portafolios de terceros, administración de valores y el corretaje, se trata de una conducta —un deber— necesario y complementario al contrato que ejecuta el comisionista de bolsa, el cual, como consejo se concreta en "(...) recomendaciones individualizadas que incluyan una explicación previa acerca de los elementos relevantes del tipo de operación, con el fin de que el cliente tome decisiones informadas, atendiendo el perfil de riesgo particular que el intermediario le haya asignado..."² En esta perspectiva, se puede afirmar que la asesoría —como operación de intermediación— para la adquisición y enajenación de valores, es una actividad que se materializa en la "simple" función de aconsejar, recomendar o dictaminar, de manera general o personalizada respecto de un valor o un grupo de ellos, o de tener en cuenta ciertos aspectos para la adquisición y enajenación, independientemente de la decisión que tome el cliente y de los medios que pueda utilizar para la ejecución de las operaciones.

Esta distinción, así como el deslinde entre estas dos formas de asesoría, como activi-

dad de intermediación o como un deber, se tropieza con una dificultad mayor. La norma dispone que ello sólo puede ser "... realizada por entidades sometidas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia, de conformidad con las funciones, actividades, deberes y obligaciones que le competen a los diferentes intermediarios de valores en desarrollo de su respectivo objeto legal". Uno de los interrogantes que surge sin necesidad de mayores reflexiones es si con ello se está autorizando una nueva operación a los vigilados³. Sin embargo, esta conclusión es aparentemente débil porque para ello se está haciendo una remisión directa al régimen legal de las operaciones autorizadas a cada vigilado que tenga la condición de intermediario de valores y a las reglas y principios que regulan su actividad, por lo cual, parece que simplemente se está señalando que quienes tienen la calidad de intermediarios de valores, de acuerdo con su objeto social y régimen legal, sólo podrán ser los que prestan asesoría para la adquisición y enajenación de valores. En cierto sentido es difícil aceptar que la norma expedida tiene la finalidad de decir que los intermediarios pueden hacer lo que pueden hacer, salvo que se entienda que toda entidad vigilada que esté habilitada para hacer operaciones de intermediación de valores, independientemente de la modalidad y de la clase de sociedad, podrá hacer como actividad autónoma asesoría para la compra y venta de valores.

En este evento, no está demás preguntarse en qué términos y cuáles son las obligaciones que debe cumplir el intermediario para el desarrollo de esta operación: de manera general, las propias de la intermediación, o sólo circunscritas a los deberes que supondrían la actividad de un asesor

independiente frente a los destinatarios de sus servicios, esto es, obrar con diligencia en la asesoría o consejo que pueda dar, o si tal asesoría deberá sujetarse a los deberes que la resolución 400 de 1995 prevé respecto de contratos de comisión, administración de valores, administración de portafolios de terceros y corretaje.

Por otra parte, la calificación de la asesoría como operación de intermediación no se reduce a la asesoría para la adquisición o enajenación de valores, el párrafo segundo así lo da a entender, dado que el mismo –como se verá más adelante-, relaciona de manera exhaustiva una serie de actividades profesionales que califica como asesoría especial y respecto de las cuales indica que quedan exceptuadas de lo preceptuado en el citado artículo, es decir, de la asesoría y el ofrecimiento como actividades de intermediación.

La precariedad de las conclusiones en relación con el análisis del artículo 1.5.1.3, permiten tomar en consideración otra posible intención de la norma: su propósito se reduce a prohibir que personas no vigiladas por la Superintendencia Financiera puedan prestar asesoría para la compra y venta de valores.

Se refuerza esta afirmación a partir de la siguiente consideración: si el regulador excluye del ejercicio de esta actividad a todo aquel que no sea vigilado- ¿sería posible constituir una sociedad con el objeto de dar asesoría para la adquisición y enajenación de valores listados en el RNVE o en sistema de cotización de valores extranjeros?

II. LOS COMPLEMENTOS DE LA CALIFICACIÓN DE LA ASESORÍA COMO UNA OPERACIÓN DE INTERMEDIACIÓN DE VALORES

El párrafo primero del artículo 1.5.1.3 adiciona una serie de aspectos no menos importantes que el de la asesoría como operación de intermediación, los cuales, igualmente califica como operaciones de intermediación de valores. Se trata del ofrecimiento de servicios de cualquier naturaleza desde dos puntos de vista diferentes: el primero, para la realización de las operaciones calificadas taxativamente como de intermediación de valores⁴ y, el segundo, de servicios orientados a negociar, tramitar, gestionar, administrar u ordenar la realización de cualquier tipo de operación con valores, instrumentos financieros derivados, productos estructurados, carteras colectivas, fondos de capital privado u otros activos financieros que generen expectativas de beneficios económicos.

Los alcances del ofrecimiento de servicios como operación de intermediación

El universo que cubre la actividad de ofrecer servicios para la realización de operaciones de intermediación es basta e ilimitada; se trata de servicios de cualquier naturaleza en similar sentido al planteado respecto de la asesoría. Aunque debe concluirse que servicios legales, financieros, contables, económicos o de otra naturaleza profesional, están excluidos de esa calificación así se relacionen con valores, la redacción del párrafo primero no es convincente en ese sentido. La técnica utilizada opta por hacer una calificación general e indiscriminada, perdiendo de vista que tanto para el caso de la asesoría como para el ofrecimiento de servicios ha debido tener como

foco de atención la noción de intermediación de valores, sobre la base de que ésta es una actividad que hace parte del mercado de valores y en consecuencia sujeta, no sólo a la previa autorización del Estado, sino a su regulación. El contenido de los párrafos segundo y tercero del artículo 1.5.1.3 confirman esta observación. El párrafo segundo, plantea una exhaustiva lista de actividades profesionales calificadas como asesoría especial que no constituye asesoría calificada como operación de intermediación de valores, y cuya proposición, tampoco cabe dentro de la noción de ofrecimiento como operación de intermediación.

Los diferentes aspectos que se derivan de la redacción del párrafo primero no se limitan a la calificación de la acción de ofrecer como una operación de intermediación, en todos aquellos eventos en los cuales se propone a terceros hacer operaciones calificadas como de intermediación. El problema es que el alcance de la noción de intermediación de valores se ha extendido, porque se trata de servicios de cualquier naturaleza para la realización de operaciones de intermediación y de asesoría. Justamente por la amplitud del contenido del párrafo primero, no existe una frontera precisa para establecer cuándo se está o no frente a esta nueva operación de intermediación, ya que tal modalidad no sólo se asocia con el concepto de valor sino en general con cualquier clase de instrumento o activo financiero. El resultado en cierto sentido es que el límite del concepto de intermediación como pieza fundamental de la estructura del mercado de valores, se ha acrecentado y no necesariamente fortalecido, al volverse parte del mismo cualquier activo o instrumento financiero propio de la intermediación de crédito o de la prestación de servicios financieros.

Bajo este supuesto, es claro que el empleado de un establecimiento de crédito o de una sociedad de servicios financieros que ofrece servicios, deberá estar inscrito en el RNPMV y certificado como profesional en una modalidad bastante singular, si es que dentro del ámbito de la intermediación existe la categoría de quienes ofrecen los servicios⁵.

En efecto, el rango de los servicios que pueden ser ofrecidos y que caben dentro del ámbito de esta operación, adicionalmente incluye una serie de actividades complementarias de naturaleza más bien instrumental, tales como el trámite, gestión, administración o la de ordenar la realización de cualquier tipo de operación, con otra clase de instrumentos o activos financieros que generen la expectativa de beneficios económicos. Hay que subrayar el hecho de que se refiere a cualquier activo financiero, con lo cual, como anteriormente se afirmó, desde el punto de vista del alcance del decreto examinado, se ha trascendido la intermediación como operación del mercado de valores para extender su ámbito y calificación a cualquier otra clase de activos financieros. En síntesis, la intermediación en el campo del mercado de valores como concepto ha superado el marco de este mercado y se ha extendido a otros segmentos, como el de servicios financieros e intermediación de crédito.

Por otra parte, las actividades excluidas comprende la de los gestores de fondos de capital privado y una multiplicidad de labores que ordinariamente se han entendido como de banca de inversión⁶. Es interesante observar como éste catálogo de exclusiones contrasta con la calificación de las nuevas actividades de intermediación. La razón de tal listado puede asociarse con la debilidad de la calificación y alcance de tales labores

en el ámbito de la intermediación. En efecto, en el campo de la actividad profesional especialmente en el mundo corporativo existen una serie de operaciones que anteceden el campo de la negociación de valores (principalmente acciones o bonos convertibles en acciones). En otras palabras, la asesoría que se despliega para la estructuración de un proceso como el de una reorganización empresarial (fusión, escisión o cualquier otra figura) puede concluir para su ejecución en una transacción que involucre la negociación de acciones de diferente manera, bien como emisión, intercambio, venta, split de acciones, etc. En este sentido, el punto que vale la pena destacar es que la gestión profesional que se contrata no puede entenderse como una asesoría cuyo objeto fundamental sea la adquisición o enajenación de valores, aunque la operación que se recomiende desde el punto de vista corporativo concluya en una transacción con valores, no debe olvidarse que se trata de dos campos y segmentos profesionales diferentes. El banquero de inversión no es un operador de valores, y si la estructura que en últimas se aconseja concluye en una negociación de acciones, quien la ejecute, tratándose de acciones listadas en bolsa o en el RNVE, será quien tenga autorización para ello. Otro ejemplo puede ilustrar esto: la decisión de adelantar un proceso de adquisición de una sociedad por razones de mercado o de una estrategia comercial, bien puede ser el producto de la recomendación de un banquero de inversión, de un profesional independiente experto en estrategia o de un miembro de la junta directiva de una sociedad. El análisis de los supuestos que dan lugar a esa propuesta y la recomendación misma (proceso de adquisición), no pueden entenderse exclusivamente bajo el supuesto de una asesoría para la adquisición

de valores; si bien, en este caso la ejecución de la adquisición de la sociedad terminará en una oferta pública de adquisición, es claro que la decisión estratégica que se haya adoptado no es el producto de una asesoría para la adquisición de valores. Lo que sigue posteriormente, esto es, todo el proceso que desde el punto de vista operativo se requiere para llevar a cabo la compra de las acciones, efectivamente puede involucrar aspectos concretos de asesoría en la negociación de valores, específicamente asociados con la mecánica de la operación.

La relevancia de estos ejemplos respecto de las excepciones que desarrolla el parágrafo segundo del artículo 1.5.1.3 puede verse de dos maneras: la primera, en la medida en que se plantean como excepciones a la calificación de la asesoría como operación de intermediación, el regulador asume sin más que tales actividades constituyen en verdad asesoría para la adquisición o enajenación de valores, lo cual, como se ha mostrado no es cierto. La segunda, que el regulador olvida que existe desde hace mucho tiempo una distinción de actividades que identifican claramente cuál es el campo de la banca comercial, banca de inversión, y dentro de ésta, la operación con valores tanto en el mercado primario (underwriting) como en el mercado secundario (brokers y dealers).⁷

El parágrafo tercero de la norma refleja la misma confusión pero en este caso respecto de servicios financieros. Se exceptúan igualmente de la calificación de operación de intermediación la asesoría y el ofrecimiento para la adquisición o enajenación de valores, "... las actividades de asesoría y ofrecimiento que, sin tipificarse como operaciones de intermediación, realicen de manera exclusiva las entidades sometidas a la inspección y vigilancia de la

Superintendencia Financiera de Colombia en desarrollo de su respectivo objeto legal” Esta excepción en si misma plantea una dificultad. Partimos de la base, según la cual, la norma (incluidos los párrafos 1º y 2º) lo que hace es calificar ciertas actividades como operaciones de intermediación de valores, excluir de su prestación y ejercicio a quienes no sean objeto de la vigilancia de la Superintendencia Financiera y sujetar la prestación de tales actividades al régimen legal aplicable a cada entidad vigilada en cuanto la misma sea o se considere como intermediación de valores.

Sin embargo, la excepción –técnicamente mal formulada- plantea como tal una actividad que el mismo párrafo enuncia como algo que no es intermediación de valores. Ahora bien, ¿cuáles son esas actividades de asesoría y ofrecimiento que no son operaciones de intermediación y que realizan exclusivamente las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera? Probablemente la respuesta se refiere a las actividades que ordinariamente desarrollan los establecimientos de crédito y sociedades de servicios financieros para la promoción, publicidad y ofrecimiento de los servicios que hacen parte de sus operaciones normales, tales como cuentas de ahorro, cuentas corrientes, algunas carteras colectivas y otros. El problema de la confusión, es que bajo el supuesto de que cada una de las entidades vigiladas desarrolla las operaciones y actividades que les autoriza la ley y su estatuto, de acuerdo con el texto del decreto 4939 de 2009 las actividades de asesoría y ofrecimiento –calificadas como operaciones de intermediación de valores-, supondrían que el desarrollo normal de algunas de esas operaciones al involucrar valores y no caber dentro de la excepción del párrafo 3º,

requerirían de un proceso de certificación por parte del organismo de autorregulación (AMV) –siguiendo el texto del párrafo 2º del artículo 1.5.1.3- de las personas naturales expresamente autorizadas para el efecto, quienes deberán estar inscritas en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores –RNPMV-, con la modalidad de certificación que le permita esta actividad. Esta conclusión es relevante respecto de cualquier empleado de un establecimiento bancario o una sociedad de servicios financieros, porque conforme al texto literal de la norma cualquiera de ellos al ofrecer productos que de una u otra manera, aunque hagan parte de las operaciones ordinarias de cada entidad, de estar asociadas con valores, otros instrumentos o activos financieros, deberán estar inscritas en el RNPMV y certificadas por parte del AMV.

III. LA EXTINCIÓN DE LOS MANDATARIOS U ORDENANTES DE OPERACIONES EN EL MERCADO DE VALORES

El último aporte del decreto 4939 de 2009 se relaciona con los llamados ordenantes. Su existencia se soporta en el contrato de mandato y en el auge de los mandatarios en relación con la ejecución de operaciones principalmente en bolsa. Previamente el AMV había tomado medidas al respecto por tratarse de una figura cuya utilidad se cuestionaba en relación con el manejo de recursos de terceros.

El presupuesto general del artículo 1.5.2.7 es el de prohibir la función de los llamados ordenantes en tanto sea ejercida como profesión u oficio. Sin embargo, el supuesto de hecho que pretende atacar se mueve entre dos extremos: por una parte, califica de manera directa la actividad de los

ordenantes como intermediación de valores, al señalar que su ejercicio como profesión u oficio es exclusivo de las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera⁸ y en consecuencia, cuando quiera que la misma sea ejecutada por personas diferentes a éstas, habrá una práctica ilegal de la intermediación de valores. Por otra, se admite la posibilidad de que dicha actividad sea desarrollada por personas diferentes a las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera, en cuanto ello no constituya la profesión o el oficio de quien actúa como ordenante. Este límite entre lo que es y no es una profesión u oficio podrá causar dificultades en su determinación, las cuales deberán ser examinadas en cada caso concreto.

Ahora bien, el criterio para diferenciar una y otra situación corresponde a su desempeño como actividad profesional, de manera que cabe la posibilidad de que terceros actúen en tal condición. Para ello se han dispuesto una serie de reglas: por una parte, que tales ordenantes no pueden en función de esa actividad prestar ninguna asesoría (debe recordarse que el artículo 1.5.1.3 calificó dicha actividad como una operación de intermediación de valores), por otra, la prohibición de que los terceros puedan tener vínculos o relaciones contractuales con los intermediarios de valores para tales efectos, en tanto aquellos no podrán representar o comprometer de cualquier manera a un intermediario de valores. Resulta especialmente interesante observar que el conjunto de deberes que tienen los intermediarios de valores respecto de sus clientes, se imponen autónomamente frente a las personas que actúan como ordenantes. Con esto, los intermediarios no sólo están obligados a dar cumplimiento al deber de asesoría frente a los clientes, sino que en el mismo sentido,

de igual manera y de forma independiente tendrán que prestarla frente a los ordenantes. Bajo la consideración, según la cual, entre el cliente y su ordenante existe una relación regida por el contrato de mandato, debería entenderse que los deberes de los intermediarios frente a un cliente que actúa por conducto de un ordenante, se cumplen respecto de éste último, en tanto actúa como mandatario y en tal sentido, por cuenta del cliente. Sin embargo, el decreto asume una línea en la cual impone a los intermediarios la doble carga de cumplir sus deberes frente al cliente y al ordenante sobre la base de que se trata de dos personas diferentes. El resultado final es una doble carga en cabeza del intermediario y el desconocimiento de una relación contractual cuya responsabilidad debe corresponder al cliente que actúa a través de un ordenante.

Desde el punto de vista de los intermediarios, es claro que en la medida en que se establece que la función de ordenantes sólo podrá ser ejercida profesionalmente por los intermediarios de valores, quedan en el camino algunos interrogantes que debieran ser resueltos: en primer lugar ¿qué clase de operación es, cuáles intermediarios la pueden desarrollar y en términos prácticos como deberían ser ejecutadas?

Por otra parte, ¿cuál sería la consecuencia para un intermediario de valores de aceptar como ordenante a un tercero respecto de quien posteriormente se establece que ejerce esa actividad como profesión u oficio?

IV. EL APARENTE SENTIDO OCULTO DE LA CALIFICACIÓN DE INTERMEDIACIÓN DE ESTAS OPERACIONES

El análisis que se ha efectuado respecto de la calificación como operaciones de inter-

mediación de la asesoría para la adquisición o enajenación de valores, el ofrecimiento de servicios de asesoría, intermediación y algunas otras actividades, y la función de ordenantes en operaciones de intermediación de valores, abre la posibilidad de plantear algunas breves consideraciones sobre el alcance del decreto.

Sin duda, no se puede afirmar que el objetivo perseguido era el de precisar o acotar el alcance de la intermediación como una actividad del mercado de valores. Una desprevenida mirada a los aspectos objeto de regulación y a las actividades que se califican como operaciones de intermediación, muestran que en general todas están por fuera de la órbita de quienes son intermediarios de valores y de las operaciones que de acuerdo con la doctrina y la práctica constituyen intermediación en el mercado de valores.

El objeto de regulación en realidad no es la intermediación de valores. Ninguno de los aspectos que conforman el núcleo central del decreto 4939 de 2009 se refiere directamente a las operaciones que constituyen intermediación de valores o a la forma como desarrollan dicha actividad los intermediarios.

La calificación de la asesoría como intermediación no plantea cuáles son los aspectos fundamentales de esa actividad como parte del quehacer de los intermediarios. La referencia general a las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera deja de lado ciertos elementos necesarios para el entendimiento de esta actividad dentro de la noción de intermediación: por ejemplo, de considerarse como una nueva operación autorizada de manera general a los vigilados, los aspectos que abarca y se requieren para su desarrollo. La falta de estos elementos hace que la asesoría como

operación de intermediación de valores sea incomprensible y pueda ser entendida como cualquier cosa. Desde el punto de vista de una política regulatoria, aparte de que su prestación se reserva a los vigilados por la Superintendencia Financiera, no se percibe la intención de regular la prestación de este servicio bajo el principio de protección de los inversionistas⁹.

Lo mismo puede plantearse respecto de la calificación del ofrecimiento de servicios de asesoría e intermediación como parte de esta actividad. En este caso los interrogantes pueden ser aún más sorprendentes, al punto que al margen de la posición legal del regulador, la pregunta es si puede plantearse seriamente que la acción de ofrecer resista la calificación de operación de intermediación. Si ese régimen se aplica en general a los intermediarios, uno de los aspectos que se debería precisar es ¿cuál es el objeto de intermediación cuando se ofrecen esos servicios; cuál es su alcance y su finalidad como operación; su sentido como parte de la noción de intermediación? y por qué, si se parte del supuesto de que la intermediación solo puede ser prestada por intermediarios de valores, se prohíbe su ofrecimiento?. La imposibilidad de ofrecer servicios o la ejecución de operaciones reservadas a entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera es una consecuencia del régimen legal al cual están sometidas y, por ello, no es necesaria una norma que en síntesis se puede traducir como una prohibición de la prohibición.

Quizá el mayor problema que muestra una regulación como la adoptada por el decreto 4939 de 2009, es que deja evidenciar la falta de claridad para precisar el marco que hace parte de la actividad de intermediación de valores, y por supuesto, los elementos

que deben tenerse en cuenta para diferenciarla de otras actividades relacionadas con la intermediación de crédito o de servicios financieros, e incluso el lugar que ocupan en el ámbito de los servicios de banca de inversión. Todo no puede convertirse o entenderse como intermediación de valores, en tanto esa asimilación o confusión sólo puede traer como consecuencia falta de certeza y seguridad respecto de criterios, deberes, obligaciones y cargas que deben cumplir quienes están desarrollando una de esas actividades, en las cuales por efecto de la regulación no son claros los umbrales y fronteras de la actividad que se está desarrollando en un momento determinado.

En estas condiciones, no cabe duda de que el objeto y la finalidad de la calificación de intermediación que hace el decreto 4939 de 2009, está realmente dirigida a controlar y vigilar actividades que están por fuera de la intermediación de valores, como lo son tanto las pirámides como una eventual captación masiva de recursos del público. La reflexión que queda respecto de la utilización de los instrumentos de intervención como la regulación financiera para solucionar eventuales problemas en las herramientas de vigilancia, es si ello es la vía más adecuada y si eso le da confiabilidad y claridad a la regulación de las actividades de las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera.

V. ALGUNAS CONSIDERACIONES FINALES

Con base en el análisis propuesto, las siguientes son las conclusiones más relevantes: Siguiendo la resolución 400 de 1995, la actividad de intermediación de valores está integrada por las siguientes operaciones: las que de manera taxativa menciona el artículo 1.5.1.2, la asesoría de cualquier naturaleza

en la adquisición y enajenación de valores en los términos del párrafo primero del artículo 1.5.1.3, y el ofrecimiento de servicios de cualquier naturaleza según lo previsto en el párrafo primero del mismo artículo, esto es, respecto de las operaciones de intermediación mencionadas anteriormente, y servicios orientados a negociar, tramitar, gestionar, administrar u ordenar la realización de cualquier tipo de operación con valores, instrumentos financieros derivados, productos estructurados, carteras colectivas, fondos de capital privado u otros activos financieros que generen expectativas de beneficios económicos.

La realización de actividades de intermediación de valores en el mercado público de valores sólo les está autorizada a las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia. En otras palabras, el ejercicio legal de operaciones de intermediación de valores es una actividad exclusiva de entidades vigiladas, en cada caso, de conformidad con el régimen legal de las operaciones autorizadas a cada una de ellas.

La asesoría como operación de intermediación es diferente del deber de asesoría que deben prestar los intermediarios de valores a los clientes inversionistas en relación con operaciones de comisión, adquisición o enajenación de valores ejecutadas en desarrollo de contratos de administración de portafolios de terceros y administración de valores. La primera de ellas está calificada como una operación autónoma de intermediación, mientras que la asesoría como deber es una obligación atada a ciertas operaciones de intermediación.

No obstante que la asesoría se ha calificado como una nueva operación de intermediación de valores, no está definido ni el ámbito ni el marco legal dentro del cual se puede

prestar dicha actividad. Por ejemplo, no están determinados los deberes y obligaciones de quien ejecuta dicha operación; si hacer recomendaciones generales se puede calificar como asesoría, qué diferencias hay entre esto y las recomendaciones específicas y personalizadas a un determinado cliente; si la sola calidad de vigilado por la Superintendencia Financiera habilita sin restricción alguna para prestar servicios de asesoría como operación de intermediación o existen límites respecto de la clase de inversiones o servicios que un determinado vigilado puede recomendar a sus clientes en función de la naturaleza particular de cada uno de ellos y de las operaciones que hacen parte de su objeto social.

Dar asesoría de cualquier naturaleza u ofrecer servicios en relación con derivados, productos estructurados, carteras colectivas, fondos de capital privado u otros activos financieros, han quedado comprendidas como operaciones de intermediación de valores. Sin embargo, ello no quiere decir, que los productos que tengan la naturaleza de activos financieros se hayan convertido o calificado como valores en el sentido de la ley 964 de 2005.

La función de impartir órdenes por cuenta de clientes (contrato de mandato) también se ha calificado como una operación de intermediación de valores y en consecuencia como una de las actividades que sólo pueden prestar las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera. Esta calificación supone que nadie que no sea vigilado podrá desarrollar esto como actividad profesional.

La inclusión de la asesoría como una operación de intermediación, debe ser la base para que el regulador oriente sus esfuerzos a la reglamentación de esta actividad, para lo cual, habría que considerar no

sólo los aspectos asociados con el alcance de la operación, los deberes y las obligaciones, también sería necesario desarrollar el tipo de sociedad que podría dedicarse a la prestación de asesoría como una especie de servicio financiero personalizado y no personalizado, o precisar dentro de las entidades vigiladas cuál estaría llamada a desarrollarlo como operación.

* Contexto: Revista de Derecho y Economía, n.º 30, 2010, pp. 123 a 134.

- 1 Ver art. 1.5.3.3 de la Resolución 400 de 1995.
- 2 Cfr. art. 1.5.3.3 de la resolución 400 de 1995, en el cual se establece el alcance y contenido del deber de asesoría profesional de los intermediarios de valores en relación con el contrato de comisión, administración de portafolios de terceros, administración de valores y corretaje.
- 3 Un buen ejemplo sobre cómo se regulan estos temas lo encontramos en la directiva 2004/39/CE de la Unión Europea (mercado de instrumentos financieros) y su desarrollo por parte de la legislación española (Ley 47 del 19 de diciembre 2007), mediante la cual se modificó la Ley 24/1988 (ley de mercado de valores en España). La consideración de la directiva 39 parte, entre otras, del incremento en el número de inversionistas y en tal sentido un mayor número de servicios e instrumentos financieros, la protección de los inversionistas, la finalidad de asegurar altos estándares en la prestación de servicios, y el reconocimiento de que los inversionistas dependen cada vez más de recomendaciones personalizadas, y en tal sentido, la necesidad de incluir los servicios de asesoría como parte de las actividades sujetas a autorización. La ley 47 desarrolló un nuevo tipo de empresa prestadora de servicios de inversión con el objeto exclusivo de prestar servicios de asesoría en inversiones, entendido éste, como la prestación de recomendaciones personalizadas a un cliente, sea a petición de éste o por iniciativa de la empresa, con respecto a una o más operaciones relativas a instrumentos financieros señalados en el artículo 2 de la Ley del Mercado de Valores español. No se considera como asesoramiento las recomendaciones de carácter genérico y no personalizadas que se realicen en el ámbito de la comercialización de valores o instrumentos financieros. La ley

permite que persona, naturales o jurídicas, se puedan constituir como empresas de asesoramiento financiero (EAFI), señalando para ello los requisitos que se requieren para su constitución, incluyendo los financieros, los requisitos de las personas que presten el servicio y el régimen de conflictos de interés. Así mismo, define el concepto de asesoría o asesoramiento financiero, como aquél que se realiza con carácter profesional, no incluyendo el que se preste en el ejercicio de otra actividad profesional, siempre que su prestación no esté específicamente remunerada.

4. Tales operaciones, además de la asesoría de cualquier naturaleza para la adquisición o enajenación de valores, de conformidad con el artículo 1.5.1.2 de la Resolución 400 de 1995 corresponden a: contrato de comisión, administración de valores, administración de portafolios de terceros, corretaje, adquisición o enajenación de valores ejecutadas en desarrollo de contratos de fiducia mercantil o encargo fiduciario, que no den lugar a la vinculación del fideicomitente a una cartera colectiva administrada por una sociedad fiduciaria, adquisición o enajenación de valores ejecutadas por sociedades comisionistas de bolsa como administradoras de carteras colectivas y fondos de inversión de capital del extranjero, sociedades fiduciarias en su calidad de administradoras de carteras colectivas, fondos de pensiones voluntarias, y fondos de inversión de capital del extranjero; sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías en su calidad de administradoras de fondos de pensiones obligatorios, fondos de pensiones voluntarias y fondos de cesantías; compañías de seguros en su calidad de administradoras de fondos de pensiones voluntarias; sociedades administradoras de inversión en su calidad de administradoras de carteras colectivas; colocación de valores a través de contratos de underwriting; las entidades financieras autorizadas para obrar como creadoras de mercado de deuda pública; adquisición y enajenación de valores efectuadas por cuenta propia y directamente por los afiliados a un sistema de negociación de valores o a un sistema de registro de operaciones sobre valores.
5. Este aspecto tiene que ver fundamentalmente con la determinación de criterios que permitan diferenciar los límites entre la comercialización de productos financieros y la asesoría en inversiones, lo cual, es particularmente importante respecto de una entidad que ofrece los mismos productos que estructura o emite. En otras palabras, en el campo de los servicios financieros es necesario diferenciar entre un vendedor y un asesor. Tratándose de la asesoría como un deber asociado con contratos como el de comisión se establecen ciertas normas, criterios y responsabilidades, pero no ocurre lo mismo tratándose de la asesoría como operación de intermediación. Desde otro punto de vista, las normas sobre publicidad de las entidades vigiladas debería reflejar un entendimiento claro de la diferencia entre comercialización, publicidad y anuncios, de la asesoría, sea general o personalizada.
6. De acuerdo con el párrafo segundo del artículo 1.5.1.3, se exceptúan actividades como los estudios de factibilidad, procesos de adquisición, fusión, escisión, liquidación o reestructuración empresarial, cesión de activos, pasivos y contratos, diseño de valores, diseño de sistemas de costos, definición de estructuras adecuadas de capital, estudios de estructuración de deuda, comercialización de cartera, repatriación de capitales, estructuración de procesos de privatización, estructuración de fuentes de financiación, estructuración de procesos de emisión y colocación, y estructuración de operaciones especiales como ofertas públicas de adquisición y martillos.
7. En los EEUU The Banking Act of 1933 (Glass-Steagall Act) separó las actividades de la función de la banca comercial de la función de la banca de inversión. Mediante la Securities Act of 1933 se extendieron los requerimientos de información al mercado secundario de valores, desarrolló el concepto de autorregulación y dio la posibilidad para que la SEC regulara la conducta de los intermediarios (brokers / dealers).
8. Sobre la calificación de tal actividad como parte de la intermediación de valores, a la par que ello constituye la atribución de una especie de privilegio a las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera, no se establece cuáles de dichas entidades lo pueden hacer, si son todas o algunas, o si el análisis de si pueden actuar como ordenantes deberá hacerse de acuerdo con el respectivo objeto social de cada entidad y el régimen de las operaciones autorizadas, a menos que parte del sentido del artículo 1.5.2.7 sea el de haber autorizado una nueva operación.
9. La decisión de incluir la prestación del servicio de asesoría para la adquisición o enajenación de valores como una actividad que sólo podrá ser desarrollada por entidades sujetas a la vigilancia de la Superintendencia Financiera, no requiere

que esta se haga sobre la base de que constituye una operación de intermediación. Se puede calificar como una actividad del mercado de valores y en ese sentido parte de la intervención del Estado, sobre la base de establecer una adecuada

comprensión de las actividades que constituyen manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores, de conformidad con lo previsto en la letra j) del artículo 3 de la ley 964 de 2005.