

2018



Publicaciones URF

## **Estudio sobre distribución de productos del exterior en Colombia**

**Mariana Aya, Alexander Guerrero <sup>a</sup> y Ana María Prieto <sup>b</sup>**

*<sup>a</sup>Asesores Unidad de Regulación Financiera  
<sup>b</sup>Subdirectora de Desarrollo de Mercados*

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

---

### **Resumen**

La internacionalización de los mercados de capitales contribuye a ampliar la oferta de emisores e inversionistas, al tiempo que le permite al mercado tener una mayor competitividad y visibilidad en el contexto global.

El presente documento publicado para comentarios del público y elaborado con el apoyo técnico del Banco Mundial, pretende proporcionar un marco de referencia para evaluar el esquema regulatorio vigente para la distribución de productos de inversión del exterior en Colombia y servir de soporte para la construcción de propuestas regulatorias tendientes a seguir ampliando de forma ordenada la oferta internacional en el mercado local.

El presente estudio de diagnóstico fue aprobado por el Consejo de Directivo de la Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera - URF en sesión No. 18 realizada el mes de febrero de 2018.

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

<b>I.</b>	<b>INTRODUCCIÓN</b> .....	3
<b>II.</b>	<b>ESQUEMA DE DISTRIBUCIÓN DE PRODUCTOS DEL EXTERIOR EN COLOMBIA</b> .....	4
<b>III.</b>	<b>EXPERIENCIA INTERNACIONAL</b> .....	12
	<b>3.1</b> Práctica internacional en la regulación de los productos del exterior.....	12
	<b>3.2</b> Promoción de servicios financieros y valores por intermediarios del exterior.....	13
	<b>3.3</b> Prestación transfronteriza de servicios.....	14
	<b>3.4</b> Distribución de productos del exterior por parte de intermediarios locales.....	15
<b>IV.</b>	<b>RECOMENDACIONES REGULATORIAS</b> .....	17
	<b>4.1</b> La distribución de los productos y servicios por parte de proveedores del exterior.....	18
	<b>4.1.1</b> El principio de solicitud inversa o “ <i>reverse solicitation</i> ”.....	18
	<b>4.1.2</b> Esquema de oficinas de representación y contratos de corresponsalía.....	19
	<b>4.2</b> La distribución de los productos del exterior por parte de los intermediarios locales.....	20
	<b>4.2.1</b> Requerimientos para que los intermediarios locales puedan desarrollar la de intermediación de valores extranjeros.....	21
	<b>4.2.2</b> Requerimientos relacionados con los intermediarios del exterior.....	23
	<b>4.2.3</b> Supervisión de la actividad.....	24
	<b>4.3</b> Distribución de fondos de inversión del exterior.....	25

## I. INTRODUCCIÓN

En las últimas décadas, la globalización de la economía ha cambiado el entorno económico, así como modificado el sistema financiero. La liberalización del régimen financiero internacional y la proliferación de nuevas técnicas e instrumentos de tipo financiero, junto con el rápido desarrollo de las tecnologías de la información y comunicación, han jugado un papel crucial en el impulso de la globalización. Un entorno financiero cada vez más integrado ha beneficiado a los países en el sentido de que aparecen nuevas oportunidades de inversión y financiación al exterior, mientras que en el pasado la mayoría de bolsas de todo el mundo estaban limitadas por las fronteras nacionales y sus industrias específicas, hoy en día se puede observar una expansión internacional de los mercados financieros y una consolidación de las bolsas financieras mundiales cada vez más fuerte<sup>1</sup>.

La internacionalización del mercado de capitales contribuye al desarrollo y profundización del mismo, lo que a su vez redundará en un mayor crecimiento económico y bienestar de la sociedad. Por un lado, amplía la oferta disponible de activos de inversión, lo que mejora las opciones de distribución y diversificación del riesgo para los inversionistas locales, por el otro eleva la competitividad de los intermediarios al incentivar la adopción de prácticas internacionales que apuntan a fortalecer los estándares de operación y extender su actividad hacia nuevos nichos de mercado y por último, fortalece la regulación y supervisión de los mercados mediante la adopción de principios reconocidos internacionalmente que propenden por la transparencia y disciplina del mercado.<sup>2</sup>

No obstante las ventajas señaladas, el proceso de integración de los mercados de valores, y en particular la posibilidad de adquirir productos de otras jurisdicciones genera desafíos para asegurar que los mismos son efectivamente distribuidos por gestores calificados, mediante canales regulados y siguiendo esquemas adecuados de revelación de información y asesoría que propendan por la debida protección de los inversionistas, especialmente de los minoristas.

En el caso de Colombia, la regulación prevé que si una institución del exterior quiere promocionar y publicitar sus productos, sin necesidad de constituir una sociedad en el país, lo pueda realizar por medio de un contrato de corresponsalía del exterior o a través del establecimiento de una oficina de representación. Adicional a estos canales existen otras alternativas que se presentaran a lo largo del documento y que permiten la adquisición de productos del exterior por parte de los inversionistas.

En el caso de fondos de inversión colectiva, Colombia ha venido avanzando igualmente en la adopción de canales que facilitan su comercialización transfronteriza. En este punto se resalta de manera especial lo definido por el Gobierno Nacional en el Decreto 1756 de 2016, mediante el cual se permite la comercialización de fondos de inversión colectiva del exterior por parte de intermediarios locales, siempre que la autoridad de supervisión de donde se hayan creado y autorizado suscriba con la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) acuerdos o convenios de intercambio de información y protocolos de supervisión. Este tipo de canales de distribución para productos del exterior permite que los inversionistas cuenten con una adecuada protección y reglas claras para los diferentes participantes del mercado.

<sup>1</sup> <http://oikonomics.uoc.edu/divulgacio/oikonomics/es/numero02/dossier/eruib.html>

<sup>2</sup> <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2005/html/sp050128.es.html>

Adicionalmente, la regulación vigente permite que los fondos de inversión colectiva constituyan sus portafolios diversificando el riesgo, al permitir que parte de ellos tenga exposición a los mercados internacionales, de esta manera es posible alcanzar rendimientos superiores en el largo plazo. Este tipo de instrumentos cuentan con las garantías que ofrecen las sociedades administradoras de fondos de inversión locales, así como, con las contempladas en el esquema de protección al inversionista señaladas en la normativa nacional. Esta es una alternativa de inversión que está empezando a ser explorada por los actores del mercado y que permite diversificar activos, plazos, calificaciones y emisores.

En lo relacionado con las oficinas de representación y los contratos de corresponsalía, a través de los cuales actualmente se ofrecen productos financieros del exterior, la regulación no ha sufrido modificaciones en la última década, lo cual no ha permitido que se ajusten a la dinámica del mercado nacional e internacional. Por lo anterior y atendiendo a que la regulación en este tema debe enfocarse en la generación de incentivos para la dinamización del mercado y así mismo propender por la protección el consumidor financiero, se hace necesaria la revisión regulatoria de la distribución de servicios financieros del exterior en el territorio colombiano, particularmente a través de las oficinas de representación y los contratos de corresponsalía.

De acuerdo con lo anterior, el documento tiene por finalidad hacer un análisis integral de la distribución de productos del extranjero en el territorio colombiano y en esa medida en un primer capítulo se presenta la situación normativa actual, a continuación se presenta la experiencia internacional en la definición de los mencionados canales, y por último, se hace expresa la propuesta regulatoria relacionada con canales y condiciones para la demanda y oferta de productos de otras jurisdicciones.

El presente documento se publica para comentarios, con el fin de conocer la opinión del público frente a las reflexiones y propuestas presentadas. Favor enviar sus comentarios y sugerencias a los correos [maya@urf.gov.co](mailto:maya@urf.gov.co) y [hguerrer@urf.gov.co](mailto:hguerrer@urf.gov.co) antes del **20 de marzo de 2018**.

## **II. ESQUEMA DE DISTRIBUCIÓN DE PRODUCTOS DEL EXTERIOR EN COLOMBIA**

En la presente sección se revisa el marco regulatorio actual sobre los esquemas de distribución de productos del exterior, estos son, las oficinas de representación y los contratos de corresponsalía así como, de los canales alternativos asociados a sistemas de cotización de valores del extranjero, al reconocimiento de ofertas públicas autorizadas en el exterior, y por último el reconocimiento en Colombia de los fondos de inversión del exterior.

### **2.1. Canales para el ofrecimiento de servicios financieros del exterior en Colombia**

De acuerdo con lo previsto en la Parte 4 del Decreto 2555 de 2010<sup>3</sup>, las instituciones financieras del exterior pueden utilizar los siguientes mecanismos de distribución para ofrecer sus productos y servicios en el mercado local:

<sup>3</sup> Parte 4. Ofrecimiento de servicios financieros del exterior en Colombia

- a) **Oficinas de representación de instituciones financieras del exterior.** A través de este mecanismo se pueden ofrecer servicios financieros y del mercado de valores si ellos hacen parte del objeto social de la institución del exterior.
- b) **Contrato de corresponsalía con una sociedad comisionista de bolsa o una corporación financiera.** A través de este mecanismo se pueden ofrecer los productos y servicios de las instituciones del mercado de valores del exterior.
- c) **Representación de la institución del exterior a través la matriz, filial o subsidiaria establecida en Colombia.** A través de este mecanismo se pueden ofrecer servicios financieros y del mercado de valores, si ellos hacen parte del objeto social de la institución del exterior.

De acuerdo con lo anterior, el mecanismo de distribución utilizado no define los productos y servicios que pueden ser ofrecidos sino que ellos se determinan en función del objeto social de la institución del exterior. Es importante resaltar que por esta vía no se puede realizar una oferta pública de valores del extranjero en el mercado local.

La regulación precisa que las actividades que se pueden realizar a través de los tres mecanismos de distribución son las siguientes:

- ✓ Realizar las actividades administrativas requeridas para la promoción y publicidad de la institución y los servicios,
- ✓ Servir de enlace entre el cliente y la institución del exterior para el manejo de documentos, asesoría y suministro de información, teniendo en cuenta que en todo caso el vínculo legal es exclusivamente con la institución del exterior,
- ✓ Realizar gestiones de cobranza,
- ✓ Desarrollar campañas de promoción o publicidad, y
- ✓ Establecer oficinas promotoras en lugares diferentes al domicilio.

Así mismo, existe una serie de prohibiciones que limitan las actividades que se pueden desarrollar, entre las cuales están:

- ✓ Suscribir contratos,
- ✓ Cerrar operaciones,
- ✓ Captar recursos del público,
- ✓ Obligarse directamente en las operaciones, y
- ✓ Tomar posición en las operaciones.

El uso de cualquiera de los mecanismos de distribución señalados requiere de autorización previa por parte de la SFC, por lo que el control de los mismos se ejerce principalmente al momento del registro. La regulación establece unas condiciones mínimas para que se autoricen estos mecanismos, entre las que se encuentran el suministro de la información relativa a la institución del exterior, al plan de funcionamiento y a las personas que cumplirán las actividades. En XXX la SFC expidió instrucciones para complementar el marco regulatorio<sup>4</sup>.

Existen algunas diferencias en el tratamiento de los mecanismos de distribución, las cuales se pueden evidenciar en el siguiente cuadro.

### **Cuadro 1. Mecanismos de distribución para el ofrecimiento de productos y servicios del**

<sup>4</sup> SFC. Circular Básica Jurídica (Circular Externa 029 de 2014). Parte I. Título II. Capítulo II.

## exterior en Colombia

CRITERIOS	OFICINAS DE REPRESENTACIÓN	CORRESPONSALÍA
<b>Vehículo jurídico</b>	Establecer una oficina de representación	Celebrar un contrato de corresponsalía con: 1. SCB 2. Corporación financiera
<b>Quiénes lo pueden hacer</b>	Instituciones financieras del exterior, instituciones reaseguradoras del exterior e instituciones del mercado de valores del exterior.	Instituciones del mercado de valores del exterior.
<b>Requisitos</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Certificado expedido por las autoridades competentes del país de origen en la cual conste su existencia como institución del exterior, representación legal y el tipo de operaciones que pueden llevar a cabo.</li> <li>• Los estatutos sociales vigentes de la institución del exterior.</li> <li>• La autorización o conformidad expedida por la autoridad competente del lugar de constitución de la institución del exterior para establecer una oficina de representación en el territorio nacional.</li> <li>• La resolución o acuerdo de la asamblea de socios o accionistas de la institución del exterior para el establecimiento de la oficina de representación.</li> <li>• El plan general de funcionamiento de la oficina de representación.</li> <li>• Documentación relativa a la designación de la persona natural que actuará como representante legal de la oficina de representación.</li> <li>• La documentación que acredite las facultades y prohibiciones otorgadas al representante legal de la institución solicitante que promueva el establecimiento de la oficina de representación.</li> <li>• Los estados financieros consolidados y auditados de la institución del exterior.</li> <li>• Toda la documentación adicional que la SFC le solicite</li> </ul>	
<b>Solicitud ante la SFC</b>	Se presenta por intermedio de representante legal o apoderado, junto con los documentos previstos en el artículo 4.1.1.1.4.	Puede realizar los trámites por medio del futuro corresponsal.  Debe adjuntar el contrato de corresponsalía
<b>Término SFC</b>	No tiene un término específico	15 días hábiles contados partir de la radicación de la totalidad de los

		documentos. Si no dice nada, el corresponsal puede iniciar la ejecución del objeto del contrato de corresponsalía.
<b>Representante Legal</b>	Se requiere como representante legal en Colombia a una persona natural posesionada ante la SFC.	No se requiere. No obstante, la SFC en circular exige que se haga por intermedio del representante legal o del apoderado de la institución interesada o por el futuro corresponsal.
<b>Aviso publicitario de identificación</b>	Obligación de identificarse con un aviso expuesto al público en donde anuncien su condición	No tienen obligación de tener un aviso. No obstante, deben decirle al cliente que actúan bajo un contrato de corresponsalía.  La SFC en circular solicita que se identifiquen con un aviso al público
<b>Acto de autorización</b>	Resolución de apertura de la oficina de representación emitida por la SFC	Autorización del contrato de corresponsalía
<b>Obligación de designar funcionarios para la promoción</b>	Matriz, filial o subsidiaria en Colombia. Designar funcionarios que cumplan las labores de promoción o publicidad	No existe la obligación

## 2.2. Canales alternativos para acceder a valores y productos del exterior

La regulación vigente establece otros canales que pueden ser utilizados por los inversionistas locales para acceder a productos y servicios del exterior. A continuación se describirán los mencionados canales.

### 2.2.1. Sistemas de cotización de valores del extranjero

Los inversionistas locales pueden adquirir valores de otros países<sup>5</sup> a través de los sistemas de cotización de valores extranjeros, de conformidad con las reglas previstas en el Título 6, del Libro 15 de la Parte 2 del Decreto 2555 de 2010. Estos sistemas permiten el acceso al mercado secundario de los valores extranjeros, dado que la realización de ofertas públicas en mercado primario debe realizarse de conformidad con la normatividad colombiana y previa inscripción de los valores en el Registro Nacional de Valores y Emisores. Estos sistemas pueden operar a través de dos modalidades.

A continuación se presentan las diferencias que tienen las dos modalidades, destacando de manera particular lo concerniente con la protección del inversionista local en cada uno de los sistemas:

<sup>5</sup> Decreto 2555 de 2010.

*“Artículo 2.15.6.1.2 Valores extranjeros. Para efectos del presente decreto, se entiende por valores extranjeros, todos aquellos que hayan sido emitidos fuera del país por emisores nacionales o extranjeros bajo la regulación de un país extranjero, siempre y cuando gocen del reconocimiento a que se refiere el artículo 2.15.6.1.5 del presente Decreto y se enmarquen dentro del concepto de valor de conformidad con el artículo 2° de la Ley 964 de 2005.”*

- **Sistema de cotización de valores extranjeros por medio de las sociedades comisionistas de bolsa**

Esta modalidad se caracteriza por contar con los siguientes elementos:

- ✓ Los inversionistas locales acceden a los valores del extranjero a través de las sociedades comisionistas locales, las cuales están obligadas a cumplir con el régimen de intermediación y además con las obligaciones especiales previstas en el artículo 2.15.6.1.7 del Decreto 2555 de 2010<sup>6</sup>, las cuales se orientan a que el cliente reciba toda la información necesaria para tomar de manera responsable su decisión de inversión.
- ✓ Los administradores de sistemas de cotización de valores extranjeros están sujetos a la inspección y vigilancia de la SFC<sup>7</sup>.
- ✓ Las actividades de administración, custodia, compensación y liquidación de los valores extranjeros se realizan por entidades locales, de conformidad con la normatividad colombiana, y bajo la supervisión de la SFC<sup>8</sup>.
- ✓ Se reconocen como valores extranjeros aquellos que cumplen las condiciones especiales previstas en el artículo 2.15.6.1.5 del Decreto 2555 de 2010. En particular, debe resaltarse que los valores deben estar listados en una bolsa de valores o un sistema de negociación de valores internacionalmente reconocido por la SFC.
- ✓ Esta modalidad puede ser utilizada por inversionistas profesionales y clientes inversionistas.

Según lo expuesto, por medio de esta modalidad las operaciones sobre valores extranjeros se realizan a través de intermediarios locales, en sistemas de negociación locales y que se cumplen a través de los mecanismos de compensación y liquidación internos, todo ello de conformidad con la normativa colombiana.

La SFC no ejerce ninguna supervisión sobre los valores ni los emisores del exterior, aspectos que están sujetos a la normativa y autoridades de la jurisdicción donde se hayan inscritos y transan los

<sup>6</sup> Decreto 2555 de 2010.

*“Artículo 2.15.6.1.7. Obligaciones de la sociedad comisionista de bolsa de valores. Sin perjuicio de lo establecido en el reglamento del Sistema de Cotización de Valores del Extranjero, la sociedad comisionista de bolsa que solicite el listado de un valor extranjero deberá cumplir con los siguientes deberes y obligaciones:*

*1. Suministrar oportunamente toda la información que el administrador del sistema le solicite y en las condiciones que le defina para efectos del listado de los valores extranjeros.*

*2. Garantizar el acceso a la información financiera, económica, contable, jurídica y administrativa del respectivo emisor, incluyendo aquella que se considere relevante en el país o en el mercado de valores de origen, con la misma periodicidad con que allí sea requerida. Esta obligación implica conocer la forma de actualización de tal información y los medios a través de los cuales se publica.*

*3. Advertir a los inversionistas autorizados de que trata el artículo 2.15.6.1.8 del presente Decreto, acerca de las características, derechos, obligaciones, restricciones y riesgos inherentes al tipo de inversión, así como los mecanismos para su protección a efectos de ejercer los derechos que dichos valores otorgan.*

*4. Informar sobre la existencia de acuerdos o convenios para la administración y custodia de los valores extranjeros a listarse, entre los depósitos centralizados de valores locales e internacionales, o entre los primeros y custodios internacionales, según sea el caso.*

*Parágrafo. Lo dispuesto se entenderá sin perjuicio de los deberes y obligaciones propios de la actividad de intermediación de valores establecidos en esta disposición.”*

<sup>7</sup> Decreto 2555 de 2010. Artículo 2.15.6.1.4.

<sup>8</sup> Decreto 2555 de 2010. Artículo 2.15.6.1.9.

valores extranjeros<sup>9</sup>. Sin embargo, la SFC define cuales son las bolsas de valores o los sistemas de negociación de valores en los que pueden estar inscritos los valores. Desde esta perspectiva se aplica un esquema de cumplimiento sustitutivo que opera como un reconocimiento unilateral por parte de la autoridad Colombiana cuando considera que dicha bolsa o sistema está bien regulada y supervisada.

Adicionalmente, la SFC puede solicitar la suspensión de la negociación de los valores extranjeros<sup>10</sup> y proceder a la cancelación del listado del valor<sup>11</sup>, cuando se presenten circunstancias que puedan afectar la seguridad de las inversiones.

- **Sistema de cotización de valores del extranjero mediante acuerdos o convenios de integración de bolsas de valores o de acuerdos o convenios entre sistemas de negociación de valores o de registro de operaciones sobre valores.**

Esta modalidad se caracteriza por:

- ✓ Se aplican las mismas previsiones del sistema de cotización de valores extranjeros por medio de las sociedades comisionistas de bolsa, siempre que no sean incompatibles<sup>12</sup>.
- ✓ Para que se puedan listar los valores, las bolsas de valores, los sistemas de negociación o los sistemas de registro deben celebrar convenios o acuerdos con una o más bolsas o sistemas de negociación o de registro extranjeros<sup>13</sup>. Las operaciones tienen lugar en las bolsas, sistemas de negociación o de registro en el extranjero.
- ✓ Las bolsas y sistemas locales que participen en los convenios con las entidades del extranjero son las responsables de suministrar la información que requieren los inversionistas locales para tomar la decisión de inversión<sup>14</sup>.
- ✓ Los valores del extranjero que pueden ser adquiridos son los mismos que en la modalidad anterior, de tal suerte que también aplica el esquema de cumplimiento sustitutivo descrito anteriormente.
- ✓ En los reglamentos de los sistemas de cotización de valores del extranjero debe preverse la forma en que se acordó con los proveedores de infraestructura del exterior que tendrá lugar el enrutamiento de las órdenes y el acceso a los sistemas del exterior. Adicionalmente, los intermediarios locales pueden no ingresar las órdenes en su libro electrónico local si cuentan con la autorización de la SFC, siempre y cuando se garantice el cumplimiento de los principios a seguir en el procesamiento de órdenes establecidos en desarrollo del artículo 7.7.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010<sup>15</sup>.

<sup>9</sup> Decreto 2555 de 2010.

*“Artículo 2.15.6.1.13. Supervisión de los valores y emisores del extranjero. La SFC no ejercerá facultades de supervisión sobre los valores ni sobre los emisores del exterior a que se refiere el presente decreto, sin perjuicio de las atribuciones que en el ámbito de su competencia le correspondan, de conformidad con las disposiciones legales e instrucciones aplicables para preservar el orden y la transparencia de los Sistemas de Cotización de Valores Extranjeros donde se transen dichos valores.”*

<sup>10</sup> Decreto 2555 de 2010. Artículo 2.15.6.1.14.

<sup>11</sup> Decreto 2555 de 2010. Artículo 2.15.6.1.15.

<sup>12</sup> Decreto 2555 de 2010. Artículo 2.15.6.2.1.

<sup>13</sup> Decreto 2555 de 2010. Artículo 2.15.6.2.2.

<sup>14</sup> Decreto 2555 de 2010. Artículo 2.15.6.1.7.

<sup>15</sup> Decreto 2555 de 2010. Artículo 2.15.6.2.3.

- ✓ Los valores del extranjero pueden ser adquiridos por inversionistas profesionales o clientes inversionistas, siempre que en los países en los que se encuentran listados ellos puedan ser adquiridos o enajenados por el mismo tipo de inversionista o su equivalente en la respectiva jurisdicción. La equivalencia entre inversionistas debe ser evaluada por la SFC<sup>16</sup>.

Esta modalidad de sistema de cotización de valores del extranjero se diferencia de la anterior en que la negociación de dichos valores tiene lugar en el exterior y con la participación de intermediarios foráneos. En esta medida la regulación y supervisión del país donde se encuentran listados los valores del extranjero tiene una mayor relevancia para efectos de la protección con la que cuentan los inversionistas. No obstante, debe resaltarse que los intermediarios locales que participan en el sistema deben cumplir con el régimen de intermediación y de esa manera los inversionistas se benefician de la protección brindada por el marco normativo local. Adicionalmente, vale la pena destacar que para su funcionamiento se tiene en cuenta la calidad de los inversionistas, de tal suerte que ellos, particularmente los clientes inversionistas, gocen de las protecciones que en las respectivas jurisdicciones se otorgan a los inversionistas que tienen dicha condición.

En términos generales debe señalarse que a través de los sistemas de cotización de valores extranjeros, el marco regulatorio vigente permite el acceso a productos del exterior por intermedio de las sociedades comisionistas locales. En la medida en que las negociaciones en los sistemas de cotización de valores del extranjero se consideran una operación de intermediación los inversionistas se encuentran protegidos por el régimen aplicable a la intermediación.

Adicionalmente, la aplicación de la normativa local para las infraestructuras que participan en el funcionamiento de estos sistemas les brinda seguridad adicional dada la supervisión de la SFC. Finalmente, debe resaltarse que el sistema de cotización de valores extranjeros opera bajo el esquema de cumplimiento sustitutivo, en virtud del cual le corresponde a la SFC determinar los valores extranjeros que pueden inscribirse en los sistemas de cotización de valores extranjeros.

### **2.2.2. Reconocimiento de ofertas públicas autorizadas en el exterior**

El Título 2 del Libro 23 de la Parte 2 del Decreto 2555 de 2010 establece el reconocimiento de las ofertas públicas primarias o secundarias de valores extranjeros, siempre y cuando la autoridad de supervisión del país que autorizó su realización tenga suscritos acuerdos o convenios de intercambio de información y protocolos de supervisión con la SFC. Dichos convenios tienen por objeto que la SFC pueda tener acceso a la información y pruebas que requiere para el ejercicio de la supervisión<sup>17</sup>.

Una vez que la oferta pública es reconocida se puede realizar la promoción de los valores extranjeros<sup>18</sup> por parte de las sociedades comisionistas de bolsa, quienes deben actuar en nombre propio pero por cuenta ajena a través del contrato de comisión<sup>19</sup>. Los inversionistas profesionales y los clientes inversionistas pueden adquirir dichos valores siempre que se apliquen las restricciones que para la negociación de los mismos se establece en la regulación del país de origen para las categorías de inversionistas que sean asimilables a las del régimen Colombiano según la

<sup>16</sup> Decreto 2555 de 2010. Artículo 2.15.6.2.4.

<sup>17</sup> Decreto 2555 de 2010. Artículo 2.23.2.1.1.

<sup>18</sup> Decreto 2555 de 2010. Artículo 2.23.2.1.2.

<sup>19</sup> Decreto 2555 de 2010. Artículo 2.23.2.1.3.

equivalencia que realice la SFC.

La SFC no supervisa los valores y emisores del extranjero dado que no tiene competencia para el efecto<sup>20</sup>. El emisor de valores extranjero que realice la promoción y/o colocación de una oferta pública reconocida, debe informar los derechos y obligaciones de los inversionistas, la autoridad de supervisión y los medios a través de los cuales se puede obtener la información<sup>21</sup>.

### 2.2.3. Reconocimiento de los Fondos de Inversión del Exterior

Con el propósito de facilitar la distribución en Colombia de fondos de inversión colectiva del exterior se expidió recientemente el Decreto 1756 de 2017<sup>22</sup>. La norma<sup>23</sup> establece que se pueden distribuir en Colombia fondos de inversión del exterior por los intermediarios locales siempre que la autoridad de supervisión de donde se hayan creado y autorizado suscriba con la SFC acuerdos o convenios de intercambio de información y protocolos de supervisión en los términos descritos en el artículo 2.23.2.1.1 del Decreto 2555 de 2010.

La norma establece que los fondos de inversión del exterior deben cumplir con una serie de requisitos especiales<sup>24</sup>, los cuales buscan proteger a los inversionistas respecto de la calidad de dichos productos de inversión.

Adicionalmente, el decreto propone que a partir de la clasificación de los inversionistas se determine los fondos de inversión del exterior que pueden ser adquiridos, de tal suerte que las restricciones establecidas para los clientes minoristas en el país de origen igualmente se aplicarán en Colombia, en función de la equivalencia de las categorías de inversionistas que realice la SFC.

La distribución de los fondos del exterior descrita en esta sección se podrá adelantar únicamente a

<sup>20</sup> Decreto 2555 de 2010. Artículo 2.23.2.1.5.

<sup>21</sup> Decreto 2555 de 2010. Artículo 2.23.2.1.6.

<sup>22</sup> El cual adicional el Libro 6 a la Parte 3 del Decreto 2555 de 2010

<sup>23</sup> Decreto 1756 de 2017. Artículo 3.6.1.1.1.

<sup>24</sup> Decreto 1756 de 2017.

*“Artículo 3.6.1.1.2 Requisitos especiales. Además de lo previsto en el artículo 3.6.1.1.1 del presente Decreto, los fondos de inversión del exterior de que trata el presente Libro deberán cumplir los siguientes requisitos especiales:*

*1. Contar con estándares de segregación patrimonial, en cuya virtud los activos administrados constituyan un patrimonio independiente y separado del patrimonio propio de la entidad administradora y de los patrimonios de otros fondos de inversión administrados, bajo el régimen legal aplicable en la respectiva jurisdicción.*

*2. Contar con estándares de suministro de información periódica a los inversionistas, que comprendan como mínimo los objetivos y la política de inversión de los fondos de inversión del exterior, el perfil de riesgo y retorno incluyendo la descripción de los riesgos a los cuales se encuentran expuestos, los costos, el desempeño histórico, y los datos de contacto de las entidades administradoras incluyendo su dirección postal y página de internet, bajo el régimen legal aplicable en la respectiva jurisdicción.*

*3. Tener un custodio profesional, sujeto a la supervisión de la autoridad de supervisión de la jurisdicción de origen de dicho fondo, que sea independiente del administrador del fondo de inversión del exterior; que tenga estándares de segregación patrimonial en cuya virtud los activos en custodia constituyan un patrimonio independiente del patrimonio propio del custodio y de otros activos custodiados, y que realice al menos la función de salvaguarda de los activos custodiados, bajo el régimen legal aplicable en la respectiva jurisdicción.*

*4. No realizar operaciones de naturaleza apalancada. Para estos efectos, se entiende por operaciones de naturaleza apalancada las contempladas en el artículo 3.1.1.5.1 del presente Decreto.”*

través del distribuidor especializado de fondos de inversión colectiva de que trata el artículo 3.1.4.2.1 del Decreto 2555 de 2010.

### **III. EXPERIENCIA INTERNACIONAL**

Con el apoyo del Banco Mundial se realizó un estudio sobre los estándares de regulación permitidos para el ofrecimiento de productos del exterior en diferentes jurisdicciones, destacándose lo siguiente.

#### **3.1 Práctica internacional en la regulación de los productos del exterior**

En esta sección se describen los principales elementos que contienen los marcos regulatorios de los productos del exterior, en las jurisdicciones revisadas:

- Los objetivos principales de la regulación son la definición de los productos que se pueden ofrecer y los mecanismos para supervisar su distribución. En la medida que los reguladores solo tienen competencia local no es posible establecer un esquema con alcance transnacional. En consecuencia, únicamente se puede regular de manera comprensiva la comercialización de productos del exterior que sean distribuidos por intermediarios locales.
- En términos generales las regulaciones otorgan libertad para que los inversionistas profesionales adquieran los productos del exterior, con sujeción a su normativa propia. El caso es diferente para los inversionistas minoristas, quienes requieren de mecanismos de protección, principalmente de asesoría profesional.
- No resulta práctico establecer restricciones regulatorias cuando los inversionistas por su propia iniciativa toman la decisión de adquirir productos del exterior a través de proveedores no sujetos a la supervisión local. Si las autoridades y la regulación carecen de competencia sobre los proveedores del exterior y los productos que éstos ofrecen, resulta imposible establecer un régimen de protección para los inversionistas que por su cuenta deciden iniciar relaciones comerciales con los mismos.
- En relación con los productos complejos es muy importante distinguir entre los inversionistas profesionales y los inversionistas minoristas para que éstos últimos reciban la asesoría y demás mecanismos de protección que requieren, cualquiera que sea el esquema que se autorice para la distribución de los productos del exterior.
- La regulación sobre asesoría debe aplicarse a la comercialización y distribución de productos del exterior, en la medida en que los vehículos de inversión y los intermediarios estén dentro de su jurisdicción.

De acuerdo con la revisión de los elementos normativos de las otras jurisdicciones, en el estudio del Banco Mundial se recomienda que:

- ✓ Se deben realizar campañas de educación financiera para que los inversionistas entiendan los riesgos a los que se exponen al comprar productos que no cuentan con la protección de la regulación y supervisión local.
- ✓ Únicamente los asesores registrados pueden ofrecer los productos del exterior que hayan sido autorizados por el supervisor.

- ✓ Todos los productos del exterior que se vayan a comercializar en Colombia deben estar sujetos a un registro bajo el control del supervisor.
- ✓ En la mayoría de los países revisados por el Consultor la distribución de los productos del exterior es realizada por intermediarios locales, para que ellos puedan suministrar al inversionista los servicios requeridos, principalmente en materia de asesoría, suministro de información y reporte sobre la evolución de la inversión realizada.

### 3.2 Promoción de servicios financieros y valores por intermediarios del exterior

Otro de los puntos analizados en el estudio fue la forma en que los productos financieros y de valores que se distribuyen desde exterior son regulados por la jurisdicción que los recibe. Las principales conclusiones y recomendaciones se resumen a continuación:

- La intermediación de valores solo se puede realizar por las personas que tengan la licencia estatal<sup>25</sup>.
- Se destaca la importancia que el suministro de asesoría se realice con sujeción a un marco que proteja adecuadamente a los diferentes tipos de inversionistas, lo cual debería ser cumplido por cualquier intermediario que pretenda distribuir valores, ya sea que se trate de personas que se encuentren localizadas dentro o fuera de la jurisdicción donde se ofrecen los productos.
- Los intermediarios del exterior que tienen interés en distribuir sus productos en otro país pueden utilizar las siguientes opciones: (i) establecer una subsidiaria, (ii) crear una sucursal, (iii) suministrar los servicios desde su jurisdicción base sin ninguna presencia en el país objetivo y (iv) convenir que un intermediario local del país objetivo preste servicios en su nombre. La decisión depende de diversos factores, incluido el régimen aplicable, y el tratamiento tributario.
- Los esquemas que se pueden adoptar en la regulación local para permitir el ofrecimiento de productos por intermediarios del exterior son los siguientes:
  - ✓ Establecer una subsidiaria en el mercado local para lo cual se debe cumplir con la normativa aplicable a los intermediarios locales.
  - ✓ Adaptar el régimen de sucursales para que sea cumplido por los intermediarios del exterior.
  - ✓ Prestación transfronteriza de servicios con base en los siguientes esquemas:
    - Establecer excepciones a la obligación de cumplir con los requisitos de licenciamiento, las cuales tienen alcance bastante limitado y se otorgan cuando la actividad permitida no pone en riesgo los objetivos regulatorios que se protegen por el régimen de licencia. En este sentido pueden mencionarse las siguientes: (i) suministro de servicios bajo el esquema de No – Requerimiento por el intermediario o “*reverse solicitation*”, el cual es común en la mayoría de las regulaciones, (ii) servicios y productos especiales para clientes profesionales, (iii) suministro de un número limitado de servicios a un grupo pequeño de consumidores, esquema adoptado en Estados Unidos y Canadá.

<sup>25</sup> No obstante, la metodología de IOSCO tiene un enfoque ligeramente distinto en la medida en que reconoce que algunos asesores de inversiones pueden no necesitar licencia. Sin embargo, cuando los asesores actúan en beneficio de los clientes o tienen permitida la custodia de los activos de los clientes necesariamente deben contar con licencia.

- Reconocer como apropiado el régimen que aplica a los intermediarios del exterior. Este reconocimiento se puede otorgar con base en los siguientes criterios: (i) acuerdos de reconocimiento regional, como es el caso de la Unión Europea bajo MIFID (ii) reconocimiento mutuo, bajo acuerdos de reguladores regionales, o (iii) reconocimiento unilateral siempre que se cumpla un estándar mínimo, pudiendo tomarse como referencia el caso de Australia.
- ✓ Permitir que los intermediarios locales distribuyan los productos del exterior con sujeción al régimen de intermediación aplicable.

### 3.3 Prestación transfronteriza de servicios

En relación con la prestación transfronteriza de servicios se deben tener en consideración los siguientes aspectos:

- La regulación debe balancear los siguientes factores: (i) los beneficios de la participación de intermediarios del exterior, (ii) la protección de los inversionistas y la integridad de los mercados domésticos, y (iii) mantener la neutralidad competitiva entre los intermediarios locales y del exterior.
- Si se permite que intermediarios del exterior distribuyan de forma transfronteriza sin licencia productos en el mercado local se debe tener claridad sobre las reglas que aplican en relación con aspectos tales como: (i) actividades que pueden cumplir, y (ii) estándares de promoción y distribución, incluyendo el régimen de asesoría y de suministro de información. En el marco regulatorio tomado como referencia solo los intermediarios y personas con licencia pueden cumplir estas actividades.
- En el diseño de excepciones a la aplicación del régimen de licencia se deben definir los siguientes aspectos: (i) actividades a las que aplica, (ii) categoría de clientes con los que pueden establecer relación los intermediarios del exterior y (iii) otras condiciones o limitaciones que deben implementarse. En términos generales estas excepciones operan para los inversionistas profesionales en la medida en que ellos no requieren de la protección estatal.
- Para el desarrollo del régimen de excepciones la mayor parte de las regulaciones distinguen entre clientes minoristas y clientes profesionales, bajo la presunción que estos últimos tienen la experiencia y recursos financieros para tomar decisiones sin necesidad de una protección especial.
- Otros elementos del marco regulatorio, no asociados directamente a la licencia de intermediación, deben aplicar a los intermediarios del exterior, como son las reglas que protegen contra las malas prácticas de mercado.
- Cuando los intermediarios del exterior prestan los servicios sin presencia local es difícil ejercer una adecuada supervisión y control. En esa medida el supervisor local debe contar con acuerdos de cooperación con los supervisores del exterior para asegurar que se tiene acceso a la información requerida para cumplir con sus funciones. Adicionalmente, se requiere que en el país exista un representante a quien se pueda notificar de las acciones del supervisor, que el intermediario del exterior suscriba un compromiso vinculante mediante el cual se somete a la jurisdicción local y que se obligue a dar cumplimiento a las órdenes de las correspondientes autoridades.

De conformidad con lo anterior, las principales conclusiones de la revisión son las siguientes:

- No existe un estándar internacional, debidamente consensuado, sobre la forma en que se deben regular la prestación transfronteriza de servicios por parte de los intermediarios del exterior. No obstante, el principio general es que la prestación de servicios de intermediación requiere de licencia y las excepciones al mismo se establecen para inversionistas profesionales.
- Estas excepciones están basadas en dos aproximaciones regulatorias diferentes, el cumplimiento sustitutivo y el esquema de excepciones limitadas al régimen de licencia, en el cual se debe tener cuidado para mantener un régimen neutral de competencia.
- El intermediario siempre debe estar autorizado en su país de origen para la prestación de los respectivos servicios.
- El esquema de cumplimiento sustitutivo es bastante complejo en la medida que es necesario revisar de forma detallada que en otras jurisdicciones se aplican estándares de regulación y de supervisión adecuados. Este análisis no es necesario en la aproximación de establecer excepciones limitadas al régimen de licencia aunque se requiere en todo caso que los intermediarios del exterior estén sujetos a un marco regulatorio que cumpla con los estándares internacionales desarrollados para la actividad de intermediación.
- Para el establecimiento de un esquema de cumplimiento sustitutivo se necesita la implementación de acuerdos de cooperación suficientemente fuertes para que el supervisor local se pueda soportar en las actividades que ejercen las autoridades del país de origen del intermediario del exterior. La estructura de cooperación también es requerida para el correcto funcionamiento del esquema de excepciones limitadas al régimen de licencia.
- Cualquiera que sea la aproximación que se tome para regular la prestación transfronteriza de servicios por parte de los intermediarios del exterior se debe tener en cuenta que se deben cumplir reglas rigurosas para la promoción y distribución de los productos.

### **3.4 Distribución de productos del exterior por parte de intermediarios locales**

Varias jurisdicciones permiten que los intermediarios del exterior distribuyan productos en el mercado local, siempre que éstos actúen a través de un intermediario autorizado en la jurisdicción del cliente, que sea responsable de las transacciones y del cumplimiento de la normatividad aplicable.

La utilización de un intermediario local para la compra de productos de exterior es una opción beneficiosa, particularmente para el inversionista minorista, en la medida en que puede recibir la protección provista por la regulación local y acudir a las alternativas de solución establecidas para el efecto cuando se presenten dificultades.

Para el desarrollo de este esquema de distribución de productos del exterior es importante definir las actividades que el intermediario local va a realizar y los productos que serán objeto de comercialización. Así mismo, dado que la inversión en valores del exterior puede implicar riesgos adicionales a los del mercado local, es necesario precisar qué tipo de mecanismos de protección a los inversionistas minoristas se requieren para asegurar que éstos pueden tomar decisiones de inversión informadas. En este orden de ideas y con base en la regulación de las jurisdicciones revisadas se plantean las siguientes consideraciones:

- **Actividades de intermediación permitidas:**

- ✓ Se permite a los intermediarios locales realizar la distribución de productos del exterior con sujeción al mismo régimen que aplica para los productos del mercado local, en el cual deben estar las protecciones para los inversionistas minoristas.
- ✓ Los intermediarios deben cumplir con las siguientes obligaciones generales cuando se trate de productos del exterior: (i) conocimiento y experiencia en relación con los productos del exterior, (ii) revelación clara sobre los servicios prestados, (iii) actuar de manera justa, honesta y profesional y (iv) cumplir con las reglas básicas de la actividad como son las relativas a asesoría, conflictos de interés, mejor ejecución, separación de los activos, documentación y reporte. Estas reglas deben operar de igual manera que para productos locales, salvo que se considere necesario realizar precisiones para los productos del exterior en temas como la capacidad y experiencia del intermediario, la descripción del servicio, la forma de suministro de la asesoría y el cumplimiento del deber de mejor ejecución.
- ✓ Se deben establecer requisitos especiales para que los intermediarios locales puedan usar la licencia para la distribución de los productos del exterior. Dentro de estos, es indispensable que el intermediario tenga el conocimiento y experiencia para prestar los servicios y productos del exterior, por lo tanto se podría establecer una obligación expresa a cargo del intermediario en el sentido de garantizar que su personal esté debidamente calificado para prestar el servicio.
- ✓ La vinculación del cliente debe seguir las mismas reglas que se tienen previstas para establecer una relación contractual que permita acceder a los demás productos.
- ✓ Al cliente se le debe suministrar la información apropiada para que entienda los productos, los riesgos, la forma de ejecución y los costos asociados.
- ✓ Los estándares fijados para el suministro de asesoría se deben cumplir de manera muy estricta cuando se trata de productos del exterior, en la medida que los inversionistas requieren un acompañamiento mayor para lograr su entendimiento y un adecuado manejo de los riesgos asociados.
- ✓ El intermediario debe cumplir con el deber de mejor ejecución, ya sea que tenga la posibilidad efectuar la operación directamente o a través de un intermediario del exterior.

- **Productos sobre los cuales se pueden brindar servicios de intermediación**

- ✓ Si un emisor desea realizar una oferta pública de valores en varios países simultáneamente estará sujeto a las reglas que para la oferta pública tenga cada uno de estos países. En casi todas las jurisdicciones revisadas la oferta pública de valores está sujeta a reglas de registro y relevación de información por parte del emisor para que los inversionistas puedan tomar decisiones informadas. En consecuencia, cuando un inversionista local adquiere dichos productos del exterior tendrá el grado de protección otorgado por la regulación de la jurisdicción donde se registró el producto para la realización de las operaciones en el mercado primario.
- ✓ Cuando los valores ya han sido emitidos y se transan en el mercado secundario se entiende que el grado de protección al inversionista, otorgado por el suministro de información al momento de la oferta inicial, ya se encuentra cumplido, de tal suerte que no existen reglas especiales, diferentes de aquellas que deben ser cumplidas de manera general por el

intermediario. Las regulaciones no establecen obligaciones adicionales para el emisor en caso de que los productos vayan a ser adquiridos por inversionistas de otras jurisdicciones, de manera que no se aplican regulaciones que impliquen un registro de los valores del exterior en el mercado local, dado que ya no existe una oferta de valores sino solamente una transacción de mercado secundario. La práctica regulatoria en esta materia consiste en que la protección al inversionista se brinda a través de los deberes y obligaciones a que está sujeto el intermediario que recomienda el producto.

- ✓ En la experiencia internacional revisada no se evidencia la existencia de limitaciones sobre los activos del exterior que pueden ser distribuidos por los intermediarios locales o sobre los cuales éstos pueden realizar otras actividades de intermediación. No obstante, para asegurar que la regulación local protege adecuadamente a los inversionistas minoristas en la compra de productos del exterior se podrían establecer limitaciones adicionales. Por ejemplo, en algunas jurisdicciones únicamente se permite el ofrecimiento de productos que se negocien en determinados mercados que son reconocidos por tener altos estándares regulatorios. Sin embargo, esta alternativa implica reducir la oferta de productos a la que pueden acceder los inversionistas y, por tanto, puede ser más apropiado fortalecer la regulación local aplicable a los intermediarios en relación con los inversionistas minoristas cuando se trate de transacciones sobre productos del exterior.

En conclusión, existen beneficios en permitir que los inversionistas locales adquieran productos del exterior a través de intermediarios locales siempre y cuando exista un grado aceptable de protección en el marco regulatorio, en particular a través de los siguientes elementos: (i) los intermediarios deben tener el conocimiento, entendimiento y competencia para proveer servicios relacionados con productos y mercados del exterior, (ii) los intermediarios deben revelar de manera oportuna a los clientes los riesgos y demás información relevante sobre este tipo de productos, y (iii) el suministro de la asesoría para los inversionistas minoristas debe ser apropiado, teniendo en cuenta las particularidades de los productos del exterior, para que respondan a los intereses de los clientes.

#### IV. RECOMENDACIONES REGULATORIAS

La integración de los mercados de capitales permite ampliar la base de emisores e inversionistas, diversificar la oferta de valores disponibles con activos de diversas estructuras de riesgo y rentabilidad y en general fortalecer el nivel de competitividad y visibilidad de los intermediarios en el contexto global.

En ese sentido, es deseable contar con un marco regulatorio robusto que, preservando altos estándares de transparencia e integridad, promueva la distribución de los productos y servicios financieros del exterior mediante esquemas y canales adecuados, ya sea a través de intermediarios locales o del exterior.

Conforme al estudio adelantado, para lograr dicho equilibrio regulatorio se proponen los siguientes principios:

- **Protección de los inversionistas e integridad del mercado.** Uno de los principales objetivos de la regulación es brindar una debida protección a los inversionistas minoritarios a través de

una adecuada asesoría y revelación de información de las alternativas de inversión<sup>26</sup>, especialmente en el caso de productos que por su naturaleza son considerados como complejos<sup>27</sup>. Igualmente, la regulación propende por un funcionamiento adecuado del mercado de valores de tal suerte que sea justo, eficiente y transparente<sup>28</sup>. En este orden de ideas, es fundamental que los inversionistas entiendan sus derechos y obligaciones en cada uno de los canales que se habiliten para tener acceso a los productos y servicios del exterior.

- **Mantener la neutralidad competitiva entre los intermediarios locales y los intermediarios del exterior.** Así mismo, la regulación debe buscar que todos los proveedores de productos y servicios puedan competir en un marco neutral, siempre que cumplan con el régimen jurídico establecido para el efecto. En este sentido se debe buscar que los estándares sean iguales o equivalentes en la medida en que los intermediarios desarrollen las mismas actividades.

Adicionalmente, la regulación debe orientarse a que las entidades vigiladas desarrollen las actividades que resulten compatibles con su objeto social.

En el caso particular de Colombia, en la medida en que los productos del exterior pueden ser ofrecidos por intermediarios locales o por entidades del exterior, a través de las oficinas de representación y contratos de corresponsalía, se propone evaluar los esquemas que se pueden utilizar en uno y otro caso.

#### **4.1 La distribución de los productos y servicios por parte de proveedores del exterior**

En relación con la distribución de productos y servicios por parte de proveedores del exterior, a través del esquema de oficinas de representación y contratos de corresponsalía, se propone que la regulación ser formule teniendo en cuenta las siguientes consideraciones:

##### **4.1.1 El principio de solicitud inversa o “reverse solicitation”**

En las jurisdicciones revisadas opera el principio de solicitud inversa o “reverse solicitation”, en virtud del cual si un cliente local tiene la iniciativa de contactar por su propia cuenta a un proveedor del exterior para la adquisición de productos o servicios lo puede realizar, siempre y cuando no haya sido inducido o motivado a iniciar la relación por parte de la entidad financiera.

Generalmente para las autoridades es difícil controlar las actividades de los proveedores del exterior, en la medida en que los mismos no están sujetos a su jurisdicción y por tanto, para hacer efectiva la regulación, se requiere de la cooperación del supervisor donde está establecido el intermediario. Si bien la suscripción de memorandos de entendimiento puede resultar útil, las autoridades siempre estarán sujetas a las limitaciones propias de este tipo de instrumentos.

En Colombia, la regulación vigente incorpora este principio, el cual se propone sea conservado,

<sup>26</sup> IOSCO. Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores. Septiembre de 1998. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD82-Spanish.pdf>

<sup>27</sup> IOSCO. 13.3. Suitability Requirements With Respect To the Distribution of Complex Financial Products. Final Report. January 2013. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD400.pdf>

<sup>28</sup> IOSCO. Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores. Septiembre de 1998. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD82-Spanish.pdf>

precisando los siguientes aspectos:

- (i) Se entiende que el contacto ha sido iniciado por el cliente local cuando el mismo no se considera una respuesta a una comunicación o material informativo que de forma personalizada y por cualquier medio remitió el intermediario del exterior, que se pueda entender como una invitación al cliente o que pueda influenciar el inicio de una relación para la adquisición de un producto o servicio.
- (ii) Otorgar a la SFC la posibilidad de precisar los criterios conforme a los cuales va a vigilar el efectivo cumplimiento del principio.
- (iii) Una vez que se establece el contacto inicial el proveedor del exterior solo le puede ofrecer el producto o servicio que motivó el contacto. En consecuencia, la existencia de una relación inicial no habilita al proveedor del exterior para que de manera continua le ofrezca nuevos productos y servicios.

#### **4.1.2 Esquema de oficinas de representación y contratos de corresponsalía**

Dado que el esquema actual de oficinas de representación y contratos de corresponsalía puede resultar insuficiente para responder a las necesidades de los clientes inversionistas, se propone limitar su utilización únicamente para la promoción de productos y servicios del exterior a los inversionistas profesionales manteniendo los servicios autorizados y las prohibiciones vigentes para dichas figuras.

Consideramos que el esquema podría permitir la promoción de los productos a los inversionistas profesionales, bajo el supuesto que la prestación de los servicios tendría lugar de forma transfronteriza y por tanto la responsabilidad recaería exclusivamente en el intermediario del exterior.

Adicionalmente a lo anterior se pone en consideración realizar los siguientes ajustes regulatorios:

- Con la finalidad de eliminar algunas asimetrías entre las figuras de la oficina de representación y los contratos de corresponsalía, se propone que exista una figura en la cual una persona natural (poseionada ante la SFC) sea el representante responsable de las actividades de promoción y del cumplimiento del contrato de corresponsalía. Así mismo, se sugiere que se designe claramente a las personas a través de las cuales se prestarán los servicios autorizados. No obstante, debe precisarse que la responsabilidad por el producto corresponde de forma exclusiva al intermediario del exterior que presta sus servicios de forma transfronteriza.
- Para facilitar el control de la SFC se recomienda, entre otros, llevar un registro de los productos que serán promocionados, los cuales podrían ser propios de la institución del exterior o de terceros con los cuales ella tenga acuerdos o convenios para su distribución.
- En caso de que a través de las oficinas de representación o los contratos de corresponsalía no se presten los servicios autorizados durante un periodo de un (1) año, se propone que la SFC solicite que se informe si se reanudarán las actividades dentro de los próximos tres (3) meses. En caso afirmativo se deberá presentar el plan de trabajo correspondiente y en el evento que la inactividad vaya a continuar por un periodo superior a seis (6) meses la SFC podrá cancelar la respectiva autorización.

- Para otorgar la autorización de la SFC, se propone incluir los criterios objetivos que esta debe tener en cuenta:
  - ✓ Que el país en donde tiene domicilio la institución del exterior haga parte de organismos multilaterales o de convenios entre organismos de supervisión que permiten el intercambio de información y cooperación entre las autoridades de supervisión.
  - ✓ Que el supervisor del exterior vigila el cumplimiento de una regulación basada en riesgos prudenciales y en reglas de conducta.
  - ✓ Que la institución del exterior acredite el ejercicio profesional en el mercado de valores por lo menos con una antigüedad no menor a 3 años, y que además cuenta con la experiencia suficiente en las actividades y productos ofrecidos en su territorio en un tiempo igual al antes señalado.
  - ✓ Que no ha sido objeto de sanciones institucionales por la prestación de los productos y servicios que pretende ofrecer en territorio colombiano.
  - ✓ Que la institución del exterior cuente con la estructura y disposición de recursos mínimos para una adecuada prestación del servicio y producto ofrecido bajo la Oficina de Representación o el desarrollo del contrato de corresponsalía.
  - ✓ Los demás que la SFC establezca.
- Se propone implementar un periodo de transición para que los intermediarios del exterior finalicen las actividades de promoción con relación a los *clientes inversionistas* y se ajusten al nuevo esquema regulatorio.

#### **4.2 La distribución de los productos del exterior por parte de los intermediarios locales**

De conformidad con las consideraciones anteriores se propone la creación de una nueva modalidad de intermediación sobre valores extranjeros, que permitiría adquirir valores de otras jurisdicciones a los cuales los clientes inversionistas no tengan acceso a través de los canales existentes en la regulación, siempre y cuando la misma se realice sin afectar los objetivos regulatorios.

A continuación se describen los principales aspectos que consideramos debe ser tenidos en cuenta en la regulación que desarrolle el tema:

- Se podría realizar intermediación sobre valores extranjeros, en el mercado primario o secundario, sin que necesariamente hayan sido inscritos en los sistemas de cotización de valores del extranjero o se haya reconocido la oferta pública del exterior. En todo caso, la oferta pública de los valores debe estar autorizada en el país donde el emisor quiere obtener los recursos y se deben cumplir con las reglas previstas en dicha jurisdicción para su colocación primaria y posterior negociación.
- El nivel de protección para los inversionistas del mercado minorista estaría basado principalmente en el profesionalismo con el cual los intermediarios locales deben cumplir con el régimen de intermediación, el cual requiere en todo caso de ajustes para fortalecer ciertas obligaciones en atención a las particularidades de la intermediación de productos del exterior.
- La información necesaria para realizar la supervisión de la nueva actividad de intermediación debería obtenerse principalmente a través del intermediario local, el cual debe incorporar en los contratos que suscriba con los intermediarios del exterior la obligación para que ellos suministren toda la información que la Superintendencia Financiera requiera en el ejercicio de

sus facultades. Para el efecto se podría utilizar como referencia el listado de 115 jurisdicciones<sup>29</sup> que han suscrito el memorando de entendimiento multilateral de IOSCO para la consulta y cooperación e intercambio de información<sup>30</sup>.

- De forma complementaria, se podría restringir la distribución únicamente a aquellos intermediarios localizados en países con niveles de regulación adecuados. Para este propósito se pueden utilizar diferentes instrumentos, los cuales se traducen en limitaciones para el acceso a los productos del exterior.
- De forma consistente con la regulación aplicable a los otros canales de distribución de productos del exterior, en la medida en que la regulación del país de origen prohíba la adquisición de un producto por parte de un cliente minorista, se recomienda que en Colombia también se aplique dicha restricción.
- Dada la diversidad de valores que pueden existir en los diferentes mercados del exterior no se considera práctico establecer requerimientos especiales para los mismos, sin perjuicio de la responsabilidad por la adecuada evaluación de los productos que recae en los intermediarios locales, quienes deberán dar recomendaciones profesionales a los clientes inversionistas de conformidad con la regulación aplicable.
- Se recomienda no modificar las actividades que cada uno de los intermediarios locales pueden desarrollar de acuerdo con lo previsto en su objeto social. En consecuencia, los intermediarios locales podrían realizar las operaciones que tienen autorizadas sobre los productos del exterior que tengan una naturaleza igual o equivalente a la de los productos locales respecto de los cuales tienen licencia. De esta forma se asegura que los intermediarios tengan conocimiento y experiencia en los productos que intermediarían para sus clientes.

#### **4.2.1 Requerimientos para que los intermediarios locales puedan desarrollar la de intermediación de valores extranjeros**

Con base en la experiencia internacional y teniendo en cuenta las particularidades de la intermediación de valores del extranjero consideramos que podría ser pertinente modificar los siguientes aspectos:

- **Autorización especial para el desarrollo de la actividad**

La realización de la nueva modalidad de intermediación sobre valores extranjeros se debería someter a la obtención de una autorización especial. A través de este procedimiento el intermediario debería presentar el plan de negocio que va a desarrollar, describiendo entre otros elementos, los activos y mercados en los cuales va a participar, y suministrar la información que acredite que cuenta con la estructura administrativa, tecnológica, operativa y de recurso humano para prestar los servicios propios de la nueva actividad bajo condiciones de seguridad, calidad y eficiencia.

- **Alcance de la nueva actividad**

<sup>29</sup> IOSCO. MMoU: Appendix A (current signatories) – 115.  
<http://www.iosco.org/about/?subSection=mmou&subSection1=signatories>

<sup>30</sup> IOSCO. Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information. Revised version May 2012. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD386.pdf>

Las entidades podrían ampliar las actividades de intermediación que actualmente tienen autorizadas para incluir la realización de las mismas respecto de valores extranjeros. Es decir no se trataría de crear una nueva licencia sino de precisar que las actividades de intermediación actualmente autorizadas pueden tener por objeto los valores extranjeros.

La autorización podría comprender la realización de la simple promoción de valores extranjeros, de tal suerte que los intermediarios locales podrían suscribir contratos o convenios con los intermediarios del exterior con dicho propósito. En este caso el intermediario local debe dar cumplimiento integral a la normatividad relacionada con intermediación de valores y por tanto será plenamente responsable por la realización de las actividades, garantizando así la efectiva protección de los inversionistas, particularmente los clientes inversionistas.

- **Actuación por cuenta propia o por cuenta ajena**

De acuerdo con la experiencia internacional, los intermediarios pueden realizar las operaciones sobre valores extranjeros por cuenta propia o ajena. En este sentido debe tenerse presente que para la ejecución de órdenes en el exterior normalmente se requeriría de la participación de intermediarios en el mercado donde se va a llevar a cabo la operación de inversión y en consecuencia quien debería figurar como cliente del intermediario del exterior es el intermediario local, de lo cual se deberá informar al cliente local.

- **Administración y custodia de los activos**

Los intermediarios directamente y/o a través de las infraestructuras correspondientes realizan la administración y custodia de los valores del exterior. En este orden, los intermediarios deberían adoptar los mecanismos y medidas de protección frente a los riesgos de disminución de los activos de los clientes o la pérdida de los derechos asociados a los mismos, como consecuencia del uso inapropiado de los activos, el fraude, pobre administración, inadecuado registro o negligencia<sup>31</sup>.

- **Conocimiento de los productos y los mercados**

Se recomienda poner en cabeza del intermediario local la responsabilidad de contar con políticas y procedimientos particulares mediante los cuales se asegure que personal tiene la experiencia y conocimiento adecuado para realizar las actividades de intermediación sobre valores del exterior.

- **Deberes de intermediación**

En relación con los deberes de intermediación previstos en el libro 3 de la Parte 7 del Decreto 2555 de 2010, se considera conveniente realizar precisiones en los siguientes deberes:

- ✓ **Deber de información.** Cuando se realicen operaciones de intermediación sobre valores del exterior se debe suministrar al cliente información detallada respecto de dichos valores<sup>32</sup>, incluyendo como mínimo la descripción de los valores, identificación de los mercados en los cuales se negocian, descripción de los mecanismos de compensación y

<sup>31</sup> La propuesta tiene como soporte principal el documento de ISCO denominado Recommendations Regarding the Protection of Client Assets. Final Report. January 2014. <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD436.pdf>

<sup>32</sup> Esta propuesta recoge las recomendaciones de FINRA para la negociación de valores del exterior. <http://www.finra.org/sites/default/files/Foreign%20Securities.docx>

liquidación, explicación de la remuneración que recibe el intermediario al realizar la actividad, identificar entidades vinculadas que participan en la negociación, administración y custodia de los valores, descripción de los riesgos y costos asociados a la inversión, así como la experiencia del intermediario y sus funcionarios para realizar estas operaciones.

- ✓ **Deber de documentación.** Se debería exigir a los intermediarios locales que incorporen en los documentos legales que suscriban para la realización de las operaciones sobre valores extranjeros la obligación para que los terceros suministren toda la información que se requiera para una adecuada supervisión.
- ✓ **Deber de Separación de Activos.** Consideramos oportuno precisar este deber para señalar que la obligación de separación de los activos sólo será exigible en la medida en que por la naturaleza y estructura de la operación exista la posibilidad de realizar dicha separación.
- ✓ **Deber de valoración.** Se propone ajustar este deber en el sentido de obligar al intermediario local a informar la metodología de valoración establecida para cada uno de los valores del extranjero y dar debida aplicación a la misma.
- ✓ **Deber de mejor ejecución de las operaciones.** Consideramos que la mejor ejecución sobre valores del extranjero debería ser evaluada conforme a la práctica y reglas del mercado donde se negocian. Teniendo en cuenta lo anterior, el intermediario debería contar con políticas en esta materia que puedan ajustarse a los diferentes mercados en los cuales van a participar. Cuando para la ejecución de las operaciones el intermediario local contrate a un intermediario del exterior en el contrato respectivo se debe exigir a este último que cumpla con el deber de mejor ejecución.
- ✓ **Asesoría.** El intermediario local debería ser el responsable frente al inversionista por el cumplimiento de la normativa correspondiente a la actividad de asesoría local.

#### 4.2.2 Requerimientos relacionados con los intermediarios del exterior

Con la finalidad de brindar una protección adecuada a los *clientes inversionistas* en el desarrollo de la actividad de intermediación sobre valores del exterior se recomienda que los intermediarios locales solo puedan establecer relación con intermediarios del exterior que estén sujetos a un régimen de intermediación adecuado, según los estándares que defina la SFC. Para el efecto se podrían utilizar diferentes instrumentos, que en cierta medida se asimilan a la aplicación de esquemas de cumplimiento sustitutivo descritos en la experiencia internacional, los cuales se explican a continuación:

- **Reconocimiento de la jurisdicción del intermediario del exterior de forma previa y general por parte de la SFC**

A través de diversos mecanismos se puede validar la vigencia de estándares regulatorios en mercados del exterior. En este sentido se pueden mencionar: (i) el reconocimiento unilateral de

sistemas de negociación<sup>33</sup> utilizado para el caso de los sistemas de cotización de valores extranjeros, y (ii) la suscripción de acuerdos o convenios de intercambio de información y protocolos de supervisión con la SFC, utilizados para el reconocimiento de las ofertas públicas autorizadas en el exterior<sup>34</sup> y para el reconocimiento de los fondos de inversión del exterior<sup>35</sup>.

En la medida en que los criterios de análisis empleados por la SFC, para la implementación de los mencionados instrumentos, permitan validar la existencia de un régimen de intermediación adecuado, consideramos que los mismos criterios podrían ser utilizados para habilitar de forma previa y general la jurisdicción de los intermediarios del exterior con quienes los intermediarios locales pueden realizar acuerdos para la intermediación de valores del exterior.

- **Reconocimiento de la jurisdicción del intermediario del exterior por solicitud del intermediario local**

Dentro de las obligaciones a cargo del intermediario local se encuentra la revisión de los estándares de intermediación en los mercados del exterior en los cuales va a participar. En esta medida le correspondería al intermediario local presentar una solicitud frente a la SFC para autorizar la jurisdicción de los intermediarios del exterior con los cuales tiene la intención de realizar los acuerdos para el desarrollo de la actividad. Los estándares de intermediación que debería tener en cuenta el intermediario local para la evaluación de jurisdicción del intermediario del exterior sería definidos de forma general por parte de la SFC, la cual podría utilizar como referencia los principios objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores de IOSCO<sup>36</sup>.

Adicionalmente, se considera conveniente que el intermediario local presente una opinión legal emitida por un abogado idóneo, autorizado para ejercer como tal en el país donde se encuentre el domicilio principal del intermediario del exterior, que no sea funcionario de éste, con destino a la Superintendencia Financiera de Colombia, en la que se señale que la entidad del exterior respectiva se encuentra sujeta a un régimen de intermediación que cumple con los estándares de intermediación definidos por la Superintendencia Financiera de Colombia.

#### **4.2.3 Supervisión de la actividad**

En la medida en que los intermediarios son entidades constituidas de conformidad con la ley local, consideramos que la SFC tendría todas las competencias para ejercer una supervisión integral que comprenda la actividad de intermediación sobre valores del exterior.

Para la adecuada supervisión de la actividad se estima relevante que la SFC lleve un registro de los valores extranjeros que son distribuidos por los intermediarios locales, en el cual se incorpore la información básica que le permita al supervisor conocer y entender la naturaleza de los valores y la forma en que serán distribuidos a los inversionistas locales.

<sup>33</sup> Decreto 2555 de 2010. Artículo 2.15.6.1.5.

<sup>34</sup> Decreto 2555 de 2010. Artículo 2.23.2.1.1.

<sup>35</sup> Decreto 2555 de 2010. Artículo 3.6.1.1.1.

<sup>36</sup> IOSCO. Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores. Septiembre de 1998.

<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD82-Spanish.pdf>

Adicionalmente y con la finalidad de contribuir a una adecuada supervisión, se estima necesario que los intermediarios cuenten con políticas y procedimientos adecuados para el ejercicio de la actividad, de manera que se puedan aplicar los sistemas de gestión de los diversos riesgos implícitos en la operación y asegurar el cumplimiento de las medidas de protección de los inversionistas.

En lo relacionado con las funciones de los organismos de autorregulación del mercado de valores, se considera que en la medida en que se trata de una actividad de intermediación de valores, dichos organismos tendrían que cumplir con las funciones previstas en el marco vigente. En este sentido deberán velar porque los intermediarios locales cumplan con la normativa y cuenten con las políticas y procedimientos apropiados para la realización de la intermediación sobre los valores extranjeros.

### 4.3 Distribución de fondos de inversión del exterior

Como se mencionó en secciones anteriores de este documento, recientemente se expidió el Decreto 1756 de 2017 mediante el cual se implementó un modelo de integración basado en un reconocimiento mutuo sin que haya armonización regulatoria previa<sup>37</sup>. La norma<sup>38</sup> establece que se pueden distribuir en Colombia fondos de inversión del exterior por los intermediarios locales siempre que la autoridad de supervisión de donde se hayan creado y autorizado suscriba con la SFC acuerdos o convenios de intercambio de información y protocolos de supervisión en los términos descritos en el artículo 2.23.2.1.1 del Decreto 2555 de 2010.

Con el fin de seguir promoviendo la distribución ordenada de los fondos del exterior, se propone ampliar el canal de acceso previsto en el Libro 6 de la Parte 3<sup>39</sup> del Decreto 2555 de 2010, bajo parámetros orientados a la debida protección de dichos inversionistas, los cuales se describen a continuación:

- **Requisitos del fondo de inversión del exterior.** Los requisitos especiales<sup>40</sup> fijados para los fondos de inversión del exterior se orientan a asegurar la calidad del producto y en esa medida

<sup>37</sup> URF. Documento técnico sobre reconocimiento en Colombia de los fondos de inversión abiertos del exterior. Junio de 2017.

[http://www.urf.gov.co/urf/ShowProperty?nodeId=%2FOCS%2FP\\_MHCP\\_WCC-078884%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased](http://www.urf.gov.co/urf/ShowProperty?nodeId=%2FOCS%2FP_MHCP_WCC-078884%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased)

<sup>38</sup> Decreto 1756 de 2017. Artículo 3.6.1.1.1.

<sup>39</sup> Libro 6 Fondos de inversión del exterior

<sup>40</sup> Decreto 1756 de 2017.

*“Artículo 3.6.1.1.2 Requisitos especiales. Además de lo previsto en el artículo 3.6.1.1.1 del presente Decreto, los fondos de inversión del exterior de que trata el presente Libro deberán cumplir los siguientes requisitos especiales:*

*1. Contar con estándares de segregación patrimonial, en cuya virtud los activos administrados constituyan un patrimonio independiente y separado del patrimonio propio de la entidad administradora y de los patrimonios de otros fondos de inversión administrados, bajo el régimen legal aplicable en la respectiva jurisdicción.*

*2. Contar con estándares de suministro de información periódica a los inversionistas, que comprendan como mínimo los objetivos y la política de inversión de los fondos de inversión del exterior, el perfil de riesgo y retorno incluyendo la descripción de los riesgos a los cuales se encuentran expuestos, los costos, el desempeño histórico, y los datos de contacto de las entidades administradoras incluyendo su dirección postal y página de internet, bajo el régimen legal aplicable en la respectiva jurisdicción.*

*3. Tener un custodio profesional, sujeto a la supervisión de la autoridad de supervisión de la jurisdicción de origen de dicho fondo, que sea independiente del administrador del fondo de inversión del exterior; que tenga estándares de segregación patrimonial en cuya virtud los activos en custodia constituyan un patrimonio independiente del patrimonio*

se considera razonable conservar el mismo estándar para cualquier fondo del exterior que se vaya a distribuir en Colombia.

- **Condiciones de la jurisdicción de origen.** La existencia de acuerdos o convenios de intercambio de información y protocolos de supervisión con la SFC permite tener claridad sobre el régimen jurídico aplicable a los fondos de inversión del exterior, particularmente en cuanto a la existencia de adecuados mecanismos de protección para los inversionistas.

En este contexto para ampliar el canal acceso consideramos que se requiere un instrumento que permita validar la existencia de un estándar robusto de regulación y supervisión en el país de origen del fondo de inversión del exterior, de tal suerte que los clientes inversionistas cuenten con mecanismos de protección razonables. En este sentido se propone permitir la distribución fondos de inversión del exterior que tengan origen en jurisdicciones autorizadas por la SFC.

Para la construcción de la lista de habilitación la SFC se propone tener en cuenta aspectos tales como: (i) que el esquema de regulación y supervisión esté alineado con los estándares de IOSCO, (ii) que los tipos de fondos de inversión del exterior cumplen con los requisitos establecidos en la regulación, (iii) la lista de autorización se conformará incluyendo las jurisdicciones y los tipos de fondo de inversión que tienen origen en ellas, siempre que obtengan evaluación satisfactoria por parte de la SFC, y (iv) en la lista se agregarán jurisdicciones y tipos de fondos de inversión por iniciativa de la SFC o por solicitud de las entidades vigiladas, las cuales podrán ser objeto de actualización en los términos que defina la SFC.

- **Distribución autorizada.** La distribución de los fondos de inversión del exterior incluidos en la lista de autorización que elabore la SFC debería realizarse en las mismas condiciones establecidas para aquellos con origen en las jurisdicciones que tienen acuerdos o convenios de intercambio de información y protocolos de supervisión con la SFC. No se justificaría la existencia de un régimen de distribución más flexible en la medida en que los destinatarios principales de dichos productos son clientes inversionistas.

En consecuencia, la promoción y distribución de los fondos de inversión del exterior habilitados en la lista que elabore la SFC debería realizarse en los términos establecidos en el Título 4 del Libro 1 de la Parte 3 del Decreto 2555 de 2010, pero únicamente podrá hacerse a través del distribuidor especializado de fondos de inversión colectiva de que trata el artículo 3.1.4.2.1 del referido decreto.

*propio del custodio y de otros activos custodiados, y que realice al menos la función de salvaguarda de los activos custodiados, bajo el régimen legal aplicable en la respectiva jurisdicción.*

*4. No realizar operaciones de naturaleza apalancada. Para estos efectos, se entiende por operaciones de naturaleza apalancada las contempladas en el artículo 3.1.1.5.1 del presente Decreto.”*

## **REFERENCIAS.**

- Decreto 2555 de 2010.
- Decreto 1756 de 2017.
- Ley 964 de 2005.
- <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2005/html/sp050128.es.html>.
- <http://oikonomics.uoc.edu/divulgacio/oikonomics/es/numero02/dossier/eruz.html>
- IOSCO. Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores.