# Políticas y procedimientos para la determinación de condiciones de mercado en operaciones de intermediación de valores

**Entidades Interesadas**
- Miembros de AMV
- Autoridades

**Personas Interesadas**
- Operadores del mercado de valores
- Áreas de riesgo
- Áreas de control interno y cumplimiento

**Publicación:**
15 de diciembre de 2017

**Información de contacto**
Catalina Chica Builes
Gerente de Regulación
cchica@amvcolombia.org.co

**Regulación aplicable**
- Decreto 2555 de 2010
- Reglamento de AMV

## Resumen ejecutivo

El término "condiciones de mercado", aparece en diferentes cuerpos normativos de la legislación colombiana, que dejan a discreción de los intermediarios la definición de los factores que permitan determinar cuándo una operación se realiza en cumplimiento de tales condiciones.

Por ejemplo, el Decreto 2555 de 2010 menciona el término, entre otros, en el artículo 7.4.1.1.4[1], enmarcado dentro de los deberes de los intermediarios en la realización de operaciones en el mercado mostrador con "clientes inversionistas" contrapartes. De igual forma, el Reglamento de AMV lo menciona en el artículo 45.4[2] y, al igual que en caso anterior, aparece en el marco de los deberes de los intermediarios frente a clientes inversionistas en operaciones en el mercado mostrador.

Así pues, al considerar la relevancia de los deberes de los intermediarios en la realización de operaciones en el mercado mostrador, en términos de garantizar una adecuada formación de precios y velar por la transparencia del mercado, AMV y su Comité de Renta Fija realizaron una encuesta en julio de 2017 con el fin de conocer las prácticas del mercado en cuanto a la

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

[2] Reglamento de AMV. Artículo 45.4 Condiciones de mercado. *"Los sujetos de autorregulación deberán contar con políticas internas que les permitan negociar en condiciones de mercado con los clientes inversionistas en el mercado mostrador. Estas políticas deberán contemplar aspectos relevantes, como por ejemplo el tipo de activo, volumen negociado, precio, liquidez, volatilidad, costos de transacción, riesgo de crédito y demás riesgos asociados, en el momento de realización de la operación. Las condiciones de mercado pueden incorporar márgenes. Para la incorporación de márgenes, los sujetos de autorregulación deberán contar con políticas internas y criterios, los cuales pueden ser generales o particulares, dependiendo de las que la entidad considere como más apropiadas."*

definición de políticas y procedimientos para que las operaciones de intermediación se ejecuten en "condiciones de mercado".

Para desarrollar este ejercicio se invitó a participar a las áreas de riesgo y control interno de sociedades comisionistas de bolsa, bancos, corporaciones financieras y compañías de financiamiento. Del total de las 47 sociedades activas al momento de realización de la encuesta[3] se recibieron respuestas de 24 entidades, de las cuales el 50% fueron sociedades comisionistas de bolsa, el 37% entidades bancarias y el 13% restante correspondió a corporaciones financieras. Al analizar la participación por industria, la encuesta contó con la participación del 75% de las corporaciones financieras, el 57% de las sociedades comisionistas de bolsa y el 45% de las entidades bancarias.

Con el fin de conocer los factores que los intermediarios encuestados tienen en consideración para establecer políticas y procedimientos que les permitan que sus operaciones de intermediación se realicen en "condiciones de mercado", la encuesta se dividió en tres secciones, de la siguiente manera: i) factores considerados en operaciones de contado, ii) factores considerados en operaciones de liquidez y iii) preguntas acerca del cobro de márgenes y comisiones.

Puesto que los resultados obtenidos permiten conocer las prácticas actuales de algunos tipos de intermediarios, AMV y su Comité de Renta Fija consideraron útil hacer pública la información recabada, al considerar que puede ser empleada por las entidades como una herramienta de autoevaluación, a fin de identificar planes de mejora en el diseño de sus políticas y procedimientos, en función de sus necesidades operativas, orientadas a garantizar que sus operaciones de intermediación se realicen en "condiciones de mercado".

El material presentado a continuación tiene propósitos informativos, y no imparte instrucciones ni formula recomendaciones a los intermediarios del mercado de valores.

## Presentación de los resultados de la encuesta sobre condiciones de mercado

### i. Determinación de condiciones de mercado en operaciones de contado

La encuesta propuso once posibles factores que podrían tenerse en consideración para determinar si una operación de contado se realiza o no en condiciones de mercado, y se dejó al encuestado la potestad de incluir factores adicionales a los inicialmente planteados.

[3] Se invitó a 20 entidades bancarias, 21 sociedades comisionistas de bolsa, 4 corporaciones financieras y 2 compañías de financiamiento.

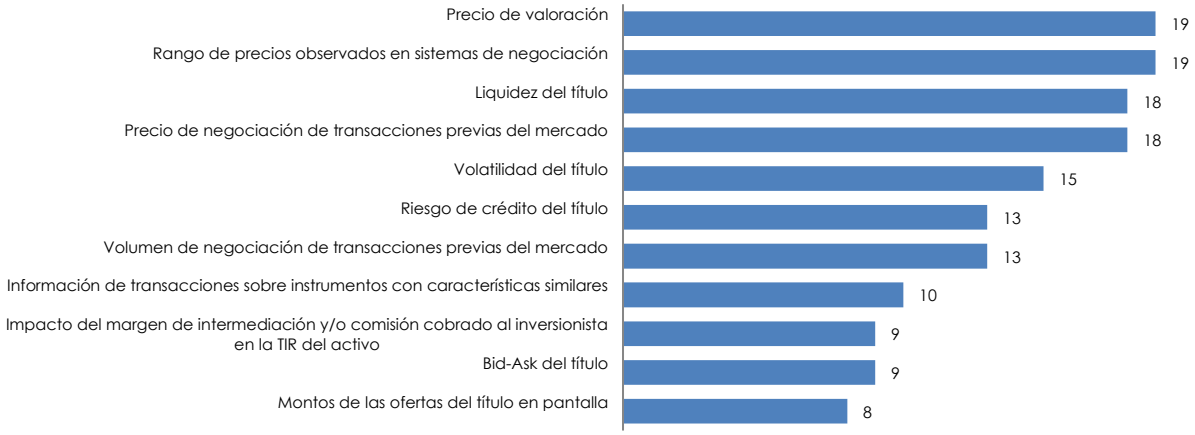
De acuerdo con los resultados obtenidos, los factores que son tenidos en consideración con mayor frecuencia en las políticas y procedimientos de las entidades encuestadas son: i) precio de valoración, ii) rango de precios observados en los sistemas de negociación, iii) liquidez del título, iv) precios de negociación de transacciones previas del mercado y v) volatilidad del título. A pesar de la posibilidad de incorporar factores diferentes a los enunciados en la encuesta, ningún intermediario manifestó tenerlos.

Frente a la poca diversidad de criterios que son tenidos en consideración por los encuestados (sólo 5 de 11 son ampliamente utilizados), cabe preguntarse si las políticas y procedimientos orientadas a garantizar que las operaciones de intermediación se realicen en condiciones de mercado pueden volverse más efectivas si se diseñan de forma que dichos criterios varíen en función de las características particulares de los activos estudiados, aprovechando de esta manera la mayor información que puede recaudarse en mercados líquidos.

Esta observación se apoya en el hecho que el 42% de las entidades reportan que sus metodologías para determinar las condiciones de mercado varían según las características de los valores negociados, las cuales se formulan en función del tipo de activo, plazo de la operación, liquidez del título, naturaleza del título (deuda pública, deuda privada), montos operados, y si el mercado es local o internacional. En algunos casos se incluyen análisis de la información publicada por los proveedores de precios, así como la construcción de curvas propias con el fin de identificar los movimientos del mercado de renta fija para los valores ilíquidos. En relación con los valores ilíquidos, algunos agentes manifiestan tener reserva respecto de la velocidad con que los precios de valoración se ajustan ante cambios en las condiciones prevalentes de mercado.

**Gráfico 1**

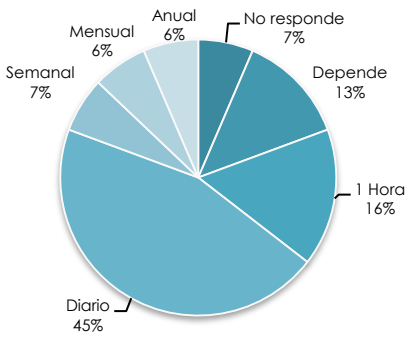
**Factores incluidos en las políticas y procedimientos para determinar las condiciones de mercado**



En relación con las ventanas de tiempo utilizadas por las entidades para el análisis de dichos factores, el 45% de los encuestados indicó que emplea ventanas diarias. En menor proporción algunos encuestados manifestaron el empleo de ventanas intradía, semanales y mensuales, como se muestra en el gráfico 2.

**Gráfico 2**

**Ventana de Tiempo para el análisis de los factores**

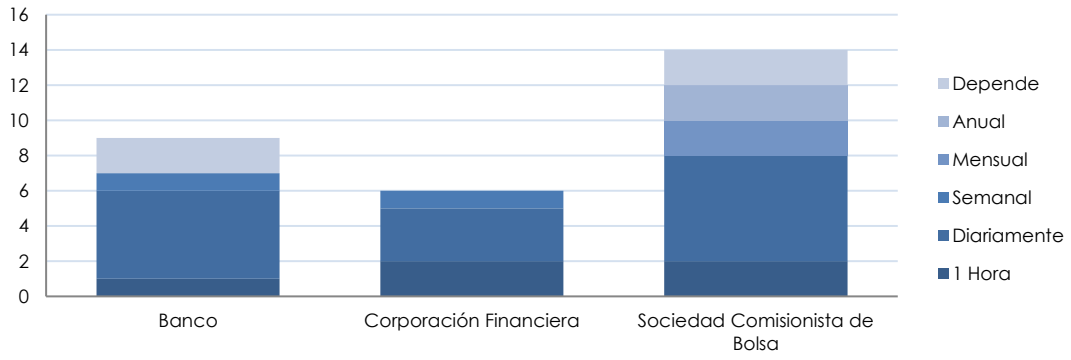



Sobre este tema, el 13% de los encuestados señaló que los criterios para determinar la amplitud de las ventanas de tiempo utilizadas en los análisis son variables (en la encuesta esto fue recogido bajo el concepto "depende") y se definen en función de los siguientes aspectos: i) condiciones de mercado en el momento de la compra o venta del activo; ii) criterio experto de los operadores; iii) transacciones y valoración del día anterior, cuando el título no es operado en la respectiva jornada de negociación; y iv) liquidez del título, en el entendido que las especies más líquidas permiten el empleo de ventanas de tiempo más cortas.

No obstante lo anterior, se evidencia que para el análisis de los factores, la periodicidad diaria es la que se utiliza con mayor frecuencia.

**Gráfico 3**

**Periodicidad del análisis de los factores por tipo de entidad**

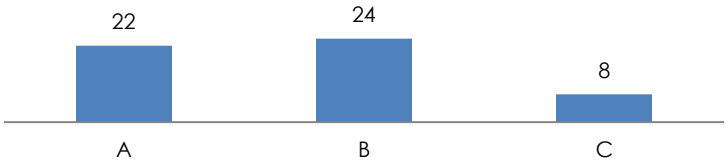


La encuesta también indagó si las entidades establecen sus criterios para la determinación de condiciones de mercado en función la categorización del cliente o contraparte (inversionista profesional o cliente inversionista). Al respecto, el 54% de las entidades encuestadas indicaron contar con políticas y procedimientos diferenciados. Sin embargo, a pesar de que la encuesta lo preguntaba, ninguna de las entidades explicó en qué consistía dicha segmentación.

Por otro lado, se consultó cuáles mercados sirven de fuente de información para analizar los factores a los que se hace referencia en el gráfico 1. El 100% de las entidades tiene en cuenta las operaciones realizadas en el mercado mostrador, el 92% considera además las operaciones realizadas en el mercado transaccional y un 33% analiza datos extraídos del mercado de derivados con subyacente en renta fija.

**Gráfico 4**

**Mercados analizados para evaluar los factores que determinan las condiciones de mercado**



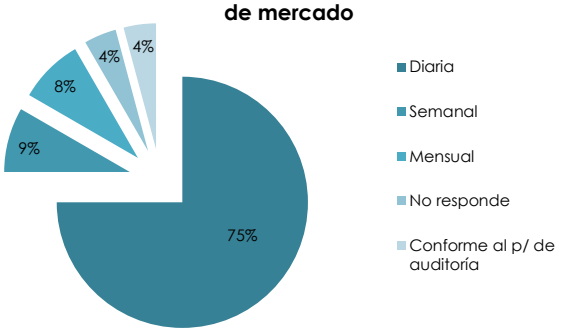

A. Mercado transaccional
B. Mercado Mostrador
C. Mercado de derivados con subyacente renta fija

En cuanto al establecimiento de procedimientos diferenciales cuando las operaciones se ejecutan por fuera de los horarios habituales de mercado, la encuesta reveló que el 87% de las entidades no tienen esto en consideración. En relación con aquellas que sí cuentan con metodologías para operaciones fuera de horarios habituales, el 66% informó contemplar criterios particulares tales como precio de valoración, precio de negociación de transacciones previas del mercado. En menor medida (34%), se establecen criterios generales como el último precio de referencia y volumen de negociación.

Por otra parte, el 96% de los encuestados (23 de las 24 entidades que remitieron información) manifestó contar con procedimientos *ex-post* para verificar si las operaciones realizadas por la respectiva entidad se efectuaron en condiciones de mercado. En cuanto a la frecuencia de estas verificaciones, el 75% de la entidades que tienen este tipo de procedimientos las realizan con periodicidad diaria, las demás entidades utilizan frecuencias mensuales, semanales o de acuerdo con los planes de auditoría de sus áreas de control, como se observa en el gráfico 5.

**Gráfico 5**

**Frecuencia de la verificación *ex-post* a las condiciones de mercado**

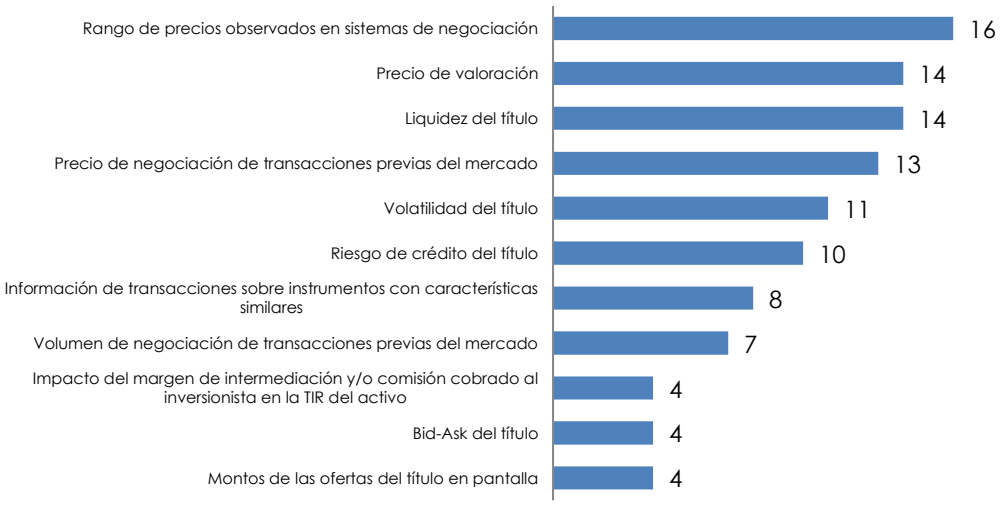



## ii. Determinación de condiciones de mercado en operaciones de liquidez

La segunda sección de la encuesta se orientó a identificar los factores que se tienen en consideración para definir las políticas y procedimientos que permiten establecer las condiciones de mercado en operaciones de liquidez. De los resultados se concluye estas políticas y procedimientos contienen menos criterios de evaluación que en el caso de las operaciones de contado. Los encuestados revelaron que los principales factores estudiados son: i) rango de precios en los sistemas de negociación, ii) precio de valoración y iii) liquidez del título, los cuales no distan de los establecidos para las operaciones de contado.

**Gráfico 6**

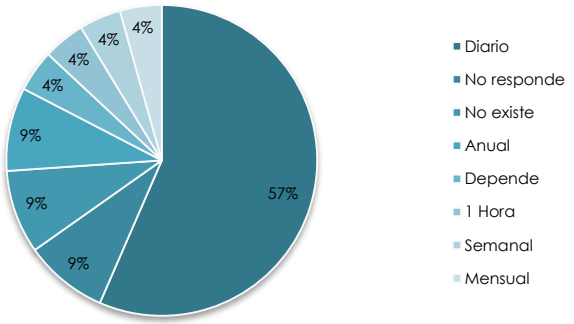
**Factores incluidos en las políticas y procedimientos para determinar las condiciones de mercado en operaciones de liquidez**



El 57% de las entidades encuestadas, evalúan estos factores en una ventana de tiempo diaria, el 9% anual y otro 9% no ha determinado un criterio de este tipo, como se evidencia en el gráfico 7.

**Gráfico 7**

**Ventana de Tiempo**




Para algunas entidades, las ventanas de tiempo se establecen en función de cada factor, y en ciertos casos, dependen de la liquidez del título (para efectos de la encuesta, estas apreciaciones se recogieron bajo el concepto "Depende").

### iii. Preguntas relacionadas con el cobro de márgenes y comisiones

La encuesta planteó dos preguntas con el fin de indagar si las entidades cuentan con políticas para establecer el cobro de márgenes de intermediación y de comisiones y si estas son divulgadas al interior de las entidades.

El 67% de los encuestados indicó que tienen políticas sobre el cobro de márgenes y comisiones, a pesar de que el artículo 45.4 del Reglamento de AMV estipula que "(…) para la incorporación de márgenes, los sujetos de autorregulación deberán contar con políticas internas y criterios, los cuales pueden ser generales o particulares, dependiendo de las que la entidad considere como más apropiadas"[4].

Cabe destacar que de los intermediarios que cuentan con políticas para el cobro de márgenes y comisiones, más del 90% cuenta con una estrategia de divulgación interna.

En relación con los factores considerados por los intermediarios para el cobro de márgenes y comisiones, el 62% de las entidades participantes indicaron que existen criterios adicionales a los indicados en el primer punto (gráfico 1), entre los cuales se mencionan los costos de transacción, los volúmenes negociados, la

[4] Reglamento de AMV. Artículo 45.4. Condiciones de mercado.

rotación del portafolio, la segmentación de los clientes, el tipo de producto y la duración del valor negociado.

## Conclusiones

A la luz de los resultados de la encuesta, puede verse que no existe uniformidad de criterios en relación con los factores que deben tenerse en consideración al momento de establecer políticas y procedimientos que permitan determinar cuándo las operaciones de intermediación se realizan en condiciones de mercado. Así mismo, se detectan asimetrías entre las entidades en cuanto a las fuentes de información que deben usarse y la periodicidad y ventanas de tiempo en las cuales se debe analizar la información obtenida.

Como se señaló en varios apartes del presente documento, la efectividad de la políticas y procedimientos para la determinación de condiciones de mercado puede mejorarse en la medida en que las entidades adopten una mayor cantidad de criterios de evaluación, que varíen en función de las características particulares de los activos negociados y del tipo de mercados en los cuales éstos se transan.

AMV y su Comité de Renta fija esperan que este documento sea de utilidad para las áreas de front y middle office de los intermediarios en el establecimiento de planes de mejora de las políticas y procedimientos a los cuales hemos hecho referencia.