

## CAPÍTULO 2

# La supervisión de la comercialización de instrumentos financieros

---

Gloria Caballero Núñez  
*Subdirectora del Área de Educación al Inversor. CNMV. España*

Amparo Marián Cano  
*Asesora Técnica. IIMV*

### INTRODUCCIÓN

1. LA SUPERVISIÓN DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS
  - 1.1. Normas de conducta y requisitos organizativos de los intermediarios financieros y empresas de servicio de inversión
  - 1.2. Delimitación de la actuación supervisora por objeto y sujeto
    - 1.2.1. Tipología y criterios de definición del inversor
    - 1.2.2. Catalogación de productos por segmentación de clientes u otros criterios como nivel de riesgo
  - 1.3. Requisitos de idoneidad de comercializadores, régimen de incentivos y mecanismos para evitar conflictos de interés
  - 1.4. Formalización de las relaciones cliente-intermediario
  - 1.5. Información pre y postcontractual
  - 1.6. Régimen de responsabilidades
2. RETOS QUE DEBE ENFRENTAR EL SUPERVISOR ANTE NUEVOS PRODUCTOS Y LA GLOBALIZACIÓN DE MERCADOS



## INTRODUCCIÓN

Dentro de las actuaciones que los organismos supervisores de los mercados de valores realizan, se encuentran la autorización, registro y vigilancia de las actividades de los intermediarios o entidades que ofrecen servicios de inversión, así como el registro administrativo de los productos que comercializan.

En este capítulo nos detendremos a analizar tanto la normativa que regula las relaciones entre inversores o clientes financieros<sup>54</sup> y los intermediarios o empresas de servicios de inversión, como su supervisión en Iberoamérica.

Tal y como se apuntaba en el capítulo anterior, las entidades que en el ámbito de los mercados de valores ofrecen sus productos y servicios al público deben cumplir una serie de normas de conducta o de actuación<sup>55</sup> que definen su trato con los clientes. Además, estas entidades deben contar con unas estructuras organizativas, procedimientos y controles que les permitan prevenir y gestionar los posibles riesgos y conflictos de interés que, en el ejercicio de sus actividades, pudieran perjudicar a los inversores.

En las legislaciones que regulan los mercados de valores de los países analizados en este Estudio se establece, como norma general de conducta, que los intermediarios financieros deberán actuar con diligencia, honestidad, imparcialidad, idoneidad y transparencia en interés de sus clientes, y en defensa de la integridad del mercado. Estas normas de conducta, generalmente plasmadas en códigos o reglamentos internos, afectan no solo a las entidades en sí mismas, sino también a todo el personal que las integra (directivos o administradores, empleados, representantes, etc.), incluso a las empresas relacionadas con ellas (comercializadores externos vinculados a dichas empresas).

De acuerdo con los Principios Internacionales<sup>56</sup> que rigen la regulación y supervisión de los mercados de valores, una cuestión que deberá estar siempre incluida en las

---

**54.** A efectos del presente trabajo se utilizará, indistintamente, el término inversor o inversionista.

**55.** Principio 23 de Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores de IOSCO: "Los intermediarios del mercado estarán obligados a cumplir unas normas de organización interna y normas de conducta encaminadas a proteger los intereses de los clientes y asegurar una adecuada gestión del riesgo. La Dirección del intermediario deberá ser el principal responsable del cumplimiento de estas normas". Ver documento completo de los Principios de IOSCO en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD82-Spanish.pdf>. En la versión de los principios de junio de 2010, este principio pasó a ser el 31.

**56.** Los Principios de IOSCO, Organización Internacional de Comisiones de Valores, se publicaron por primera vez en 1998, y se revisaron en 2003 y en 2008. En junio de 2010, se aprobó la nueva relación de Principios en materia de regulación de valores. Pueden consultarse en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>

normas de conducta es el principio de “conocimiento del cliente” por parte del intermediario si bien, tal y como se analizará más adelante, no en todas las normativas examinadas en este Estudio se incluye además la verificación de la adecuación de los productos y servicios al perfil del cliente, aunque cada vez son más las jurisdicciones que están procediendo a incorporar reformas en este sentido (como, por ejemplo, en Brasil y México).

Adicionalmente, en algunas jurisdicciones analizadas —Argentina, Colombia, Costa Rica, Chile, Ecuador, España, México, Panamá, Paraguay y República Dominicana— se define o distingue entre clientes institucionales, profesionales o sofisticados, del resto de inversores. Esta clasificación, a diferencia de lo que sucede en España<sup>57</sup>, Colombia<sup>58</sup> y Chile<sup>59</sup>, no implica una diferenciación en el nivel de protección del inversor, aunque sí en cuanto a la limitación para adquirir determinados productos en atención a su riesgo, generalmente, destinados únicamente a inversores institucionales o sofisticados (caso, por ejemplo, de Argentina, Costa Rica, México y Paraguay).

Por otra parte, uno de los elementos primordiales en las relaciones con los clientes es la formalización contractual de los servicios y de los productos ofrecidos por los intermediarios, así como el tipo y la calidad de información que ofrecen antes y después de la comercialización de instrumentos y productos financieros (información relevante, veraz y suficiente, a fin que el cliente pueda tomar sus decisiones de inversión).

---

**57.** En España se incorporó al Derecho español —mediante la Ley 47/2007, de 20 de diciembre, que modifica la Ley del Mercado de Valores, y el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero—, la normativa europea que armoniza la protección del inversor, así como la organización y la relación con los clientes de las entidades que prestan servicios de inversión (Directiva 2004/39/CE sobre los Mercados de Instrumentos Financieros, MiFID —por sus siglas en inglés—, la Directiva 2006/73/EC y el Reglamento 1287/2006). En el ámbito de la Unión Europea, respecto a la protección del inversor, existe un tratamiento distinto en función del perfil del cliente (minorista o profesional). Adicionalmente, a medida que se incrementa la complejidad del producto o servicio que se ofrece al cliente, aumentan también las exigencias de información y el análisis que la entidad debe realizar sobre su situación personal. En la actualidad hay una propuesta legislativa para la reforma de la MiFID remitida por la Comisión Europea al Consejo y al Parlamento de la Unión Europea el 20 de octubre de 2011. La revisión de la MiFID forma parte de un conjunto de reformas acometidas en Europa tras la crisis financiera, y en cumplimiento de los mandatos del G20, sobre las áreas más opacas y menos reguladas hasta el momento del sistema financiero (instrumentos negociados OTC y derivados).

**58.** En adición a los clientes que cumplan con las condiciones que contempla el Decreto 1121 de 2008 (compilado en el Decreto 2255 de 2010), podrán ser categorizados como inversionistas profesionales, las personas que tengan vigente la certificación de profesional del mercado como operador otorgada por un organismo autorregulador del mercado de valores; los organismos financieros extranjeros y multilaterales y las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia. Ver Decreto 1121 de 2008 compilado en el Decreto 2555 de 2010.

**59.** En Chile, la diferenciación se da principalmente en la menor cantidad de información que debe proporcionarse a los inversionistas calificados frente a los de tipo retail o minorista, basado en que este tipo de inversores cuentan con mayor conocimiento y experiencia en el mercado de valores, además de aquella relativa a los tipos de productos que les pueden ser ofrecidos.

La supervisión del correcto cumplimiento de las obligaciones de información de los intermediarios financieros forma parte de las prioridades de los organismos supervisores en Iberoamérica.

## 1. LA SUPERVISIÓN DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS

Antes de comenzar a desarrollar los elementos fundamentales de la supervisión de los intermediarios<sup>60</sup> en el ámbito de los mercados de valores en Iberoamérica y, en concreto, la supervisión de la comercialización de productos e instrumentos financieros, resulta oportuno precisar qué tipo de entidades son objeto de dicha supervisión, qué servicios e instrumentos ofrecen y cuáles son los canales que utilizan habitualmente para ello.

En primer lugar, se debe destacar que en la mayoría de las jurisdicciones analizadas, solo aquellas entidades que estén inscritas en los registros oficiales de los organismos supervisores estarán autorizadas a realizar actividades y servicios de inversión. Para ello, de acuerdo con el marco legislativo de cada país, deberán contar con la autorización previa del supervisor.

Así, en la regulación costarricense se establece un régimen de autorización previa que deben atender todos los participantes y productos que se vayan a ofrecer en el mercado de valores, proceso que implica el cumplimiento de una serie de requisitos de idoneidad y en algunos casos de operación (capital, tecnológicos, etc.), tras el cual las personas físicas o jurídicas y los productos son inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios (RNVI). En Ecuador, para actuar como operador de valores de una Casa de Valores, se debe inscribir en el Registro del Mercado de Valores, cumpliendo los requisitos establecidos en la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores. En Chile, la Superintendencia de Valores y Seguros inscribe a petición de las partes, y habiendo cumplido los requisitos para ello, a los intermediarios de valores en el Registro de Corredores de Bolsa y Agentes de Valores.

Uno de los elementos esenciales para la autorización de los intermediarios es que cuenten con estructuras de gobierno y organizativas adecuadas, orientadas a crear una cultura general de control de riesgos. Esto es, que cuenten con medios técnicos y humanos adecuados y con mecanismos de control interno y de riesgos.

---

**60.** Según el documento de Principios de IOSCO, se entiende como "intermediarios del mercado" aquellos que realizan las actividades de gestionar carteras individuales, ejecutar órdenes, operar con valores o distribuirlos y proporcionar información pertinente para la negociación de valores.

En el caso de Brasil, la CVM registra a los intermediarios (corredoras, distribuidoras, bancos de inversión, etc.), verificando su estructura de recursos humanos y materiales, controles internos y otros requisitos; sin embargo, los intermediarios que actúan en el mercado de valores brasileño, antes del registro en la CVM, necesitan autorización por parte del Banco Central para su constitución y funcionamiento. Con el registro en la CVM, por lo tanto, se completa un proceso de verificación por dos órganos gubernamentales.

En España, están autorizados para ofrecer y realizar servicios profesionales de inversión para terceros, los intermediarios registrados oficialmente. Estas entidades son las Empresas de Servicios de Inversión (ESIs)<sup>61</sup> —que responden a las categorías de Sociedad de Valores, Agencia de Valores, Sociedades Gestoras de Cartera y Empresas de Asesoramiento Financiero—, las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva y también las entidades de crédito —bancos y cajas de ahorro, principalmente—, siempre y cuando cumplan los requisitos jurídicos y estatutarios oportunos dado que necesitan una autorización administrativa expresa para ello. La diferencia principal entre Sociedad y Agencia de Valores esencialmente reside en la capacidad para operar por cuenta propia; mientras que las Sociedades de Valores pueden operar por cuenta propia y ajena, las Agencias de Valores se deben limitar a operar profesionalmente por cuenta ajena. Las Sociedades Gestoras de Cartera son aquellas que tienen como actividad principal la gestión de carteras de inversión de manera discrecional e individualizada, con arreglo a los mandatos conferidos por los clientes, mientras que las empresas de asesoramiento financiero —tal y como se explicará con más detalle en el capítulo siguiente— prestan recomendaciones personalizadas a un cliente, sea a petición de este o por iniciativa de la empresa, con respecto a una o más operaciones relativas a instrumentos financieros. Un aspecto relevante en el marco de la integración financiera europea es que las ESIs autorizadas por otro país miembro de la Unión Europea están habilitadas a actuar en España, a través del establecimiento de una sucursal o en régimen de libre prestación de servicios.

Por su parte, la legislación peruana define como intermediarios financieros a las Sociedades Agentes de Bolsa y las Sociedades Intermediarias de Valores, mientras que las Sociedades Administradoras de Fondos (o de patrimonios autónomos)<sup>62</sup> no se consideran agentes de intermediación.

---

**61.** Las empresas de servicios de inversión no podrán asumir funciones exclusivas de sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, de fondos de pensiones o de fondos de titulización de activos.

**62.** En la legislación peruana, esta categoría incluye a las sociedades administradoras de fondos mutuos de inversión en valores y a las sociedades de fondos de inversión que, aun cuando no califican como agentes de intermediación, constituyen instituciones de inversión colectiva que reciben aportes de los inversionistas dirigidos a determinados fondos administrados por estas sociedades para su inversión en instrumentos financieros y operaciones financieras, entre otros.

En Colombia<sup>63</sup>, son intermediarios de valores las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera con acceso directo a un sistema de negociación de valores o a un sistema de registro de operaciones sobre valores para la realización o registro de cualquier operación de intermediación de valores. Constituye actividad de intermediación en el mercado de valores, la realización de operaciones que tengan por finalidad o efecto el acercamiento de demandantes y oferentes en los sistemas de negociación de valores o en el mercado mostrador, sea por cuenta propia o ajena, en los términos y condiciones, para<sup>64</sup>:

- La adquisición o enajenación en el mercado primario o secundario de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE).
- La adquisición o enajenación en el mercado secundario de valores listados en un sistema local de cotizaciones de valores extranjeros.
- La realización de operaciones con derivados y productos estructurados que sean valores.

Así pues, entre los servicios de inversión que los intermediarios habitualmente pueden ofrecer a los clientes encontramos, entre otros, la intermediación y ejecución de órdenes, la administración y gestión de carteras y el asesoramiento en materia de inversión. En algunas regulaciones incluso se especifican y detallan los servicios de inversión y aquellos otros que son considerados auxiliares. Este es el caso de España, donde, de acuerdo con el artículo 63 de la Ley del Mercado de Valores, se consideran servicios de inversión<sup>65</sup> los siguientes:

- La recepción y transmisión de órdenes de clientes en relación con uno o más instrumentos financieros. Se entenderá comprendida en este servicio la puesta en contacto de dos o más inversores para que ejecuten operaciones entre sí sobre uno o más instrumentos financieros.
- La ejecución de dichas órdenes por cuenta de clientes.
- La negociación por cuenta propia.
- La gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión con arreglo a los mandatos conferidos por los clientes.
- La colocación de instrumentos financieros, se base o no en un compromiso firme.
- El aseguramiento de una emisión o de una colocación de instrumentos financieros.

---

**63.** Cfr. Artículo 7.1.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010.

**64.** *Ibíd.*

**65.** De acuerdo con la Ley, la comercialización de servicios de inversión y la captación de clientes no constituyen en sí mismas servicios de inversión, sino actividades previas a cada uno de los servicios de inversión enumerados, que podrán ser desarrolladas de forma separada a la prestación del servicio en sí.

- El asesoramiento en materia de inversión.
- La gestión de sistemas multilaterales de negociación.

Por su parte, se consideran como auxiliares los siguientes servicios:

- La custodia y administración por cuenta de clientes de instrumentos financieros.
- La concesión de créditos o préstamos a inversores, para que puedan realizar una operación sobre uno o más de los instrumentos, siempre que en dicha operación intervenga la empresa que concede el crédito o préstamo.
- El asesoramiento a empresas sobre estructura del capital, estrategia industrial y cuestiones afines, así como el asesoramiento y demás servicios en relación con fusiones y adquisiciones de empresas.
- Los servicios relacionados con las operaciones de aseguramiento de emisiones o de colocación de instrumentos financieros.
- La elaboración de informes de inversiones y análisis financieros u otras formas de recomendación general relativa a las operaciones sobre instrumentos financieros.

En México, recientemente se han aprobado disposiciones de carácter general<sup>66</sup> para regular los servicios de inversión prestados por las entidades financieras (Instituciones de Crédito y Casas de Bolsa) a los inversores, distinguiendo entre servicios asesorados (asesoría y gestión de inversiones), de los servicios no asesorados (ejecución de operaciones y comercialización). El objetivo de la norma es incorporar los estándares internacionales y mejores prácticas en la materia, al marco normativo de esta jurisdicción, lo que repercutirá significativamente en la protección de los inversores.

En este punto es conveniente distinguir entre las acciones de comercialización frente al asesoramiento en sentido estricto, actividad que por su relevancia merece desarrollarse en un capítulo aparte. Conceptualmente, el asesoramiento se puede definir como la acción de brindar recomendaciones personalizadas e individualizadas a un cliente sobre instrumentos financieros concretos. Por tanto, las recomendaciones de carácter genérico y no personalizadas, realizadas en el ámbito de la comercialización de valores e instrumentos financieros, no pueden ser consideradas asesoramiento, sino que tienen el valor de comunicaciones de carácter comercial.

Con respecto a los instrumentos y productos que se ofrecen al público señalaremos que, por regla general, en el marco legislativo de los países analizados, se autoriza a las

---

66. [http://dof.gob.mx/nota\\_detalle.php?codigo=5279484&fecha=28/11/2012](http://dof.gob.mx/nota_detalle.php?codigo=5279484&fecha=28/11/2012)



Comisiones o Superintendencias a realizar la supervisión de cualquier valor negociable<sup>67</sup>, entendiendo por estos, las acciones, bonos y obligaciones (valores de renta fija), instituciones de inversión colectiva (participaciones o cuotas de fondos de inversión, fondos mutuos, etc.), derivados financieros (futuros, opciones)<sup>68</sup> y productos estructurados. Evidentemente, la denominación de valores y productos financieros puede variar en cada jurisdicción pero, a efectos de este Estudio, utilizaremos una definición amplia en la que se denomina instrumento financiero a todo aquello que puede ser objeto de emisión y negociación, incluyendo valores negociables y contratos financieros equiparables. Sin embargo, es conveniente aclarar que, en la actualidad, los productos derivados<sup>69</sup> y estructurados únicamente se negocian en Argentina, Colombia<sup>70</sup>, Brasil, España y México.

En cuanto a los canales que los intermediarios financieros utilizan para ofrecer sus servicios y productos, además de sus propias oficinas y establecimientos donde físicamente o a través de vía telefónica<sup>71</sup> contactan con sus clientes, no podemos dejar de mencionar que los avances tecnológicos han permitido la extensión de sus servicios y actividades a través de Internet y, por tanto, esto implica un reto adicional para los organismos supervisores de los mercados de valores en la región respecto a la protección de los inversores.

Por otro lado, en algunas jurisdicciones se permite la externalización<sup>72</sup> de ciertas actividades y servicios. Así, en la legislación española las empresas de servicios

---

**67.** En Brasil, la Ley define como Valores Mobiliarios a las acciones, obligaciones y bonos (*debentures*), cuotas de fondos de inversión y de clubes de inversión, derivados, contratos de inversión colectiva y otros. Los títulos públicos no son considerados valores mobiliarios.

**68.** En Chile, la legislación no contempla dentro de las facultades de la SVS la supervisión de la comercialización de derivados, sólo respecto a los valores objeto de oferta pública. La excepción la constituyen las opciones a la compra y venta de acciones que son considerados por ley como valor.

**69.** En Perú no existe un mercado público de derivados que esté regulado, por lo que los intermediarios que están autorizados a realizar operaciones con este tipo de instrumentos, las tienen que realizar de manera privada o en el mercado extranjero. De acuerdo con la normativa peruana (Reglamento de Agentes de Intermediación), si un agente desea intermediar operaciones con contratos de futuros, opciones y demás derivados, por cuenta propia o por cuenta de sus clientes, debe obtener autorización previa de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV).

**70.** Cfr. Capítulos 1 al 4 del Título 1 del Libro 35 del Decreto 2555 de 2010.

**71.** Existen llamadas telefónicas masivas o correos electrónicos que utilizan tácticas agresivas para tratar de vender inversiones o proporcionar asesoramiento financiero, que suelen provenir de entidades que operan sin autorización, haciéndose pasar por entidades registradas. Estas entidades suelen conocerse, en algunas jurisdicciones, como "chiringuitos financieros". Muchas de las empresas que utilizan esas tácticas no están autorizadas ni registradas y, de hecho, pueden ser fraudulentas. En la mayoría de los países de la Unión Europea, los reguladores financieros cuentan con leyes, códigos o directrices que restringen o prohíben las "llamadas en frío" ("*cold calling*"). En general, se entiende por "llamada en frío" cualquier llamada o visita comercial que se recibe sin haberlo solicitado.

**72.** En la Unión Europea se define el término de "externalización", a cualquier tipo de acuerdo entre una empresa de inversión y un prestador de servicios, en virtud del cual este realice un proceso, un servicio o una actividad que en otras circunstancias llevaría a cabo la propia empresa de servicios de inversión.

de inversión pueden designar agentes para la promoción y comercialización de los servicios de inversión y servicios auxiliares objeto de su programa de actividades. Igualmente, pueden designarlos para realizar habitualmente frente a sus clientes, en nombre y por cuenta de la empresa de servicios de inversión, la recepción y transmisión de órdenes, así como para prestar asesoramiento sobre los instrumentos financieros y los servicios de inversión que la empresa ofrece. Estos agentes o empresas vinculadas a los intermediarios financieros deben cumplir las mismas normas de conducta y están bajo responsabilidad plena e incondicional de los intermediarios que los contraten.

En Brasil, el Agente Autónomo de Inversión es el encargado (o representante) del intermediario para hacer captación de clientes, recepción, registro y transmisión de órdenes a los sistemas de negociación, e informan sobre los productos ofrecidos y los servicios prestados por el intermediario. Tanto si es una persona natural o una empresa, deben tener una vinculación contractual con el intermediario para realizar estas actividades<sup>73</sup>. En Bolivia, la Sociedad Administradora de Fondos de Inversión podrá contratar directamente o a través de otras empresas, los servicios de Promotores de Inversión<sup>74</sup> a efectos de la promoción de los fondos de inversión que administra.

Pues bien, la supervisión de las actividades de comercialización, así como de la entrega de información a los clientes por parte de los intermediarios, forman parte de las actividades de fiscalización que llevan a cabo los organismos supervisores en Iberoamérica. Además, en algunos países, como en Colombia, Costa Rica<sup>75</sup> y Brasil<sup>76</sup>, la

---

**73.** Instrucción CVM nº 497/11 <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos/inst/inst497consolid.doc>

**74.** Para ello, deben cumplir los requisitos siguientes:

- Estar capacitados para el trabajo que realizan, bajo responsabilidad de la Sociedad Administradora.
- La Sociedad Administradora deberá establecer claramente las obligaciones y deberes a los que se encuentran sujetos los Promotores de Inversión.
- Los Promotores de Inversión no podrán recibir o realizar pagos en efectivo o cheque o cualquier otro medio, quedando dichas actividades a cargo de la SAFI.

**75.** La Sociedad de la Bolsa debe contar con una unidad de supervisión a nivel gerencial, independiente de cualquier otra área operativa o administrativa de la Bolsa, cuya función es detectar posibles incumplimientos al Código de Conducta aplicable a los puestos y agentes de bolsa y realizar las correspondientes investigaciones preliminares. Esta unidad debe colaborar estrechamente con la SUGEVAL en sus funciones supervisoras.

**76.** En Brasil, la Ley del Mercado de Valores de 1976 define las entidades administradoras de mercados de bolsa como autorreguladas. Actualmente, tal función es ejecutada por la BM&FBOVESPA Supervisión de Mercados (BSM), con personalidad jurídica propia y patrimonio independiente, autonomía financiera, administrativa y presupuestaria, así como mandato fijo del director de autorregulación y de los consejeros. En síntesis, la BSM tiene las siguientes responsabilidades:

- Fiscalización y supervisión de los participantes en el mercado y la propia BM&FBOVESPA.
- Identificación de violaciones a la legislación y a la reglamentación vigentes, condiciones anormales de negociación o comportamientos que puedan poner en riesgo la regularidad de funcionamiento, la transparencia y la credibilidad del mercado.
- Instauración y conducción de procesos administrativos disciplinarios.
- Aplicación de sanciones.
- Administración de Mecanismo de Resarcimiento de Perjuicios (MRP), previsto en la Instrucción CVM 461/07.

supervisión de los intermediarios y de sus prácticas comerciales, se realiza tanto por el Órgano Supervisor como por las entidades autorreguladas.

Dichas actividades de supervisión, en general, se engloban en los programas de revisión que los supervisores desarrollan periódicamente. En el caso de la CNMV<sup>77</sup> de España, en el marco de sus facultades de supervisión e inspección, se realiza el seguimiento de la conducta y de los requisitos organizativos a través de tres tipos de actuaciones: inspecciones *in situ* de las entidades, análisis temáticos sectoriales (que incluyen a una muestra de entidades) y análisis específicos, sobre temas concretos de interés supervisor. En general, la supervisión se centra en revisar el cumplimiento de las obligaciones de información previa (incluyendo el caso en el que una entidad emisora actúe simultáneamente como colocador, dados los particulares conflictos de interés de estos supuestos), la categorización de clientes, las evaluaciones de conveniencia e idoneidad y la actuación de las entidades en áreas especialmente sensibles (asesoramiento, recepción y transmisión de órdenes y gestión de carteras, entre otras). Para la selección de las actuaciones supervisoras se utiliza lo que se denomina "mapa de riesgos del sector", que se nutre tanto de la información reservada remitida por las entidades, como de otra información relevante, especialmente denuncias y reclamaciones presentadas ante la CNMV por los inversores. Como resultado, se diseña una estrategia supervisora para cada entidad, considerando los recursos con los que se dispone.

En México, las Instituciones de Crédito, Casas de Bolsa y las Sociedades Operadoras de Sociedades de Inversión se encuentran sujetas a inspecciones periódicas por parte del organismo supervisor del mercado de valores. A partir de 2010, se estableció un nuevo programa de supervisión en la CNBV, basado en un enfoque estratégico sobre las actividades de administración de activos en las entidades antes señaladas. El enfoque consiste en la revisión del cumplimiento de las reglas de conducta (conocimiento del cliente y adecuación al perfil), inexistencia de conflictos de interés, etc. En la práctica, se revisan las grabaciones de las instrucciones de los clientes, así como la composición de las carteras y se verifican que las operaciones sean consistentes con el perfil del cliente que haya determinado la propia entidad financiera.

Así también en Costa Rica, durante los procesos de inspección y supervisión *in situ*, se verifica que los intermediarios cuenten con el perfil que en forma obligatoria se tiene que aplicar a los clientes, así como con los documentos que evidencien la labor

---

**77.** Con el fin de mejorar la supervisión de las entidades que prestan servicios de inversión, la CNMV ha puesto en marcha la elaboración de un mapa de riesgos y de cumplimiento de las normas de conducta. Con esta iniciativa, en línea con las recientemente abordadas por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA), la CNMV obtendrá información sobre los productos que las entidades están vendiendo entre su clientela, así como la forma en que se está realizando esa comercialización con el objetivo de anticiparse en su acción inspectora y supervisora, y así reforzar la defensa efectiva del inversor.

del intermediario en lo que respecta a la entrega de información a los clientes. Además, la labor supervisora abarca a los contratos, órdenes y comisiones cobradas, sin limitación de fiscalizar los antecedentes que se consideren necesarios para velar por la protección del inversor, como también sucede en Paraguay.

En Honduras, la CNBS supervisa y evalúa las políticas de transparencia y atención al usuario y reclamos, los contratos de productos financieros a fin de evitar cláusulas y prácticas abusivas, y que la publicidad cumpla con las disposiciones de transparencia, entre otros aspectos.

Por su parte, en Perú se requiere que la información sobre órdenes, asignaciones, pólizas, operaciones, márgenes de liquidez y solvencia, montos intermediados por segmento de negociación y tipo de operación, información financiera y hechos relevantes, entre otros, sea remitida periódicamente a la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV). A partir de dicha información, se efectúa un monitoreo continuo de las actividades de intermediación, utilizando aplicaciones informáticas que permiten un análisis dirigido a determinar los factores de riesgos asociados a cada agente de intermediación, con la finalidad de establecer prioridades o esfuerzos de supervisión. Esta información permite remitir comunicaciones a los inversores solicitándoles que confirmen un conjunto de hechos o procedimientos relacionados a operaciones efectuadas en su nombre. Por ejemplo, se les solicita que confirmen si han autorizado dichas operaciones, si se les remiten sus estados de cuenta y si se les ha informado sobre los riesgos relacionados a las operaciones, entre otros. Asimismo, a partir de dicha información, se elaboran los documentos analíticos necesarios para efectuar la planificación de una inspección *in situ*. Las inspecciones pueden ser del tipo operativo, del tipo financiero o del tipo integral (que considera ambos aspectos). Pueden ser puntuales, por un tema específico, por ejemplo, dirigidas a verificar que no haya habido un uso indebido de los fondos de los clientes o que los estados de cuenta son remitidos a los inversores de acuerdo a lo establecido por las normas vigentes, o puede enfocarse en temas más amplios como la supervisión de los sistemas de control interno.

En síntesis, las labores supervisoras que realizan los organismos participantes en este Estudio, en el ámbito de la comercialización de valores e instrumentos financieros dirigidos a clientes minoristas o no profesionales, se centran en dos aspectos claves:

- El análisis de las estructuras organizativas y procedimientos de control interno y de gestión de riesgos (gestión y prevención de conflictos de interés y de malas prácticas de ventas).
- La verificación de la transparencia en la comercialización (que previamente a la contratación de un servicio o venta de un instrumento, las informaciones al

cliente sean adecuadas, se tenga constancia del perfil del inversor, y que se le haga entrega de toda la documentación contractual preceptiva e informativa).

### **1.1. Normas de conducta y requisitos organizativos de los intermediarios financieros y empresas de servicio de inversión**

De acuerdo con los Principios Internacionales de IOSCO, los intermediarios financieros deben cumplir una serie de normas de conducta que definen su trato con los clientes. Así se establece en la Ley del Mercado de Valores de Perú, y prácticamente en la totalidad de las legislaciones examinadas, que los intermediarios financieros deberán comportarse con diligencia y transparencia, en interés de sus clientes y en defensa de la integridad del mercado. En este contexto, deben organizarse de forma que se minimicen los riesgos de conflictos de interés y, en situación de conflicto, dar prioridad a los intereses de sus clientes, sin privilegiar a ninguno de ellos. Asimismo, deben gestionar su actividad de manera ordenada y prudente, cuidando los intereses de los clientes como si fueran propios, asegurándose de que disponen de toda la información necesaria sobre sus clientes y mantenerlos siempre informados, de manera oportuna y adecuada.

Otros ejemplos los encontramos en Bolivia, donde las normas de conducta están establecidas en la Ley de Mercado de Valores nº 1834 de 31 de marzo de 1998, en la Normativa para Agencias de Bolsa aprobada mediante Resolución Administrativa nº 751 de 8 de diciembre de 2004, y en la Normativa para Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras, aprobada mediante resolución Administrativa nº 421 de 13 de agosto de 2004. Por su parte, en Costa Rica se establece mediante la Ley Reguladora del Mercado de Valores, en su Título VI, las normas generales de conducta que deben seguir los participantes del mercado de valores. Las Bolsas de Valores deberán establecer reglamentos internos con normas de conducta, de acatamiento obligatorio para sus directores y empleados, así como para los puestos y agentes de bolsa. Los puestos de bolsa y las sociedades administradoras de fondos de inversión deberán establecer reglamentos en el mismo sentido.

En algunos países la colaboración entre las entidades supervisoras y las autorreguladas ha propiciado el establecimiento de un Código de Conducta que deben seguir los participantes del mercado en sus relaciones con sus clientes. Este es el caso de República Dominicana, donde además de las normativas dictadas en esta materia, la Superintendencia de Valores (SIV) junto con los participantes del mercado han consensuado un Código de Conducta del Mercado de Valores, al que todos los participantes podrán adherirse con el fin de que las reglas de conducta sean homogéneas.

Conforme a lo establecido por la Norma de Transparencia<sup>78</sup>, las instituciones supervisadas por la CNBS, organismo supervisor del mercado de valores de Honduras, deben implementar un Código de Buenas Prácticas para la atención de los usuarios financieros, que deberá comprender las políticas diseñadas por la institución supervisada para que los empleados y funcionarios, responsables de atender a los usuarios, proporcionen información y atención adecuada de conformidad con las normas vigentes.

En Panamá, el Acuerdo 5-2003 establece normas de conducta para los intermediarios financieros, así como regulación para la celebración de contratos, recepción y ejecución de órdenes, información a los clientes y conflictos de interés.

En Brasil, la Instrucción CVM nº 505/11 establece normas y procedimientos a ser observados en las operaciones realizadas con valores mobiliarios en mercados regulados de valores mobiliarios. La norma establece estándares para diversas cuestiones, entre ellas, reglas para el registro de clientes; la transmisión de órdenes (incluso la obligatoriedad de contar con un sistema de grabación telefónica); los procedimientos y controles internos para ejecución de órdenes; identificación del inversor final en todas las órdenes que transmita o transfiera y en las operaciones que ejecute o registre; pago y recepción de recursos financieros; establecimiento de procedimientos y controles internos que aseguren el ejercicio de las funciones con buena fe, diligencia y lealtad con relación a los clientes; la identificación y el tratamiento de situaciones de conflicto de interés; la correcta prestación de informaciones sobre productos ofrecidos y los mecanismos de resarcimiento de perjuicios eventualmente existentes.

En el art. 109 de la Recopilación de Normas de Mercado de Valores (art. 249 en el Reordenamiento de junio de 2012), emitida por la Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central del Uruguay, se encuentran las normas de conducta que deben seguir los intermediarios financieros en relación con sus clientes/inversores.

En España, el incumplimiento por parte de los intermediarios de las normas que les son aplicables, se considera un riesgo más a gestionar y prevenir, estableciéndose la obligatoriedad de que las entidades apliquen y mantengan políticas y procedimientos para su control y minimización, al igual que los otros riesgos relativos a su actividad, procesos y sistemas. En el caso de la función de cumplimiento normativo<sup>79</sup>, además,

---

**78.** Resolución GE nº. 1631/12-09-11, "Normas para el Fortalecimiento de la Transparencia, la Cultura Financiera y Atención al Usuario Financiero en las Instituciones Supervisadas".

**79.** La figura del oficial de cumplimiento se encuentra en la legislación de España, en el artículo 70 ter de la LMV y en el artículo 28 del RD 217/2008, sobre régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión.

En el ámbito de la Unión Europea, el organismo supervisor, ESMA (European Securities and Markets Authority), recientemente ha publicado unas directrices sobre ciertos aspectos de los requisitos que la MiFID

se le atribuye la responsabilidad de asesorar y asistir al resto de la organización en el desarrollo de su actividad en un entorno de cultura de cumplimiento. Con carácter adicional y complementario a la función de cumplimiento normativo, que es preceptiva para todo tipo de entidad, se exige que las entidades mantengan funciones de auditoría interna y control de riesgos en la medida y con el alcance que su tipo de negocio, actividades y exposición al resto de riesgos requieran.

A continuación, y de manera sintética, se detallan las principales normas de conducta<sup>80</sup> que deben presidir las actuaciones y actividades de los intermediarios financieros y algunos de los requisitos organizativos necesarios con los que deben contar, así como su reflejo en algunas de las normativas de los países participantes en el presente trabajo:

- **Deber de actuar con honestidad, imparcialidad y profesionalidad, en el mejor interés de sus clientes**

Los intermediarios financieros deben actuar honesta e imparcialmente, manteniendo neutralidad en su actuación, sin establecer diferencia alguna en el trato a sus clientes. Así, en Panamá, se establece en el Código General de Conducta de los mercados de valores que las Casas de Valores deberán actuar en el ejercicio de sus actividades con imparcialidad, sin anteponer los intereses propios a los de sus clientes, en beneficio de estos y del buen funcionamiento del mercado<sup>81</sup>. En Perú, este deber también supone la no utilización de prácticas o conductas

---

impone a la función de cumplimiento en las firmas de inversión, en concreto, sobre la obligación de cumplimiento y la efectiva observancia de las responsabilidades derivadas de la misma <http://www.esma.europa.eu/system/files/2012-388.pdf>

**80.** Si bien en las legislaciones analizadas y en relación con las normas de actuaciones de los intermediarios en el mejor interés de sus clientes, se encuentran las normas referidas a la Gestión de Órdenes y el Principio de Mejor Ejecución, se ha optado por no analizarlas en este trabajo.

**81.** En este sentido, no deberán anteponer la compra o venta de valores por cuenta propia en idénticas o mejores condiciones a la de sus clientes, tanto de aquellos que hayan dado una orden en firme como de aquellos otros a los que esté gestionando sus cuentas de inversión en virtud de mandatos genéricos o específicos. Además, cuando se negocien órdenes de forma agrupada por cuenta propia y ajena, la distribución de los valores adquiridos o vendidos o de los potenciales beneficios, tanto si la orden se ejecuta total o parcialmente, debe asegurar que no se perjudica a ningún cliente. Por otro lado, sin perjuicio de la libertad de contratación y de fijación de comisiones, la Casa de Bolsa no deberá ofrecer ventajas, incentivos, compensaciones o indemnizaciones de cualquier tipo a clientes relevantes o con influencia en la misma cuando ello pueda suponer perjuicios para otros clientes o para la transparencia del mercado. Asimismo, no deberá inducir a la realización de un negocio a un cliente con el fin exclusivo de conseguir el beneficio propio. Finalmente, las Casas de Valores se abstendrán de realizar operaciones con el exclusivo objeto de percibir comisiones o multiplicarlas de forma innecesaria y sin beneficio para el cliente, ni aceptar regalos o incentivos, directos o indirectos, cuya finalidad sea influir en las operaciones de sus clientes o que puedan crear conflictos de interés con otros clientes, ya sea distorsionando su asesoramiento, violando la discreción debida o por cualquier otra causa injustificada.

desleales hacia sus competidores, sea mediante información a clientes, publicidad o bajo cualquier otra modalidad.

En Colombia, la Ley 1328 estableció, para las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia (entidades financieras, aseguradoras y del mercado de valores), el deber de abstenerse de incurrir en conductas que conlleven abusos contractuales o de convenir cláusulas que puedan afectar el equilibrio del contrato o den lugar a un abuso de posición dominante contractual. Por tal razón, la citada ley prohibió de manera expresa la incorporación de cláusulas abusivas en los contratos de adhesión, señalando algunos casos de cláusulas que a juicio del legislador son consideradas como abusivas. Razón por la cual, la Superintendencia instruyó y ejemplarizó las prácticas que se consideran abusivas atendiendo el mandato legal contenido en la Ley 1328 de 2009.

- **Deber de recabar información del cliente. El principio de “conoce a tu cliente”, evaluación de la adecuación y conveniencia de productos para el inversor**

En términos generales, los intermediarios deben procurar obtener información sobre los conocimientos y experiencia de sus clientes en materia de inversiones, sobre sus objetivos de inversión, y obtener toda aquella información que les resulte necesaria para brindar un óptimo servicio.

En la mayor parte de las jurisdicciones —Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Costa Rica, Chile, España, México, Panamá, Perú, República Dominicana, Uruguay—, se exige a los intermediarios que apliquen los procedimientos necesarios que les permitan conocer a sus clientes, bien a través de normativas dictadas por los organismos reguladores y supervisores, bien por las entidades autorreguladas.

Así, en Uruguay, en el art. nº 109.2 de la RNMV (art. 213 en el Reordenamiento de junio de 2012) se estipula que los intermediarios de valores y los asesores de inversión deben informarse para evaluar cuáles instrumentos son adecuados a las características y objetivos de inversión de sus clientes.

Por el contrario, en Honduras y Ecuador, el marco legal no obliga a los intermediarios a evaluar la adecuación de los productos a los clientes. Asimismo, en Paraguay no se solicita el análisis de la adecuación del producto al perfil del inversor, sino que únicamente se requiere que el intermediario solicite al inversor la declaración de conformidad en la cual la persona manifiesta haber recibido toda la información necesaria para la comprensión del riesgo inherente a la adquisición del producto en cuestión.



La regulación de la República Dominicana<sup>82</sup> indica que el Puesto de Bolsa es quien evalúa y determina el perfil de inversor (formulario "Conozca su Cliente" para personas físicas), pero no existen normas que dicten qué instrumentos deben ser dirigidos a un tipo de inversor específico. Al igual que en Bolivia, donde a las Agencias de Bolsa se les exige la elaboración del perfil de cliente para la administración de cartera en forma discrecional, es decir, cuando la inversión de los recursos del cliente es realizada por la Agencia de Bolsa a través de las operaciones o transacciones que esta considere más apropiadas y convenientes para los intereses del mismo, bajo cuenta y riesgo del cliente.

En Brasil, los intermediarios siempre tuvieron la obligación de conocer a sus clientes de acuerdo con la Instrucción CVM 301/99 —recientemente modificada por la Instrucción CVM 506/11— que estipula que el intermediario, al hacer el registro del cliente, debe obtener informaciones sobre el inversor que le permitan trazar su perfil, tanto desde el punto de vista económico (informaciones sobre los rendimientos y la situación patrimonial), como desde el punto de vista de aversión al riesgo y educación financiera (informaciones sobre perfil de riesgo y conocimiento financiero del cliente). Además de las disposiciones específicas en diferentes normas, la CVM ha sometido a audiencia pública (Anuncio de Audiencia Pública SDM nº 15/11) una propuesta de Instrucción que regula el deber de verificación de la adecuación de los productos y servicios al perfil del cliente. En la actualidad, la versión final de la norma está siendo desarrollada por parte de la CVM.

Por su parte en Argentina, de acuerdo al Código de Protección al Inversor (Resolución General nº 529/08 de la CNV), los intermediarios financieros se encuentran obligados a realizar un cuestionario en el momento de la apertura de la cuenta del inversor, para determinar su perfil de riesgo.

Asimismo, en Costa Rica, la SUGEVAL ha emitido disposiciones que obligan a los intermediarios (Puestos de Bolsa y Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión) a aplicar un cuestionario para determinar el perfil de cada inversor, y así amoldar las posibilidades de inversión con sus respectivos productos de acuerdo con dicho perfil.

En Chile, la Circular nº 1.869 referida a la Supervisión Basada en Riesgos (SBR) dispone que las Administradoras de Instituciones de Inversión Colectiva deben definir

---

**82.** En el art. 9 de la "Norma para intermediarios de valores que establece disposiciones para su funcionamiento", Resolución CNV-2005-10-IV, se exige a los intermediarios de valores realizar una evaluación a los clientes para determinar el perfil de inversionista y, de esta manera, adecuar las operaciones que realice al perfil que se le haya asignado.

políticas y procedimientos destinados a cumplir con el objetivo que persigue la adecuación al perfil del inversor, estableciendo que una de las materias que se deben tener presente es el “conocimiento del cliente” a través de los antecedentes del inversor, tales como situación financiera, horizonte de inversión y grado de tolerancia al riesgo. Para los intermediarios de valores, en el mismo contexto de la SBR, la Circular n° 2.054 establece la responsabilidad para la alta administración de velar por la existencia de un adecuado diseño, implementación y documentación de políticas y procedimientos para el conocimiento de los clientes, de sus necesidades y objetivos de inversión, y la entrega de información a los mismos, al objeto de no recomendarles u ofrecerles inversiones en instrumentos o activos que no correspondan a su perfil de riesgo. Adicionalmente, se prevén abordar normas de *suitability* para los intermediarios de valores próximamente.

La necesidad de adecuar la protección de cada cliente a su nivel de conocimientos y experiencia exige, en la legislación española, para determinados instrumentos o productos (ver apartado 1.2.2.), la obligación por parte del cliente minorista de proporcionar a la entidad que le va a prestar el servicio de inversión, la información precisa para determinar cuál es ese nivel de conocimiento y experiencia. Esta información se canaliza a través de una evaluación de la conveniencia de la inversión, que suele llevarse a cabo mediante el denominado “test de conveniencia”<sup>83</sup> y que debe realizarse con carácter general cuando la entidad esté prestando servicios de inversión distintos a la gestión de carteras o al asesoramiento en materia de inversión. La información que la entidad debe obtener sobre el cliente relativa a sus conocimientos y experiencia debe incluir los siguientes datos, en la medida en que resulten apropiados a las cualidades del cliente, a la naturaleza y alcance del servicio a prestar y al tipo de producto o transacción prevista, incluyendo la complejidad y los riesgos inherentes:

- Los tipos de instrumentos financieros, transacciones y servicios con los que está familiarizado el cliente.
- La naturaleza, el volumen y la frecuencia de las transacciones del cliente sobre instrumentos financieros y el periodo durante el que se haya realizado.

---

**83.** El objetivo del análisis de conveniencia es que la entidad obtenga los datos oportunos para valorar si, en su opinión, el cliente cuenta con los conocimientos y experiencia necesarios para comprender la naturaleza y riesgos del servicio o producto ofrecido, pero no persigue ajustar los objetivos de inversión del cliente al nivel de riesgo del instrumento, ya que el grado de complejidad de un instrumento no está totalmente correlacionado con su mayor o menor nivel de riesgo potencial. Por ejemplo, las acciones que componen cualquier índice bursátil son instrumentos relativamente poco complejos, pero pueden presentar una alta volatilidad, mientras que un bono estructurado es un instrumento complejo de entender, aunque podría incorporar un nivel de riesgo relativamente bajo (imaginemos el caso de un bono con vencimiento a 1 año que garantiza la devolución del principal a vencimiento y referencia su rendimiento a la evolución de un subyacente, que cuenta con una elevada calidad crediticia).

- El nivel de estudios, la profesión actual y, en su caso, profesiones anteriores del cliente que resulten relevantes.

Hay que precisar que, en el caso de que el producto no tenga la catalogación de complejo, se requiere que las entidades obtengan información del cliente a efectos de evaluar la conveniencia del producto si este es solicitado por el cliente. Si es la propia entidad la que ofrece el producto al cliente, aunque sea no complejo, debe evaluarse la conveniencia. En definitiva, la finalidad última de la evaluación de la conveniencia<sup>84</sup> es conseguir la protección adecuada en la venta de instrumentos financieros complejos a clientes minoristas, ya que estos clientes pueden no tener ni la experiencia ni conocimientos suficientes para entender las características y riesgos asociados a dichos productos. En el caso de que, en función a la información recibida del cliente, el intermediario o empresa de servicio de inversión considere que el producto o servicio no es adecuado para él, deberá advertírsele y, si el cliente no facilita la información solicitada o esta no es suficiente, la empresa de inversión deberá advertirle sobre la imposibilidad de determinar si el servicio o producto es adecuado o no lo es. Por otra parte, en el caso de que la entidad preste el servicio de gestión de carteras o de asesoramiento, el cliente debe proporcionar, además de la información anterior relativa a conocimientos y experiencia, información sobre su situación financiera y objetivos de inversión, con la finalidad de que la entidad pueda recomendarle los instrumentos financieros que más le convengan (evaluación de la idoneidad que se lleva a cabo con carácter general a través del test de idoneidad, tal y como se explica en el capítulo dedicado al Asesoramiento).

Respecto a Panamá, el Código General de Conducta de los Mercados de Valores (Regla Quinta), por lo que se refiere a la información sobre la clientela, señala que las entidades (Casa o Corredor de Valores) deberán solicitar a sus clientes la información necesaria para su correcta identificación, así como información sobre su situación financiera, experiencia inversora y objetivos de inversión cuando esta última sea relevante para los servicios que se vayan a proveer. Deberán cumplimentar un formulario que, a juicio del organismo supervisor —la Superintendencia del Mercado de Valores—, contenga la información suficiente para apreciar los datos relevantes para la inversión y recomendación a los clientes. Dicha información tendrá carácter confidencial, y no podrá ser

---

**84.** En España, se recomienda realizar los cuestionarios de conveniencia mediante documento separado de la orden de compra de productos, que contenga las respuestas dadas por el cliente y el resultado de la evaluación y que se recabe copia firmada por el cliente del mismo. Adicionalmente, si la evaluación se refiere a una operación concreta, deben establecerse los procedimientos oportunos para que la evaluación quede referida de forma inequívoca a la operación de que se trate y, en todo caso, debe identificarse la fecha en que se produce dicha evaluación. Las presunciones en sentido positivo de la conveniencia que se realicen, en base al nivel general de formación y experiencia profesional del cliente, pueden mantenerse indefinidamente, salvo que la entidad cuente con información que aconseje una revisión de los mismos. Para mayor información, consultar la Guía de Actuación para el Análisis de la Conveniencia y la Idoneidad en [http://www.cnmv.es/DocPortal/GUIAS\\_Perfil/GuiaConvenienciadoneidad.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/GUIAS_Perfil/GuiaConvenienciadoneidad.pdf)

utilizada en beneficio propio o de terceros, ni para fines distintos de aquellos para los que se solicita. Asimismo, las entidades deberán establecer sistemas de control interno que impidan la difusión o el uso de las informaciones obtenidas de sus clientes.

Por su parte, los Agentes de Intermediación en Perú, al iniciar la relación comercial con el cliente, tienen la obligación de efectuar las acciones razonables a su alcance para obtener un conocimiento adecuado del perfil de cada uno de sus clientes, con el fin de determinar su nivel de experiencia en el mercado de valores, dejando constancia de ello en la ficha de registro de cliente. Esta ficha de registro es un documento en el cual el agente registra información que permite identificar a su cliente, condiciones de la relación comercial y advertencias relacionadas a la operatividad en el mercado de valores. Su alcance y regulación se encuentra definido por el Reglamento de Agentes de Intermediación.

Finalmente, en algunas jurisdicciones donde existe la autorregulación del mercado, son las propias Bolsas las que instruyen entre sus miembros la obligación de perfilar a sus clientes y ofrecer productos acordes a ese perfil, tal y como se implantó en la Bolsa de Comercio de Santiago.

- **Obligación de informar al cliente**

La información que el cliente debe recibir sobre los productos de inversión debe ser clara, comprensible, precisa y comparable. Adicionalmente, debe ser verdadera, suficiente y oportuna, e incluir los riesgos que cada operación conlleva, y los gastos y costos de los servicios que les brindan. Por otro lado, las comunicaciones publicitarias deben ser claramente identificables como tales.

Desde el año 2004, la CNV de Paraguay estableció la obligación de que los clientes de las Casas de Bolsa debieran firmar una carta mediante la que declaren haber recibido información suficiente, y evaluado el riesgo del valor a adquirir.

Por la importancia que tiene contar con informaciones adecuadas, como lo demuestra tanto las recomendaciones internacionales como su reflejo en las legislaciones desarrolladas en Iberoamérica, esta materia será objeto de un desarrollo más detallado (ver apartado 1.5.). Como adelanto, mencionar que en España, la ley 47/2007 supuso una modificación sustancial de la Ley del Mercado de Valores, al introducir una mejora notable de las obligaciones de información precontractual, contractual y postcontractual que las entidades deben suministrar a los clientes o inversores minoristas. En conjunto, las modificaciones han supuesto un aumento de la protección a los inversores, si bien las obligaciones de información establecidas y, por tanto, el nivel de protección ofrecido varía en función del tipo de cliente y del producto

o servicio ofrecido. Con respecto al tratamiento de la información posterior a la contratación de un producto o servicio, el Real Decreto 217/2008 regula el nivel de concreción que se exige en relación con las órdenes ejecutadas sobre cualquier tipo de producto y, en particular, la inclusión de información sobre el cliente, la fecha, hora y el centro de ejecución, así como el centro y las condiciones para la liquidación, además del desglose de gastos y costes indirectos.

- **Llevanza de registros**

Entre los requisitos organizativos y de control con los que deben de contar las entidades, se encuentra el de llevar un registro ordenado y adecuado de su actividad y organización interna. Estos registros resultan esenciales para el cumplimiento, entre otros, de requisitos de organización interna, de obligaciones de protección a la clientela y de normas de conducta, constituyendo su mantenimiento un instrumento eficaz para reconstruir hechos, datos, informaciones y actuaciones relativas a los servicios y actividades de las empresas que prestan servicios de inversión, teniendo en cuenta la estructura, organización y complejidad y naturaleza de las actividades y servicios que se presten.

Son las propias entidades las que deben analizar y evaluar si los registros con los que cuenta son suficientes para, por un lado, posibilitar el debido cumplimiento de las obligaciones que les impongan la normativa vigente en cada momento y, por otro, para que la entidad supervisora pueda llevar a cabo adecuadamente su labor.

La Norma para Intermediarios de Valores de República Dominicana que establece disposiciones para su funcionamiento (CNV-2005-10-IV) tiene por objeto establecer, entre otras, las reglas para la documentación y registro de operaciones y el registro de estipulaciones contractuales. Dentro de los registros mínimos de información debe existir un archivo con copia de toda correspondencia enviada y recibida por el intermediario de valores, que documente la relación existente entre este y el cliente.

En España, las entidades que presten servicios de inversión deben crear un registro<sup>85</sup> que incluya el contrato o contratos<sup>86</sup> que tengan por objeto el acuerdo entre la empresa y el cliente, y en los que deben concretarse los derechos y las obligaciones de las partes y demás condiciones en las que la empresa prestará el servicio al cliente. Además, las entidades deberán mantener los registros de sus servicios y operaciones en

---

**85.** Resolución de 7/10/99, de la CNMV, sobre los registros mínimos a mantener por empresas que prestan servicios de inversión <http://www.boe.es/boe/dias/2009/10/21/pdfs/BOE-A-2009-16730.pdf>

**86.** En España es obligatorio que consten por escrito los contratos celebrados con clientes minoristas. Ver Circular 7/2011, de 12 de diciembre, de la CNMV, sobre folleto informativo de tarifas y contenido de los contratos-tipo en <http://www.boe.es/boe/dias/2011/12/24/pdfs/BOE-A-2011-20107.pdf>

soporte duradero y no manipulable durante un periodo mínimo de 5 años, y los relativos a sus relaciones con clientes mientras dure la relación. Entre otros, pueden destacarse los siguientes registros:

- Registro de actividad y organización: organigrama, programa de actividades, poderes, autorización del supervisor, etc.
  - Registro de instrumentos financieros de clientes.
  - Registro de clientes: datos identificativos, clasificación o reclasificación, en su caso.
  - Registro de evaluación de la conveniencia.
  - Registro de conflictos de interés.
  - Registro de gestión de reclamaciones.
- 
- **Prevención de conflictos de interés**

Los intermediarios financieros deben establecer mecanismos efectivos para evitar los conflictos de interés con sus clientes. Asimismo, deben en todo momento dar prioridad a los intereses de sus clientes sobre los propios. Este principio implica que deben comunicar los potenciales conflictos de interés a sus clientes.

En efecto, en Colombia<sup>87</sup> los principios, políticas y procedimientos para la detección, prevención y manejo de conflictos de interés deben incorporarse en el respectivo código de buen gobierno corporativo de la entidad, y son aplicables a sus administradores, empleados o funcionarios que desempeñan actividades relacionadas con la intermediación, y contienen como mínimo lo siguiente:

- 1) Los mecanismos para que las áreas, funciones y sistemas de toma de decisiones susceptibles de entrar en conflicto de interés estén separadas física y operativamente.
- 2) Los mecanismos y procedimientos para que la realización de operaciones por cuenta propia esté separada de cualquier otro tipo de actividad que pueda generar conflicto de interés, observando las instrucciones que para el efecto imparta la Superintendencia Financiera de Colombia.
- 3) Las reglas y límites sobre operaciones con vinculados<sup>88</sup> en los sistemas de negociación de valores.

---

**87.** Cfr. Numeral 2º del artículo 7.3.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010.

**88.** Por "vinculado" debe entenderse que es o son: (1) el o los accionistas o beneficiarios reales del diez por ciento (10%) o más de la participación accionaria en el intermediario, (2) las personas jurídicas en las cuales el intermediario sea beneficiario real del diez por ciento (10%) o más de la participación societaria, (3) la matriz del intermediario de valores y sus filiales y subordinadas, y (4) los administradores del intermediario, de su matriz y de las filiales o subordinadas de esta.

Por su parte, en Costa Rica, la Superintendencia es la encargada de emitir las normas necesarias para regular los conflictos de interés entre los participantes de los mercados de valores que incluye, entre otros, los siguientes aspectos:

- a) La prohibición de determinadas operaciones entre sociedades pertenecientes al mismo grupo financiero o al mismo grupo de interés económico, aplicando, en lo pertinente, las normas de la Ley Orgánica del Banco Central.
- b) Un régimen de incompatibilidades aplicable a los funcionarios de los sujetos fiscalizados, que prevenga la realización de operaciones o el traspaso de información que pueda perjudicar al público inversor.
- c) La prestación de servicios, independientemente de la forma contractual utilizada, entre entidades del mismo grupo de interés económico.
- d) Los reglamentos de cualquier otra situación que por razones de conflicto de interés, pueda resultar en perjuicio del público inversor.

En la Regla séptima del Código General de Conducta del Mercado de Valores de Panamá, se señala específicamente que las entidades no deberán, bajo ningún concepto, revelar a unos clientes las operaciones realizadas por otros. Asimismo, no deberán estimular la realización de una operación por un cliente con objeto de beneficiar a otro, y deberán establecer reglas generales de prorratio o de distribución de las órdenes ejecutadas que eviten conflicto en operaciones que afecten a dos o más clientes.

En Bolivia, los funcionarios, los ejecutivos, así como los directores de las Agencias de Bolsa, deberán reportar al oficial de cumplimiento sus inversiones personales en el mercado de valores, y cualquier situación de vinculación con la Agencia de Bolsa y/u otras empresas o instituciones participantes del mercado de valores. El oficial de cumplimiento deberá elevar un informe al directorio sobre sus propias inversiones en el mercado de valores y sobre potenciales conflictos de interés y acceso a información privilegiada y/o confidencial, generadas por las situaciones referidas anteriormente.

Ecuador en su Codificación de las Resoluciones del Consejo Nacional de Valores tiene un capítulo destinado a los conflictos de interés, que incluye el concepto, las obligaciones de los participantes del mercado de valores, los procedimientos de las entidades de autorregulación para prevenir y resolver los conflictos y la obligación de la revelación a sus clientes.

- **Función de cumplimiento normativo**

Con respecto a la organización interna de los intermediarios financieros, no existe una única estructura apropiada o idónea de aplicación universal, sino que esta variará en función de la naturaleza del negocio y de los riesgos que deba asumir cada entidad

o intermediario. Sin embargo, hay un aspecto que se incluye en muchas de las normativas de los países de este Estudio, en el ámbito de los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento exigidas a los intermediarios financieros para la protección del inversor: el oficial de cumplimiento.

De acuerdo con los principios de IOSCO, "... el cumplimiento por parte de la entidad de todos los requisitos legales aplicables, así como de las políticas y los procedimientos internos de la propia entidad, deberá ser supervisado por un área separada que dependa directamente de la alta dirección, y que posea una estructura que asegure su independencia con respecto a las divisiones operativas...". Por ejemplo, en Colombia es obligación de los intermediarios de valores postular un funcionario como oficial de cumplimiento ante la Superintendencia Financiera, teniendo esta la facultad de darle posesión<sup>89</sup>.

En Perú, el Reglamento de Agentes de Intermediación establece que el funcionario de control interno debe depender directamente del directorio y contar con autonomía y recursos. Entre sus funciones se encuentra la supervisión del sistema de control interno del agente, la evaluación del cumplimiento de disposiciones que rigen al agente, así como la confiabilidad del sistema de información y contabilidad.

En España, para garantizar que la función de cumplimiento normativo se desarrolla de forma adecuada e independiente, las empresas que prestan servicios de inversión deben asegurarse de que se cumplen las siguientes condiciones:

- a) La unidad que garantiza el desarrollo de la función de cumplimiento normativo debe estar dotada de autoridad, los recursos y la experiencia necesarios y debe tener acceso a toda la información pertinente.

---

**89.** El numeral 1.1 del Título Primero, del Capítulo Décimo de la Circular Básica Jurídica de la Superintendencia Financiera de Colombia señala:

*"1.1. Personas que deben tomar posesión.*

*De conformidad con lo establecido en las normas citadas deben tomar posesión del cargo:*

- Los representantes legales, principales y suplentes, de las entidades vigiladas, con excepción de aquellos designados por el presidente de la República.
- Miembros de junta directiva, consejo directivo o de administración, principales y suplentes, de las entidades vigiladas, con excepción de aquellos designados por el presidente de la República.
- Los representantes de las oficinas de representación de instituciones financieras y de reaseguros del exterior.
- Los representantes designados para Colombia de las instituciones financieras y de reaseguros del exterior que decidan acogerse a las excepciones establecidas en los numerales 8 y 9 del artículo 2º del Decreto 2951 de 2004.
- Los revisores fiscales, principales y suplentes, de las entidades vigiladas.
- Los oficiales de cumplimiento para la prevención de lavado de activos, principales y suplentes, de las entidades vigiladas".



- b) Debe nombrarse un responsable de cumplimiento que está a cargo del desarrollo de la función de cumplimiento así como del informe sobre cumplimiento para la alta dirección de la entidad.
- c) Las personas encargadas de garantizar el desarrollo de la función de cumplimiento no pueden participar en la prestación de los servicios y actividades que controlen.
- d) El sistema para fijar la remuneración de las personas encargadas de garantizar el desarrollo de la función de cumplimiento no debe comprometer, ni real ni potencialmente, su objetividad.

En cualquier caso, no se exige que las entidades cumplan con lo incluido en las letras c) y d), siempre que, en función del tamaño, naturaleza, escala y complejidad de sus actividades, y de la naturaleza y gama de sus servicios de inversión, pueda demostrar que el cumplimiento de tales requisitos no resulta proporcionado, y que el funcionamiento de la unidad sigue siendo eficaz.

- **Servicio de atención al cliente**

En algunas de las jurisdicciones examinadas se exige que los intermediarios cuenten con un departamento o servicio especializado de atención al cliente<sup>90</sup>, que tenga por objeto atender y resolver las quejas y reclamaciones que presenten sus clientes relacionadas con sus intereses y derechos legalmente reconocidos. En México, cada institución financiera debe contar con una "Unidad Especializada", la cual tiene por objeto atender consultas y reclamaciones de los usuarios de servicios financieros. Dicha Unidad tiene que responder por escrito al usuario.

En España, las entidades deberán adoptar las medidas necesarias para separar el departamento o servicio de atención al cliente de los restantes servicios comerciales u operativos de la organización, de modo que se garantice que aquel tome de manera autónoma sus decisiones referentes al ámbito de su actividad y, asimismo, se eviten conflictos de interés.

---

**90.** En Brasil, las instituciones financieras y demás instituciones autorizadas a funcionar por el Banco Central de Brasil, que tengan clientes personas físicas o personas jurídicas clasificadas como microempresas en la forma de la legislación propia, deben instituir un componente organizativo de atención al cliente, con la atribución de actuar como canal de comunicación entre estas instituciones y los usuarios de sus productos y servicios (Resolución del Consejo Monetario Nacional 3849/10). En el ámbito del mercado de valores mobiliarios, la CVM ha elaborado una norma específica para este servicio de consultas (Ouidoria). Instrucción CVM n° 529, de 1 de noviembre de 2012. Ver en [http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos\\_Redir.asp?Tipo=I&File=\\inst\inst529.doc](http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos_Redir.asp?Tipo=I&File=\\inst\inst529.doc)

Sin embargo, en Costa Rica, solamente están obligadas las sociedades administradoras de fondos de inversión, no existiendo obligación legal para los puestos de bolsa.

En Bolivia, las sociedades que administran fondos de inversión abiertos tercerían la gestión de atención al cliente a través de su banco filial, siendo el oficial de cumplimiento responsable del seguimiento a las quejas y demandas de los clientes.

En Honduras, la Resolución GE nº. 1631/12-09-2011, que contiene las Normas para el Fortalecimiento de la Transparencia, la Cultura Financiera y Atención al Usuario Financiero en las Instituciones Supervisadas, exige que dispongan de áreas encargadas de atender los reclamos o consultas de los usuarios financieros, a través del Oficial de Atención al Usuario Financiero, quien tendrá un plazo máximo de diez (10) días hábiles contados a partir de la fecha de la recepción del reclamo o consulta.

## **1.2. Delimitación de la actuación supervisora por objeto y sujeto**

En las legislaciones analizadas no existe una delimitación de la actuación del organismo supervisor en función del tipo de producto o de la clase de inversor. Sin embargo, algunas normativas sí establecen una graduación con respecto al nivel de protección en función del destinatario del producto financiero. Así, en aplicación de la MiFID, en España se obliga a las empresas que ofrecen servicios de inversión no solo a conocer a sus clientes, sino a clasificarlos en categorías —en función de su experiencia inversora, sus conocimientos y su cualificación para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente sus riesgos—, existiendo en función de cada categoría un nivel de protección distinto. Lógicamente, el máximo nivel de protección se dirige al inversor minorista. Pero además, el nivel de protección y los requisitos para evaluar la conveniencia del producto al inversor son distintos según el instrumento de que se trate y de quién surja la iniciativa en el proceso de comercialización o venta. Es decir, se realiza tanto una clasificación de la clientela, como del producto o instrumento a comercializar. Esta clasificación de los instrumentos financieros está recogida en el artículo 79 bis apartado 8 letra a) de la Ley del Mercado de Valores.

Asimismo, en Chile, dadas determinadas características del emisor de un producto financiero determinado, es factible que el organismo supervisor (SVS) determine solicitar menor cantidad de información al respecto, e incluso delimitarlo a ciertos tipos de mercados e inversores.

### 1.2.1. Tipología y criterios de definición del inversor

Tal y como se adelantaba en la introducción de este capítulo, en muchas de las legislaciones iberoamericanas se define o distingue entre clientes institucionales, profesionales o sofisticados, del resto de inversores. Sin embargo, esta clasificación —a diferencia de lo que sucede en España y Colombia— no comporta una diferenciación en el nivel de protección del inversor, aunque sí puede constituirse en una restricción para adquirir determinados productos que, en atención a su riesgo, generalmente son únicamente aptos para los inversores institucionales.

En Colombia, mediante Ley 1328 de 2009 se define al “consumidor financiero”, como aquel cliente, usuario o potencial cliente de las entidades sometidas a inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia. Además, en el marco normativo que regula las relaciones de los intermediarios financieros con los inversores del mercado de valores (Ley 964 de 2005, reglamentada por el Gobierno Nacional en relación con la intermediación de valores), se define quiénes tendrán la calidad de cliente inversor y de inversionista profesional, teniendo en cuenta los volúmenes de inversión, la habitualidad, la profesionalidad, los conocimientos especializados y los demás factores relevantes, así como las reglas aplicables a las relaciones entre dichos inversores y los intermediarios. El cliente inversor es aquel que no tenga la calidad de inversionista profesional, definiendo a este último como:

- 1) Las personas que tengan vigente la certificación de profesional del mercado como operador otorgada por un organismo autorregulador del mercado de valores.
- 2) Los organismos financieros extranjeros y multilaterales.
- 3) Las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia.

Un “inversor profesional” es todo cliente que cuenta con la experiencia y conocimientos necesarios para comprender, evaluar y gestionar adecuadamente los riesgos inherentes a cualquier decisión de inversión. Para ser categorizado como profesional, el cliente deberá acreditar al intermediario, al momento de la clasificación, un patrimonio igual o superior a diez mil (10.000) SMMLV<sup>91</sup> (el equivalente a 3.374.578,8 dólares) y, al menos, una de las siguientes condiciones: ser titular de un portafolio de inversión de valores igual o superior a cinco mil (5.000) SMMLV (el equivalente a 1.687.289,09 dólares), o haber realizado directa o indirectamente quince (15) o más operaciones de enajenación o de adquisición, durante un periodo de sesenta (60) días calendario, en un tiempo que no supere los dos años anteriores al momento en que se vaya a realizar la clasificación del cliente. El valor agregado

---

91. Salario Mínimo Legal Mensual Vigente en Colombia.

de estas operaciones debe ser igual o superior al equivalente a treinta y cinco mil (35.000) SMMLV (equivalente a 11.811.023,62 dólares).

Los intermediarios de valores deben clasificar a sus clientes en alguna de las dos categorías e informarles, oportunamente, sobre la categoría a la cual pertenecen y el régimen de protección que les aplica. Al momento de clasificar a un cliente como "inversor profesional", los intermediarios de valores deberán informarle que tiene derecho a solicitar el tratamiento de "cliente inversionista" de manera general o de manera particular respecto de un tipo de operaciones en el mercado de valores. En este último caso, el "inversor profesional" podrá solicitar tal protección cada vez que se inicie la realización del nuevo tipo de operaciones. El cambio de categoría debe constar por escrito.

En Brasil, la Instrucción CVM nº 409/04 define lo que se entiende como "inversores calificados": inversores que poseen inversiones financieras de más de R\$ 300.000,00 (aproximadamente 150.000 dólares) y los institucionales, que pueden tener acceso a productos de más complejidad y riesgo. Además, el reglamento de mercado establece que ciertos valores solamente pueden ser ofrecidos a inversores que poseen más de un millón de reales.

Por su parte, en España mediante el RD 217/2008, en su artículo 61, se establece que la entidad de servicios financieros deberá clasificar al cliente como minorista o profesional<sup>92</sup>. De acuerdo con el artículo 78 bis de la Ley del Mercado de Valores, se consideran profesionales a aquellos a quienes se presume la experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente sus riesgos; en concreto se clasifican en esta categoría a los siguientes:

- a) Las entidades de crédito, las empresas de servicios de inversión, las compañías de seguros, las instituciones de inversión colectiva y sus sociedades gestoras, los fondos de pensiones y sus sociedades gestoras, los fondos de titulización y sus sociedades gestoras, los que operen habitualmente con materias primas, con derivados, así como operadores que contraten en nombre propio y otros inversores institucionales.
- b) Los Estados y Administraciones regionales, los organismos públicos que gestionen la deuda pública, los bancos centrales y organismos internacionales y

---

**92.** Al margen de la clasificación de los clientes como minoristas y profesionales, la norma contempla que determinadas entidades —entidades de crédito, entidades aseguradoras, instituciones de inversión colectiva, etc.— tengan la consideración de contrapartes elegibles, que tienen el máximo conocimiento y experiencia en los mercados de valores y no cuentan con la protección de las normas de conducta.

supranacionales (como el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional, el Banco Central Europeo, el Banco Europeo de Inversiones y otros de naturaleza similar).

- c) Los empresarios que individualmente reúnan, al menos, dos de las siguientes condiciones:
- que el total de las partidas del activo sea igual o superior a 20 millones de euros;
  - que el importe de su cifra anual de negocios sea igual o superior a 40 millones de euros;
  - que sus recursos propios sean iguales o superiores a 2 millones de euros.
- d) Los inversores institucionales que tengan como actividad habitual invertir en valores u otros instrumentos financieros, tales como las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras.

Por tanto, de acuerdo con la normativa española se consideran clientes minoristas todos aquellos que no son profesionales, entendiendo que las necesidades de ambos son diferentes en materia de protección, por lo que se diferencia la cantidad y el detalle de la información a suministrar a unos y otros. Así, el cliente minorista es el que necesita un mayor grado de protección, al estimar el legislador que no dispone, en general, de la experiencia, los conocimientos y la cualificación necesarios para evaluar los riesgos inherentes a la toma de decisiones de inversión. Se debe mencionar que los clientes tienen la posibilidad de renunciar de forma expresa a su tratamiento como clientes minoristas con respecto a alguna operación o servicio, si bien dicha renuncia debe quedar condicionada a que la empresa que preste el servicio de inversión efectúe la adecuada evaluación de su experiencia y conocimientos en relación con las operaciones y servicios que esté solicitando, asegurándose que el cliente comprende sus riesgos. Al llevar a cabo la citada evaluación, la empresa deberá comprobar que se cumplen al menos dos de los siguientes requisitos:

- que el cliente ha realizado operaciones de volumen significativo en el mercado de valores, con una frecuencia media de más de diez por trimestre durante los cuatro trimestres anteriores;
- que el valor del efectivo y valores depositados sea superior a 500.000 euros;
- que el cliente ocupe, o haya ocupado durante al menos un año, un cargo profesional en el sector financiero que requiera conocimientos sobre las operaciones o servicios previstos.

Finalmente, señalar que en España es posible que algún cliente clasificado como profesional pueda solicitar a la entidad que le está prestando el servicio

de inversión un trato no profesional a fin de tener un nivel de protección más amplio.

Con respecto a otras jurisdicciones en las que se distinguen diversos tipos de inversores, mencionar que en México la Ley del Mercado de Valores define dos tipos con base a sus ingresos e inversiones en valores. El calificado e institucional, en función de las características y complejidad de los valores o instrumentos financieros de que se trate, no así respecto del tipo de servicio de inversión al que pudieran tener acceso. El inversor calificado se define como la persona que mantenga, en promedio, durante el último año, inversiones en valores por un monto igual o mayor a 1.500.000 unidades de inversión<sup>93</sup> (unos 5663.000 dólares) o que haya obtenido en cada uno de los 2 últimos años, ingresos brutos anuales iguales o mayores a 500.000 unidades de inversión. Adicionalmente, las nuevas disposiciones en materia de servicios de inversión en México, contempla la definición de cliente sofisticado, como aquella persona que mantenga en promedio durante los últimos doce meses, inversiones en valores en una o varias entidades financieras, por un monto igual o mayor a 4.500.000 unidades de inversión, o haya obtenido en cada uno de los últimos veinticuatro meses, ingresos brutos anuales iguales o mayores a 1.500.000 unidades de inversión. Dicha definición, permitirá contemplar un marco regulatorio más flexible en la prestación de servicios de inversión, así como un mayor abanico de valores disponibles para su comercialización, tratándose de inversionistas de los cuales las entidades financieras pueden asumir que por el monto de sus inversiones y sus ingresos anuales, cuentan con el conocimiento y experiencia suficiente para poder entender y en su caso aceptar los riesgos asociados a potenciales inversiones.

También la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile, a través de su Norma de Carácter General n° 216, define lo que se entiende por "inversionista calificado" en base, principalmente, a criterios de sofisticación y conocimiento financiero y patrimonio. Así, dentro de este grupo podemos encontrar a los bancos y sociedades financieras, compañías de seguro, administradoras de fondos, corredores de bolsa y agentes de valores, personas naturales o jurídicas, etc., los cuales al estar considerados como un tipo especial de inversor, en base a los criterios mencionados, podrán participar en los mercados especiales establecidos por la Superintendencia, y en las ofertas o colocaciones dirigidas a estos inversores.

---

**93.** Las unidades de inversión (UDI) son una medida de referencia utilizada para descontar el efecto de la inflación en el valor del dinero. Son establecidas por el Banco de México para solventar las obligaciones de los créditos hipotecarios o de cualquier acto mercantil o financiero. Al 31/12/2012 1 UDI equivale a 4,874624 pesos mexicanos.

Por su parte, tanto en la Ley del Mercado de Valores de República Dominicana, como en el Reglamento (art. 12 Ley 19-00 y Literal g) art. 5 del Reglamento 729-04), aparece la definición de inversionistas institucionales, y en Ecuador el art. 74 de la Ley del Mercado de Valores define a los inversores institucionales.

En la Ley del Mercado de Valores de Panamá se define como inversionistas calificados a las personas naturales o jurídicas cuyo giro ordinario de negocios incluya la negociación, por cuenta propia o de terceros, de valores o bienes del tipo que conforma la cartera de inversiones de una sociedad de inversión, de un fondo de cobertura o una parte significativa de estos o que hayan firmado una declaración en la que conste que poseen, individualmente o junto con su cónyuge, un patrimonio no inferior a un millón de balboas (1.000.000 dólares) o su equivalente en otra moneda, y consientan que se les trate como un inversionista calificado.

### **1.2.2. Catalogación de productos por segmentación de clientes u otros criterios como nivel de riesgo**

Si bien no existe, salvo en España, la obligación de realizar una catalogación de productos<sup>94</sup>, hay que señalar que en algunas jurisdicciones iberoamericanas existen ciertas limitaciones para adquirir determinados productos en atención a su riesgo, que se dirigen únicamente a inversores institucionales o sofisticados.

Este es el caso de México, donde existen productos financieros que se consideran no adecuados para el público inversionista en general, por lo que están destinados únicamente para inversionistas con un mayor nivel de sofisticación (inversores institucionales y calificados). Entre estos podemos citar los valores extranjeros listados en el Sistema Internacional de Cotizaciones y los certificados de capital de desarrollo (CDS). Asimismo, la LMV (art. 8) señala que la oferta privada de valores en territorio nacional podrá efectuarse por cualquier persona, siempre que se cumpla con ciertos requisitos, uno de ellos es que se realice exclusivamente a inversionistas institucionales o calificados.

---

**94.** Con el objetivo de transmitir a las entidades que prestan servicios de inversión las pautas adecuadas para el cumplimiento de la normativa en vigor, la CNMV de España publicó en octubre de 2010, una "Guía sobre la catalogación de instrumentos financieros complejos o no complejos". Puede consultarse en: <http://www.cnmv.es/loultimo/Guia%20IF%20complejos%20y%20no%20complejos.pdf>

Valores / instrumentos financieros	Tipo de inversionista al que está dirigido principalmente
Valores inscritos en el Registro Nacional de Valores	Gran público inversionista
Sociedades de inversión de deuda y renta variable	Gran público inversionista
Títulos bancarios estructurados	Gran público inversionista
Valores estructurados	Institucionales y calificados
Sociedades de Inversión de Capitales (SINCAS)	Institucionales y calificados
ETFs plain vanilla	Gran público inversionista
ETFs complejos	Institucionales
Certificados de capital de desarrollo (CKDs)	Institucionales y calificados
Derivados cotizados en bolsa	Gran público inversionista
Derivados OTC	Institucionales y calificados

Fuente: Información proporcionada por la CNBV de México.

También en Costa Rica se distingue entre la oferta pública de valores general dirigida a cualquier tipo de inversionista de aquella oferta de valores restringida que se dirige únicamente al inversionista sofisticado o inversionista institucional. En ese sentido, se verifica que los intermediarios realicen un proceso de debida diligencia en las labores de obtención de los perfiles que permitan determinar qué tipo de inversionista es el cliente y a qué tipo de productos puede tener acceso.

Por su parte, en España el nivel de protección se aplica de distinta forma si el instrumento se considera complejo o no complejo. En el art. 79 bis de la Ley del Mercado de Valores en su apartado octavo, se detallan los criterios para que las entidades cataloguen como no complejos solo a los productos transparentes y líquidos, tales como acciones admitidas a negociación en un mercado regulado o en un mercado equivalente de un tercer país; a instrumentos del mercado monetario; a obligaciones u otras formas de deuda titulizadas, salvo que incorporen un derivado implícito; y a instituciones de inversión colectiva armonizadas a nivel europeo. Adicionalmente, la norma señala algunos criterios con el fin de que puedan ser razonablemente clasificados como no complejos, aquellos en los que concurran las siguientes condiciones:

- 1) que existan posibilidades frecuentes de venta, reembolso u otro tipo de liquidación de dicho instrumento financiero a precios públicamente disponibles



para los miembros en el mercado y que sean precios de mercado o precios ofrecidos, o validados, por sistemas de evaluación independientes del emisor;

- 2) que no impliquen pérdidas reales o potenciales para el cliente que excedan del coste de adquisición del instrumento;
- 3) que exista a disposición del público información suficiente sobre sus características. Esta información deberá ser comprensible de modo que permita a un cliente minorista medio emitir un juicio fundado para decidir si realiza una operación en ese instrumento.

En el caso de instrumentos complejos, la entidad siempre debe evaluar la conveniencia (test de conveniencia mencionado en el apartado 1.1 de este capítulo), de tal forma que en el supuesto de que el instrumento no resulte conveniente para el cliente, la entidad solo podrá tramitar la operación solicitada si previamente le advierte de ello. Por ello, una correcta clasificación de los instrumentos financieros, como complejos o no complejos, por parte de las entidades es fundamental en atención a una adecuada protección de los clientes.

### **1.3. Requisitos de idoneidad de comercializadores, régimen de incentivos y mecanismos para evitar conflictos de interés**

- **La idoneidad de los comercializadores**

El desarrollo de la actividad de comercialización conlleva, inseparablemente, la asunción de riesgos. Entre otros, el riesgo operacional o riesgo de que se produzcan pérdidas imprevistas como resultado de errores humanos o ventas inadecuadas. El control de riesgos requiere, entre otras cuestiones, contar con medios organizativos, materiales y humanos suficientes y adecuados para la consecución de una eficiente gestión del negocio y de los riesgos asumidos.

En todas las jurisdicciones participantes en este trabajo se exige que los intermediarios financieros o entidades que comercialicen productos financieros empleen personal con las cualificaciones, los conocimientos y la experiencia necesarios para desempeñar las funciones que se le asignen. Salvo excepciones —como el caso de República Dominicana y Panamá—, la certificación de dicha cualificación no suele corresponder a las entidades supervisoras, aunque sí les corresponda la administración del registro necesario para realizar su actividad.

En Costa Rica, los agentes de bolsa, los gestores de portafolio y los ejecutivos de venta de fondos de inversión deben contar con una certificación expedida por la Bolsa

Nacional de Valores o por otras entidades cuyos planes deben ser conocidos previamente por la SUGEVAL.

En Argentina, con fecha 20 de septiembre de 2012, la CNV aprobó la Resolución General nº 610/12 mediante la cual incorporó a sus Normas la exigencia a todos los mercados que se encuentran bajo su competencia, la llevanza de un "Registro de Asesores Idóneos" de las personas que desarrollen la actividad de venta, promoción o prestación de cualquier tipo de asesoramiento o actividad que implique el contacto con el público inversor en sus intermediarios, incluyendo a los productores relacionados con los mismos. A los efectos de lograr la inscripción en el "Registro de Asesores Idóneos", los interesados deberán acreditar, ante la entidad correspondiente, contar con idoneidad suficiente, siendo requisito insoslayable para ello haber aprobado uno de los programas de capacitación reconocidos y registrados por el Organismo Supervisor.

En Colombia<sup>95</sup> se exige la certificación de profesionales, procedimiento mediante el cual las personas naturales obligadas a inscribirse en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores —administrado por la Superintendencia Financiera— acreditan la capacidad técnica y profesional ante un organismo certificador, con la aprobación de los exámenes de idoneidad profesional correspondientes. De igual manera, comprende la formación académica y la trayectoria profesional. El examen de idoneidad está conformado por una parte básica y otra especializada, cuyo contenido dependerá de la actividad o actividades de intermediación en el mercado de valores que pretenda desempeñar el aspirante.

En El Salvador, los Agentes Corredores para ser autorizados por la Bolsa de Valores deben cumplir con los requisitos establecidos en un instructivo emitido por dicha Bolsa y aprobado por el Regulador, entre los que están haber aprobado el curso de capacitación bursátil impartido por ACABOLSA (Asociación de Casas de Corredores de Bolsa). Similar requisito se exige en Paraguay para ser operador de Bolsa.

En Perú se valida el acceso de las personas que tengan a su cargo la dirección y administración de un agente de intermediación, exigiendo, entre otros aspectos, que tengan experiencia en materias económicas, financieras o mercantiles y/o conocimiento del mercado de valores, en grado compatible con las funciones a desempeñar. Asimismo, los agentes de intermediación son responsables de que sus representantes cuenten con capacidad profesional o técnica, conocimientos y experiencia que sean requeridos para el desempeño de sus funciones.

---

**95.** Pueden ser certificadores los organismos de autorregulación, las bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros *commodities*, autorizadas por la Superintendencia Financiera de Colombia para el efecto.

En República Dominicana, la persona física que desee actuar como corredor en el mercado de valores deberá inscribirse en el Registro del Mercado de Valores, para lo cual deberá aprobar un examen<sup>96</sup> que a tal efecto aplicará el supervisor (la SIV). Asimismo, en Panamá todos los ejecutivos principales (posiciones gerenciales), corredores de valores y analistas deben obtener una licencia emitida por la Superintendencia del Mercado de Valores para ejercer sus funciones. Para poder ostentar la misma el solicitante debe aprobar los exámenes correspondientes, así como demostrar su experiencia, honorabilidad y buena conducta.

En Brasil, la ANBIMA<sup>97</sup> (autorregulador voluntario) tiene un programa de certificación profesional para los profesionales del mercado financiero brasileño, con fin de incrementar la capacitación de aquellos que tienen contacto —presencial o a distancia— con los inversores en la comercialización de productos de inversión. También existe, por lo que se refiere a los intermediarios, un programa de calificación operativa por parte de BM&FBOVESPA, con el objetivo de certificar la calidad de los servicios ofrecidos (Home Broker —personas físicas por la Internet—; Retail Broker —mercado corporativo—; Carrying Broker —liquidación y custodia de posiciones—; Execution Broker—trading profesional—; y Agro Broker —mercado agropecuario—). Por lo que respecta a los agentes autónomos de inversión, la ANCORD (Asociación Nacional de las Corredoras y Distribuidoras de Títulos y Valores Mobiliarios, Cambio y Mercancías) es reconocida por la CVM como entidad acreditadora, por tener estructura adecuada y capacidad técnica para el cumplimiento de las obligaciones previstas en la Instrucción CVM 497/11, y por poseer estructura de autorregulación con capacidad técnica e independencia, que incluye: existencia de código de conducta, fiscalización del cumplimiento de este código por los agentes autónomos acreditados, realización de examen de

---

**96.** La norma R-SIV-2008-06-CV establece las disposiciones generales sobre el examen que los acredita a operar en el mercado de valores dominicano.

**97.** La iniciativa de la asociación está en línea con las Resoluciones 3.158 y 3.309 del Consejo Monetario Nacional (CMN), que instituyeron exámenes de certificación destinados a elevar el nivel de conocimiento y de calidad del mercado de productos de inversión. Algunas de las certificaciones de ANBIMA,, son las siguientes:

- CPA-10 (gerentes de agencia).
- CPA-20 (profesionales que atienden inversionistas calificados).
- CGA-Certificación de Gestores de Inversiones: certifica el profesional que desempeña actividad de gestión remunerada de recursos de terceros, poseyendo poderes para tomar decisiones de inversión.
- CEA-Certificación de Especialista en Inversiones ANBIMA: asesoran inversionistas en su planificación de inversiones, actuando en agencias bancarias o plataformas de inversión, sin poseer cartera de clientes. El especialista de inversión actúa directamente junto a los clientes o a los gerentes de cuentas, haciendo sus recomendaciones para destino de recursos en productos de los mercados financieros, de capitales y de previsión complementaria abierta, de acuerdo con el perfil del inversionista detectado en el proceso de *suitability*.
- CFP-Certificación del Planificador Financiero (conocimientos de administración de inversiones, gestión de riesgos, previsión complementaria, seguros, planificación financiera, fiscal y sucesoria).

calificación técnica, institución de programa de educación continuada y sanción de las infracciones al código de conducta profesional.

Por último, la regulación chilena exige a los intermediarios, a sus directores y administradores, en caso de ser persona jurídica, y a todos los trabajadores que participen directamente en la intermediación de valores, la acreditación de sus conocimientos en el área. La Norma de Carácter General n° 295 establece la forma, periodicidad y exigencias que deben cumplirse para acreditar tales conocimientos de acuerdo al cargo, funciones y responsabilidades que desempeñará quien se acredite. El adecuado cumplimiento de los requerimientos establecidos en la normativa mencionada debe ser acreditado ante alguna de las Bolsas de Valores nacionales, las cuales son las encargadas de llevar a cabo el proceso de acreditación y llevar el registro de aquellas personas que han cumplido con esta.

En general, sería recomendable que los intermediarios financieros establezcan planes de formación y evaluación continuada para asegurar la capacitación técnica y profesionalidad de su personal, sobre todo de quienes realizan labores comerciales, elaboran análisis o informes para su difusión entre clientes, gestionan y miden los riesgos o desarrollan actividades cuya complejidad y constante evolución requiere una permanente actualización.

- **Régimen de incentivos**

Podemos definir como "incentivo" a los pagos o cobros de honorarios o comisiones por parte del intermediario, en relación con la provisión de un servicio de inversión o comercialización de un producto financiero. La regulación de los incentivos pretende, entre otras cosas, añadir transparencia en la relación económica entre la entidad y el cliente.

De ahí que, en la mayoría de las legislaciones de Iberoamérica analizadas, exista la obligación de informar al cliente sobre las comisiones o incentivos que perciba el intermediario financiero, la empresa que presta un servicio de inversión o la entidad comercializadora.

En la normativa española, el régimen de incentivos queda enmarcado como norma de conducta, dentro de la obligación de las entidades que prestan servicios de inversión de actuar con diligencia y transparencia en interés de sus clientes. En concreto, se considera que una empresa de servicios de inversión no actúa con diligencia y transparencia y en interés de sus clientes, si en relación con la provisión de un servicio de inversión o auxiliar pagan o perciben algún honorario o comisión, o aportan o reciben algún beneficio no monetario que no se ajuste a una serie de principios. Se consideran incentivos permitidos los siguientes:

- a) Los honorarios, comisiones o beneficios no monetarios pagados o entregados a un cliente o una persona que actúe por su cuenta, y los ofrecidos por el cliente o por una persona que actúe por su cuenta.
- b) Los honorarios, comisiones o beneficios no monetarios pagados o entregados a un tercero o a una persona que actúe por cuenta de aquel, y los ofrecidos por un tercero o por una persona que actúe por cuenta de aquel, cuando se cumplan las siguientes condiciones:
  - 1) La existencia, naturaleza y cuantía de los honorarios, comisiones o beneficios no monetarios, o cuando su cuantía no se pueda determinar el método de cálculo de esa cuantía, deberán revelarse claramente al cliente, de forma completa, exacta y comprensible, antes de la prestación del servicio de inversión o servicio auxiliar. A tales efectos, las entidades que prestan servicios de inversión pueden comunicar las condiciones esenciales de su sistema de incentivos de manera resumida, siempre que efectúen una comunicación más detallada a solicitud del cliente. Se entiende cumplida esta última obligación si la entidad pone a disposición del cliente la información requerida a través de los canales de distribución de la entidad o en su página web, siempre que el cliente consienta dicha forma de provisión de la información.
  - 2) El pago de los incentivos debe aumentar la calidad del servicio prestado al cliente y no puede entorpecer el cumplimiento de la obligación de la empresa de actuar en el interés óptimo del cliente.
- c) Los honorarios adecuados que permitan o sean necesarios para la prestación de los servicios de inversión, como los gastos de custodia, de liquidación y cambio, las tasas reguladoras o los gastos de asesoría jurídica y que, por su naturaleza, no puedan entrar en conflicto con el deber de la empresa de actuar con honestidad, imparcialidad, diligencia y transparencia con arreglo al interés óptimo de sus clientes.

A modo de ejemplo, se señalan algunos tipos de incentivos que las entidades deben tener identificados en el ámbito de la comercialización o venta de productos financieros en España, y sobre los que deben informar a los clientes:

- Retrocesión de comisiones recibidas de una gestora de instituciones de inversión colectiva, por la comercialización de fondos de inversión del grupo o ajenas al grupo (las entidades pueden recibir, en base los acuerdos firmados con las entidades gestoras de IIC, una comisión de las mismas, siempre que no implique un deterioro de la obligación de actuar en el mejor interés del cliente).
- Retrocesión de comisiones en la tramitación y ejecución de órdenes (las entidades pueden recibir o remunerar a un tercero con comisiones para posibilitar a sus clientes la transmisión y ejecución óptima de órdenes en los mercados en los que no es miembro).

- Comisiones por colocación y/o aseguramiento de ofertas públicas de venta (las entidades pueden percibir comisiones por la operativa de colocación y/o aseguramiento de OPVs siempre que las mismas salvaguarden los intereses de los clientes ante los de la propia entidad).
- Comisiones pagadas a empresas de asesoramiento financiero (las entidades pueden pagar un porcentaje de los ingresos generados por los clientes presentados por la empresa de asesoramiento financiero).
- Comisiones pagadas a agentes de las entidades (la entidad puede pagar a un agente una cantidad determinada o determinable, a percibir de una sola vez o periódicamente, sobre las posiciones contratadas por los clientes o mantenidas por estos, como retribución por la contratación o presentación, según sea el caso).

- **Mecanismos para evitar los conflictos de interés**

Tal y como se señalaba en el apartado 1.1. sobre las principales normas de conducta, los intermediarios financieros deben establecer mecanismos efectivos para evitar los conflictos de interés. De acuerdo con los Principios internacionales de IOSCO, toda entidad deberá intentar evitar que surjan conflictos de intereses pero, si existen conflictos potenciales, deberá asegurar el tratamiento justo de todos sus clientes mediante una divulgación apropiada de información, normas internas de confidencialidad o no actuando cuando no se puede evitar el conflicto. Ninguna entidad deberá colocar sus intereses por encima de los de sus clientes.

En el ámbito de la normativa europea se propone una metodología de control que establece un enfoque preventivo, mediante el cual se obliga a las entidades a realizar su propio diagnóstico de forma continua, y a diseñar y revisar permanentemente sus propias medidas preventivas y correctoras. Para ello, las entidades deben actuar en las siguientes fases:

- **Identificación de conflictos (reales o potenciales):** la entidad debe identificar qué personas y áreas, por su función en la empresa, son susceptibles de actuar bajo conflicto. Se indican como áreas de negocio especialmente sometidas a conflictos de interés, la actividad de gestión de la cuenta propia, gestión de carteras y asesoramiento corporativo y análisis. Además, se exige a la empresa que mantenga un registro actualizado con las categorías de personas interesadas, áreas de negocio, tipos de instrumentos y operaciones que hayan sido identificados como fuente potencial de conflictos de interés.
- **Política sobre conflictos:** una vez identificados los conflictos, reales o potenciales, e identificado el riesgo de que estos conflictos perjudiquen a clientes, es preciso definir y aprobar una política para su gestión con el fin de evitar perjuicios

a clientes. Una política de conflictos adecuada se sustenta en la existencia de una serie de medidas orientadas a conseguir la actuación leal e independiente de las personas que trabajan en una organización, tanto a nivel individual como colectivo. Como elementos de la política de gestión de conflictos se encuentran el establecimiento de barreras de información y, sobre todo, barreras a la influencia indebida de unas áreas respecto a otras entre las que exista un conflicto de objetivo, real o potencial, por la naturaleza de su función (barreras entendidas como procedimentales, no físicas), políticas retributivas adecuadas, dependencia jerárquica y supervisión directa independiente, restricción de actividades conflictivas desarrolladas por la misma persona en la propia empresa o en otras o restricciones de incentivos al personal que, en definitiva, puedan afectar el ejercicio independiente de sus respectivas funciones.

- **Publicidad de los conflictos de interés:** las entidades deben poner a disposición de los clientes su política sobre conflictos con anterioridad a la prestación de servicios. Cuando los conflictos no puedan gestionarse sin una garantía de eliminación de posible perjuicio para el cliente, este debe ser avisado y dar su conformidad por escrito a las operaciones potencialmente afectadas por el conflicto. Debe resaltarse que la publicidad de los conflictos es el último recurso al que debe acudir la entidad dado que, con anterioridad, debe promover la gestión adecuada del conflicto evitando el potencial perjuicio a los clientes y, por tanto, eliminar la necesidad de su difusión.

#### 1.4. Formalización de las relaciones cliente-intermediario

Las relaciones entre el cliente/inversionista y el intermediario financiero deben formalizarse a través de un contrato escrito<sup>98</sup>. La forma escrita del contrato es un requisito generalizado en las legislaciones analizadas<sup>99</sup>. En dicho contrato se deben especificar los servicios que se están ofreciendo, los riesgos, las obligaciones y responsabilidades de cada una de las partes, los términos del negocio y las formas de terminación.

---

**98.** En el capítulo 5 sobre Mecanismos de solución de controversias y garantías a favor del inversionista de este Estudio, se realiza un análisis pormenorizado del marco contractual y regulatorio de la relación entre inversionista e intermediario financiero.

**99.** En Guatemala se firma un contrato de comisión mercantil en el cual se pactan las reglas de la prestación del servicio en el mercado bursátil. En España, el contrato escrito se establece con carácter obligatorio cuando se trate de clientes minoristas (vid art. 79 ter de la LMV). En el caso de la prestación del servicio de asesoramiento la norma señala que "*basta con la constancia escrita o fehaciente de la recomendación personalizada*".

Con carácter general, los Organismos Supervisores en Iberoamérica no han desarrollado modelos de contrato-tipo<sup>100</sup>, pero sí han establecido normas específicas que determinan el contenido mínimo de dichos contratos y, en general, tienen la facultad de verificación de los mismos. Así en Paraguay, mediante la Res. CNV n° 763/04 se establece que las Casas de Bolsa deberán remitir a la CNV todos los modelos de contrato a ser celebrados con sus clientes para su verificación con respecto a las disposiciones legales vigentes.

En El Salvador, los contratos de intermediación que las Casas Corredores de Bolsa deben firmar con sus clientes están regulados mediante la norma RCTG-1/2006 y, en Perú, con respecto a los contenidos del contrato que el agente de intermediación debe suscribir con cada uno de los clientes, están regulados en el Reglamento de Agentes de Intermediación.

De acuerdo al Código de Protección al Inversor de Argentina (Resolución General n° 529/08), los intermediarios financieros se encuentran obligados a establecer claramente por escrito en sus convenios de apertura de cuenta, como mínimo, los siguientes aspectos:

- obligaciones del intermediario;
- derechos del inversor;
- acciones a realizar por el intermediario que requieran autorización del inversor;
- descripción de cada uno de los costos (generales y/o excepcionales);
- explicación de los riesgos asumidos;
- detalle de normativa aplicable a la relación entre las partes y ante eventuales reclamos por parte del cliente.

Asimismo, los intermediarios están obligados al momento de la apertura de la cuenta del cliente, a entregarle a este un ejemplar del texto vigente del Informe Explicativo sobre el Código de Protección al Inversor, debiendo conservar constancia documentada de ello en el legajo de cada cliente.

---

**100.** En Panamá, es necesaria la utilización de un contrato-tipo para desarrollar las siguientes operaciones:

- a) Gestión de cuentas de inversión.
- b) Depósito de valores representados en títulos o administración de valores representados en anotaciones en cuenta.
- c) En las operaciones de compraventa con pacto de recompra de valores negociados en mercados secundarios organizados, cuando su importe sea inferior a 50.000 balboas (50.000 dólares).

Con carácter previo a su aplicación, las entidades deberán remitir el borrador de contrato-tipo a la Superintendencia del Mercado de Valores, para su conocimiento, así como toda modificación que sufran dichos contratos-tipo. Los contratos-tipo establecidos por las entidades estarán sometidos a las mismas reglas de publicidad que las previstas para los folletos informativos de tarifas.



En España el Real Decreto 217/2008 recoge la posibilidad de utilizar contratos-tipo para las actividades u operaciones que se presten a clientes minoristas<sup>101</sup>. En el año 2010 se publicó la Orden EHA/1665/2010 en materia de tarifas y contratos-tipo<sup>102</sup>. Esta norma incluyó como medida el paso de un control previo por parte de la CNMV de los contratos-tipo a un control a posteriori. Esto ha supuesto una mejora para las entidades, ya que en la actualidad no tienen que esperar a la autorización del contrato para poder utilizarlo con sus clientes, sino que pueden aplicarlas directamente, siempre y cuando se haya dado suficiente publicidad al contrato-tipo. Esto no obsta para que la CNMV pueda en cualquier momento requerir su rectificación o cese. Asimismo, la norma exige la utilización de un contrato-tipo para prestar los servicios de gestión de carteras, custodia y administración de instrumentos financieros y aquellos otros servicios o supuestos en los que, por estimar conveniente su normalización, la CNMV determine la necesidad de un contrato-tipo. Con carácter general, los clientes a los que se les va a prestar el servicio de comercialización o venta de productos financieros pueden firmar un contrato de apertura de cuenta, depósito y administración de valores. El contenido debe ser el siguiente:

- a) Las partes obligadas. En la identificación de la entidad que presta el servicio deberán incluirse los registros públicos en que figure inscrita y sus organismos supervisores, con los datos necesarios para una correcta identificación que permita su comprobación y en particular, de aquel encargado de la supervisión de la actividad objeto del contrato y el país en que esté radicado. Asimismo se identificará claramente el o los firmantes del contrato en nombre de la entidad y de los poderes en virtud de los que actúan. Además se deberá señalar el idioma y el medio, forma y procedimiento en que las partes realizarán las comunicaciones entre ellos y específicamente para formular las reclamaciones a la entidad y para comunicar la eventual rescisión unilateral del contrato.
- b) El conjunto de obligaciones a que se comprometan las partes. En particular se precisarán claramente las obligaciones de la entidad, delimitando su contenido específico.
- c) La información que la entidad debe poner a disposición y remitir a los clientes, su periodicidad y forma de transmisión.

---

**101.** Sin embargo, la Directiva MiFID no reconoce expresamente la obligatoriedad de utilizar contratos-tipo, sino que establece una serie de normas o cuestiones que deben ser objeto de concreción posterior entre las partes. El objetivo es que los acuerdos entre las partes se adapten de forma precisa y adecuada al ámbito, los derechos y obligaciones del servicio a prestar, y que el cliente cuente con toda la información previa que sea relevante para tomar su decisión de contratar y, en la medida de lo posible, realizar comparaciones entre proveedores de servicios.

**102.** Desarrollada por la Circular 7/2011, de 12 de noviembre, de la CNMV sobre folleto informativo de tarifas y contenido de los contratos-tipo.

- d) Cuando el servicio conllevara la recepción de incentivos, descripción del procedimiento para revelar al cliente su existencia, naturaleza y cuantía o, si no es posible, su forma de cálculo, con carácter previo, así como la forma en que el cliente puede solicitar información más detallada.
- e) Los conceptos, periodicidad e importes de la retribución cuando sean menores de los establecidos en el folleto informativo de tarifas. En caso contrario se hará entrega del citado folleto y se conservará recibí del cliente de que le ha sido entregado. Además, se deberá establecer la obligación de informar previamente al cliente de la modificación al alza de las comisiones y gastos aplicables al servicio prestado y que se hubieran pactado previamente con el cliente.
- f) Las cláusulas específicas con respecto a la modificación y rescisión por las partes.
- g) Identificación del sistema de garantía de depósitos o inversiones, señalando aquel o aquellos a que esté adherida la entidad y especificando la forma de obtener información adicional sobre el sistema.
- h) El procedimiento para la actualización de la información del cliente sobre sus conocimientos, situación financiera y objetivos de inversión, a efectos de la mejor prestación del servicio por parte de la entidad, cuando proceda.
- i) Mención de la existencia de un departamento de atención al cliente al que necesariamente habrá que dirigir las quejas o reclamaciones con carácter previo a la reclamación ante la CNMV.

Cuando resulte de aplicación, se deben incluir en los contratos las cuestiones relacionadas con la salvaguarda de los instrumentos financieros y los fondos, la utilización de los instrumentos financieros de los clientes y la puesta a disposición de valores y fondos de clientes.

Los contratos tipo deben atender en su redacción al Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias, así como a las normas de conducta y requisitos de información establecidos en la normativa del mercados de valores y otras normas que resulten de aplicación tales como la relativas a la prevención del blanqueo de capitales, comercialización a distancia de servicios financieros destinados a consumidores y similares.

Mención aparte merece la contratación por vía electrónica. Con respecto a la normativa relativa a la comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores, en España está recogida en la Ley 22/2007, de 11 de julio, y se aplica a los contratos de servicios financieros prestados por las entidades de crédito, empresas de servicios de inversión, entidades gestoras de instituciones de inversión colectiva, entidades aseguradoras y cualesquiera otras que presten servicios financieros. Se entiende que el contrato se celebra a distancia cuando para su negociación y celebración se

utiliza exclusivamente una técnica de comunicación a distancia, sin presencia física y simultánea del proveedor y el consumidor, consistente en la utilización de medios telemáticos, electrónicos, teléfonos, fax u otros similares. En la comercialización a distancia de servicios financieros, debe quedar constancia de las ofertas y de la celebración de los contratos en un soporte duradero, entendiéndose por este todo instrumento que permita al consumidor almacenar la información dirigida personalmente a él, de modo que pueda recuperarla fácilmente durante un periodo de tiempo adecuado para los fines para los que la información está destinada y que permita la reproducción sin cambios de la información almacenada. La norma también señala que el proveedor del servicio financiero debe suministrar al consumidor, con tiempo suficiente y antes de que este asuma cualquier obligación derivada de la oferta o del contrato a distancia, al menos, y entre otra, la siguiente información relativa al servicio financiero:

- a) una descripción de las principales características del servicio financiero;
- b) el precio total que debe pagar el consumidor al proveedor del servicio financiero, con inclusión de todas las comisiones, cargas y gastos, así como todos los impuestos pagados a través del proveedor o, cuando no pueda indicarse un precio exacto, la base de cálculo que permita al consumidor/inversor comprobar el precio;
- c) en su caso, una advertencia que indique que el servicio financiero está relacionado con instrumentos que implican riesgos especiales, tales como los de escasa o nula liquidez, la posibilidad de que no se reembolsen íntegramente los fondos depositados o de que el precio del servicio se incremente de manera significativa, ya deriven de sus características específicas o de las operaciones que se vayan a ejecutar o cuyo precio depende de fluctuaciones en mercados financieros ajenos al control del proveedor, y cuyos resultados históricos no son indicadores de resultados futuros;
- d) la indicación de que puedan existir otros impuestos o gastos que no se paguen a través del proveedor o que no los facture él mismo;
- e) toda limitación del periodo durante el cual la información suministrada sea válida;
- f) las modalidades de pago y de ejecución;
- g) cualquier coste suplementario específico para el consumidor inherente a la utilización de la técnica de comunicación a distancia, en caso de que se repercuta dicho coste;
- h) en el caso de los planes de pensiones se informará al consumidor de que las cantidades aportadas y el ahorro generado se destinarán únicamente a cubrir las situaciones previstas en el contrato y no podrán ser recuperados para otro fin distinto que los supuestos excepcionales contemplados en las condiciones contractuales, todo ello de acuerdo con lo previsto en la normativa aplicable.

Por su parte, el artículo 3 del RD 217/2008, sobre régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión, establece que la provisión de información por medio de

comunicaciones electrónicas se considerará apropiada si existen pruebas de que el cliente tiene acceso regular a Internet. Constituye una prueba válida a estos efectos la comunicación por parte del cliente de una dirección de correo electrónico a efectos del desarrollo de la actividad de la entidad que presta servicios de inversión.

## 1.5. Información pre y postcontractual

Uno de los principales objetivos de los supervisores es que los inversores dispongan de informaciones confiables y veraces, de manera que estos puedan entender las características del producto que el intermediario les está ofreciendo o del servicio de inversión que van a contratar. De ahí que toda la información pre-contractual que se entregue a los clientes —prospectos, folletos, hojas informativas de productos, etc.— debe ser útil para adoptar decisiones de inversión y tener un lenguaje que permita su fácil comprensión. Así, con la información aportada por el intermediario, el inversor debería saber qué está comprando, cuáles son sus riesgos, en qué costes incurre y cuáles son los posibles conflictos de interés asociados a la intervención del intermediario en la operación.

Por esta razón, en toda regulación sobre comercialización de productos y servicios financieros se debería tener en cuenta dos cuestiones de gran relevancia:

- **El contenido y formato de las informaciones obligatorias que se deben entregar a los clientes**

El contenido de los prospectos y folletos deberán incluir toda la información necesaria para que el inversor se formule un juicio preciso del producto o servicio que va a contratar, sus riesgos y características. Sin embargo, hay que tener en cuenta que el hecho de incorporar demasiada información o demasiado extensa puede no contribuir a que el producto sea más claro, sino a lo contrario.

Con respecto a los formatos, estos deberían ser sencillos y, en la medida de lo posible, atractivos para ser leídos y comprendidos de forma rápida por el inversor.

- **La redacción y el lenguaje utilizado en las informaciones obligatorias que se deben entregar a los clientes**

En la redacción de las informaciones no deberían indicarse los beneficios si no se indican también los riesgos, ni se deberían minimizar las advertencias y, por supuesto, no se deben incluir comparaciones mal justificadas.

En cuanto al lenguaje utilizado, debería ser el apropiado para que su destinatario (el tipo de inversor al que va dirigido el producto) lo comprenda. Los intermediarios deberán

buscar el equilibrio entre el rigor técnico necesario y la forma de expresarlo para que sea entendido por los clientes minoristas. En general, en todas las legislaciones analizadas en este trabajo, tratándose de información preceptiva, prevalece el principio de entrega obligatoria en soporte duradero, frente a una mera puesta a disposición del cliente o inversionista. Así, antes de formalizar la relación con el cliente o de prestar el servicio, las empresas deben suministrar información completa sobre la propia empresa y sobre los instrumentos financieros que serán objeto de dicho servicio, en particular, sobre los riesgos que incorporan, los mecanismos de custodia y salvaguarda, los gastos y costes asociados al servicio y, asimismo, notificar al cliente con la suficiente antelación cualquier cambio importante en la información suministrada.

En Panamá, la Superintendencia del Mercado de Valores debe autorizar previamente los formatos a utilizar y los productos a comercializar a través del plan de negocios y mediante las inspecciones que se realizan en los intermediarios financieros.

En el caso concreto de los fondos mutuos en Chile, tras la entrada en vigor de la Tercera Reforma al Mercado de Capitales, los reglamentos internos y contratos de suscripción de los fondos deben ser depositados en un Registro especial mantenido por el organismo supervisor (la SVS), no requiriendo su aprobación previa para poder ofrecer tal instrumento. En ese sentido, surgió la necesidad de adecuar la normativa de la SVS sobre el particular, haciendo más específicas las instrucciones acerca de los contenidos mínimos que deben incluir los reglamentos internos y textos de contratos de fondos mutuos, además de establecer la obligación a las administradoras de entregar un folleto informativo a los inversionistas en el punto de comercialización, que contenga información respecto de los costos y remuneraciones, riesgos de las inversiones, tipo y perfil de inversionista al que está dirigido el fondo, y rendimientos mínimos y máximos obtenidos en el pasado, entre otra información.

Con respecto a las informaciones posteriores a la contratación de un producto o servicio, en general, se caracterizan por un elevado nivel de concreción<sup>103</sup> en relación con las órdenes ejecutadas sobre cualquier tipo de producto.

---

**103.** En Bolivia, las Agencias de Bolsa deberán remitir a sus clientes un estado de cuenta que contemple, por lo menos, la siguiente información: la composición detallada de su cartera; las comisiones cobradas en el mes, en términos monetarios y porcentuales respecto a la cartera bruta promedio diaria del mes, para clientes cuya cartera se encuentre administrada por la Agencia de Bolsa; si corresponde, los gastos cargados al cliente durante el mes, en términos monetarios. Asimismo, se deberá señalar el efecto porcentual de dichos gastos imputados respecto a la cartera bruta promedio diaria del mes para clientes cuya cartera se encuentre administrada por la Agencia de Bolsa; los impuestos retenidos al cliente durante el mes y su efecto porcentual en la tasa de rendimiento; la tasa de rendimiento promedio ponderada generada al último día de cada mes y obtenida cumpliendo con la Norma de Valoración vigente; en el estado de cuenta mensual correspondiente al mes de diciembre, deberá incluir un cuadro estadístico que resuma el comportamiento de las inversiones durante la gestión concluida.

## 1.6. Régimen de responsabilidades

Si bien a lo largo de este capítulo se han apuntado cuáles son las obligaciones y deberes, tanto de los organismos encargados de la supervisión de los mercados financieros como de los intervinientes que actúan en ellos, es conveniente incidir en las responsabilidades que competen a cada uno de ellos, incluida la del propio inversor.

- **Responsabilidad de los intermediarios y de sus agentes**

De forma resumida, podemos mencionar que, entre las responsabilidades de los intermediarios, se encuentran las siguientes:

- La responsabilidad de conocer el perfil de sus clientes y cumplir los estándares internacionales de comercialización (transparencia, informaciones correctas y veraces, etc.).
- La responsabilidad de actuar en el mejor interés del cliente.
- La responsabilidad de contar con una estructura organizativa adecuada y mecanismos de control interno, de riesgos y de cumplimiento, de forma tal que se garantice el cumplimiento de decisiones, procedimientos y funciones, así como las obligaciones normativas.

Con respecto al primer punto, tal y como se ha señalado en otros apartados de este trabajo, la información es la piedra angular en todas las regulaciones analizadas, y estas obligan a los intermediarios a transmitir a sus clientes aquella información necesaria y oportuna que les lleve a formarse juicios fundados y razonables para la toma de sus decisiones de inversión o de desinversión.

Sin embargo, hay que significar que el intermediario financiero no responde si la evolución del mercado es negativa o si el cliente no obtiene la rentabilidad esperada, o incluso si sufre pérdidas relevantes en el capital invertido, siempre y cuando estas situaciones se desprendan de la información presentada por la entidad en el momento de la contratación del producto.

Por tanto, la responsabilidad de las entidades en materia de transparencia informativa se desprende por incurrir en:

- **Defectos en la información proporcionada al cliente/inversionista sobre las características y riesgo del producto**

En efecto, la responsabilidad puede surgir tanto por ofrecer condiciones que no responden a la realidad del producto, por omitir condiciones relevantes que hubieran quizá hecho desistir al cliente de su contratación. No debemos olvidar que el rigor

informativo en la comercialización de productos debe ser máximo cuando estos presentan altos niveles de riesgo y complejidad en sus características y condiciones. Por tanto, sería recomendable que las entidades adopten cuantas medidas sean necesarias para asegurar que el cliente comprenda el concepto de riesgo asociado a la inversión, así como la relación entre el riesgo y el rendimiento de las inversiones.

#### – Defectos en la elaboración del perfil de inversor

Las entidades deben asegurarse que el cliente facilita toda la información sobre sus conocimientos y experiencia en el ámbito de la inversión correspondiente al tipo concreto de producto o servicio ofrecido o solicitado y, en base a dicha información, determinar el perfil del inversor.

En cuanto a la responsabilidad de contar con estructuras organizativas adecuadas, los intermediarios deben organizarse y controlar sus medios de forma responsable, adoptando las medidas necesarias y empleando los recursos adecuados para realizar su actividad eficientemente.

En este sentido, deberán contar con sistemas de información al personal de la red comercial y medidas de control interno para que la relación con la clientela no presente confusiones ni ambigüedades, y el inversor tenga claro cuál es el servicio que se le está prestando, qué tipo de producto se le está ofreciendo, y cuál es el papel de la entidad (actúa como un mero intermediario/distribuidor, o bien como un asesor).

En el caso de que el intermediario delegue ciertas actividades en otra empresa o agente, deberá evaluar el cumplimiento permanente del agente, actuar para solventar las incidencias y controlar los riesgos que se deriven de la actuación de la empresa en la que está delegando su actividad comercializadora. La externalización de actividades o servicios no debe suponer una delegación de responsabilidades, ni debe afectar a la relación de la entidad con sus clientes, ni al cumplimiento de las condiciones de acceso y ejercicio de la actividad.

Finalmente mencionar que, en el caso de la Unión Europea, la actual revisión de la MiFID propone introducir un principio de responsabilidad civil aplicable a todas las empresas que prestan servicios de inversión, evitando de esta forma tratamientos no homogéneos a los inversores en función de la legislación civil de cada Estado miembro. Las áreas que cubriría este principio serían: obligaciones de información, la obligación de realizar test de idoneidad y conveniencia, requisitos de información sobre instrumentos financieros o de los fondos de clientes, mejor ejecución y gestión de órdenes de clientes.

- **Responsabilidad del cliente**

Si bien los inversores deben recibir la información legalmente exigida en la comercialización de productos financieros, no es menos cierto que, en caso de no entender dichas informaciones (prospecto, folletos informativos, etc.), deberían solicitar al intermediario cuantas explicaciones consideren necesarias para aclarar sus dudas y asegurar la correcta comprensión, alcance y contenido del producto antes de contratarlo. Es decir, a la hora de contratar un producto o servicio de inversión, el cliente debe ser consciente de lo que va a firmar y, por supuesto, nunca hacerlo sin haber leído las condiciones del servicio o producto financiero.

En este sentido, es responsabilidad de los inversionistas el exigir a los intermediarios una información clara y precisa y ejercer así un papel activo, esto es, deben de preguntar e informarse previamente antes de contratar cualquier producto o servicio financiero.

Por tanto, en el ejercicio de sus derechos y deberes, mencionamos a continuación los tres pasos que cualquier cliente/inversionista debería seguir:

- Asegurarse de que el intermediario con el que este tratando sea una entidad debidamente autorizada por el organismo supervisor.
- Solicitar información por escrito del producto o servicio, donde consten todas sus características, costes, riesgos, entre otros, y guardarla.
- Deberá proporcionar la información necesaria al intermediario para que este conozca su perfil.

En definitiva, es importante que el cliente/inversionista conozca cuáles son sus derechos y exigirlos, así como sus obligaciones y ejercerlas.

- **Responsabilidad del regulador y/o supervisor**

Es responsabilidad de los organismos reguladores, el establecimiento de una regulación que mejore la competencia en los mercados con el objetivo último de proteger a los inversores, exigiendo a los intermediarios unas normas de conducta o actuación y verificando el cumplimiento de las mismas. Por tanto, es obligación de estas instituciones emitir normativas que incluyan e incentiven las mejores prácticas de comercialización y que impulsen la transparencia de la información, de acuerdo a los estándares internacionales, y todo ello teniendo en cuenta los costes y beneficios que supone el establecimiento de nuevas obligaciones para los intermediarios.

La regulación de la comercialización de los productos financieros debería, en términos prácticos, ser correctamente verificada, controlada y sancionada. De nada sirve



establecer unas normas que los supervisores no puedan verificar su cumplimiento por implicar un seguimiento en extremo complejo. Además, como responsables de la defensa de los inversores y, muy especialmente, en el caso de los inversores no profesionales, deben tomar medidas que permitan implementar servicios de reclamaciones eficientes.

Por otro lado, hay que resaltar que, dentro de las atribuciones que en la mayoría de los casos se establece por Ley, los organismos supervisores de la región están obligados realizar actuaciones tendentes a promover el desarrollo de los mercados y, en este contexto, la labor de difusión de conocimientos y la formación financiera de los consumidores se está convirtiendo en un objetivo común, no solo de los Gobiernos nacionales, sino también de los reguladores y supervisores. Tal y como se desarrollará en el capítulo 4 de este trabajo, los planes de mejora de educación financiera contribuirán a que los ciudadanos adopten decisiones financieras ajustadas a sus características personales y familiares, necesidades y expectativas, y, por tanto, a una mejor gestión de los riesgos y una mayor estabilidad del sistema financiero.

## **2. RETOS QUE DEBE ENFRENTAR EL SUPERVISOR ANTE NUEVOS PRODUCTOS Y LA GLOBALIZACIÓN DE MERCADOS**

Durante los últimos años se ha producido en todo el mundo un aumento del riesgo de ventas inadecuadas de productos financieros, circunstancia que ha sido destacada tanto por IOSCO como por otros foros internacionales de regulación financiera. En particular, el Joint Forum, que agrupa a los tres organismos internacionales de supervisores financieros sectoriales (IOSCO, el Consejo de Supervisión Bancaria de Basilea y la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros), publicó en 2008 un documento en el que se identificaban diversos factores que han favorecido un aumento del citado riesgo. Entre otros se destacaban los siguientes:

- Imperativos sociales y económicos: los inversores se han visto forzados a asumir una mayor responsabilidad financiera, ya que ha disminuido su confianza en los sistemas de retiro del Estado o en la propia empresa.
- El cambio en las condiciones de mercado: la existencia de tipos de interés relativamente bajos ha sido un factor que, por un lado, ha contribuido a incrementar el apalancamiento de las inversiones y, por otro, a acrecentar la complejidad de los productos financieros, todo ello con el objetivo de buscar mayores rendimientos. La mayor complejidad de los productos financieros

- ha favorecido que los inversores minoristas no siempre sean plenamente conscientes de los riesgos inherentes a sus inversiones<sup>104</sup>.
- La innovación financiera ha aumentado el abanico de productos ofrecidos en los distintos ámbitos (seguros, productos bancarios e instrumentos de inversión). En ocasiones, productos de similares características de riesgo se han vendido a clientes minoristas en los tres sectores.
  - El incremento de la competencia entre las entidades financieras que venden productos de inversión a clientes minoristas.
  - El aumento de la venta transfronteriza de productos financieros y servicios durante los últimos 20 años.

Los factores que destaca el Joint Forum ayudan a explicar una parte del aumento de la demanda y la oferta de productos financieros dirigidos a los inversores minoristas, así como su creciente complejidad. De acuerdo con este diagnóstico, las medidas destinadas a reforzar la protección del inversor adquieren una relevancia prioritaria.

Sin embargo, estos factores pueden resultar insuficientes a la hora de explicar el aumento del riesgo de ventas inadecuadas. En particular, conviene destacar que la formación de los inversores en materia financiera sigue siendo, en general, escasa, lo que les hace especialmente vulnerables en presencia de prácticas comerciales inadecuadas y, en cualquier caso, incrementa la probabilidad de que adopten decisiones inconvenientes.

De ahí la necesidad de que el supervisor lleve a cabo varios tipos de actuaciones prioritarias:

### 1. Avanzar en el desarrollo normativo en el ámbito de la protección al inversor

Si bien no debe esperarse que la regulación elimine el riesgo de incumplimiento de las normas aplicables, sí debe asegurar que el riesgo se gestione adecuadamente. Es necesario que la regulación garantice la difusión de información a los clientes de una forma específica cuando los productos impliquen un riesgo y los cambios normativos deben producirse en este sentido.

Dado que los productos complejos incorporan, con carácter general, un mayor nivel de riesgo y una mayor dificultad de entendimiento para el inversor minorista, resultaría

---

**104.** Como alternativa a los depósitos bancarios, en España se está procediendo a comercializar los pagarés de empresas entre el público habitual. Ante esto, la CNMV, en su objetivo de reforzar la protección de los inversores minoristas, ha decidido actualizar los criterios aplicados en relación con la operativa del mercado de pagarés y del contenido del folleto informativo para ampliar la transparencia y la información en su comercialización. Ver Guía para la verificación de programas de pagarés y de la información a facilitar por las entidades colocadoras y depositarias a sus clientes en [http://www.cnmv.es/DocPortal/GUIAS\\_Perfil/guia\\_pagares.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/GUIAS_Perfil/guia_pagares.pdf)

recomendable reforzar la supervisión de la comercialización de estos productos, así como el tipo de cliente al que va dirigido<sup>105</sup>.

## 2. Impulsar mejoras en el ámbito de la educación financiera

Un bajo nivel educativo general o en cuanto a conocimientos financieros y de inversiones puede constituir una barrera para que los inversores entiendan correctamente las características de determinados productos financieros, aunque los proveedores de servicios de inversión cumplan con las respectivas normas sobre información al cliente.

Numerosos trabajos internacionales muestran que, en general, los consumidores tienen una cultura financiera insuficiente. Conscientes de este problema, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), el Fondo Monetario Internacional, IOSCO y la Comisión Europea, entre otros organismos internacionales, han recomendado a sus miembros que impulsen programas de formación financiera dirigidos a toda la población o a segmentos específicos de la misma<sup>106</sup>.

## 3. Profundizar en la cooperación internacional, tanto desde el punto de vista del intercambio de información como en el de la supervisión

La universalización del mercado trae consigo una interdependencia creciente entre los reguladores, por lo que deben existir vínculos fuertes y efectivos entre estos. IOSCO, en su documento de "Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores", recoge los siguientes principios de cooperación en la regulación:

- El regulador tendrá autoridad para compartir información tanto pública como no pública con homólogos nacionales y extranjeros.
- Los reguladores establecerán mecanismos para compartir la información, que determinen cuándo y cómo compartirán dicha información, tanto pública como no pública, con sus homólogos nacionales y extranjeros.

---

**105.** En enero de 2013, IOSCO publicó el Informe final sobre los requisitos de idoneidad para la distribución de productos financieros complejos. Este informe presenta nueve principios que cubren las siguientes áreas relacionadas con la distribución de los productos financieros complejos por los intermediarios:

- Clasificación de los clientes.
- Obligaciones generales, independientemente de la clasificación de los clientes.
- Requisitos de divulgación.
- Protección de los clientes en servicios no asesorados.
- Adecuación para los servicios de asesoramiento (incluyendo la gestión de cartera).
- Función de cumplimiento y las políticas internas y procedimientos de idoneidad.
- Incentivos.
- *Enforcement*.

El documento se puede consultar en: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD400.pdf>

**106.** En el capítulo 4 de este Estudio se tratarán los diferentes programas de educación financiera implantados por los países participantes en este Estudio.

- El sistema regulador permitirá que se preste asistencia a reguladores extranjeros que tengan que realizar investigaciones en el desempeño de sus funciones y en el ejercicio de sus poderes.

Por tanto, deben implantarse mecanismos de cooperación a escala internacional para facilitar la detección y prevención de mala conducta transfronteriza y para prestar asistencia en el cumplimiento de las responsabilidades de autorización y supervisión.

Como mecanismos de cooperación internacional se encuentran los acuerdos bilaterales (MOU) y multilaterales (MOU de IOSCO)<sup>107</sup>.

Los acuerdos bilaterales, sean formales o informales, deberán tener varias características básicas:

- Identificación de las circunstancias en las que se puede solicitar asistencia.
- Identificación de los tipos de información y asistencia que se puede proporcionar.
- Salvaguardas para la confidencialidad de la información intercambiada.
- Una descripción de los usos permitidos de la información.

El diseño de estos mecanismos para compartir información debería tener en cuenta los siguientes factores:

- Qué autoridad del mercado o qué regulador tiene acceso y puede proporcionar información y asistencia.
- Cómo se puede lograr dicho acceso según la ley aplicable.
- Las restricciones de confidencialidad y uso según la ley aplicable.
- La forma y el momento de la asistencia o del intercambio de información.
- La aplicabilidad de otros acuerdos, incluyendo acuerdos bilaterales, entre dichas autoridades para compartir información de investigación y financiera.

---

**107.** En 2002, IOSCO aprobó un memorando multilateral de entendimiento para facilitar la cooperación transfronteriza y el intercambio de información entre la comunidad internacional de los reguladores de valores. En la actualidad son signatarios del MOU de IOSCO las siguientes jurisdicciones participantes en este Estudio: Brasil, Colombia, El Salvador, España, México, Perú y Uruguay.