

Estudio Anexo: La importancia de la información suministrada al inversionista

Vivianne Rodríguez, Daniel Maeda, Javier Fresno y Rodrigo Segura

INTRODUCCIÓN

I. CONVENIENCIA DE DEFINIR LOS CONTENIDOS MÍNIMOS DE LOS DOCUMENTOS DE OFERTA DE LAS IIC

1. Temas de análisis

- Problemática que genera al inversor la entrega de información compleja y en exceso
- Ventajas de documentos de oferta de las IIC con el máximo de información estándar
- Niveles de responsabilidad de participantes de la industria de las IIC en la cadena de comercialización de producto

2. Información relativa a la oferta de las IIC de Renta Fija y la importancia de una correcta difusión

- Importancia de la información que la gestora despliegue del producto y su responsabilidad
- Rol de los organismos reguladores/supervisores en la solución de la problemática

II. ROL DE LOS ORGANISMOS REGULADORES Y SUPERVISORES ANTE LA FALTA DE CULTURA FINANCIERA DE LOS INVERSORES

- Promoción de la educación (directa e indirecta) de los inversionistas
- El papel de los reguladores en la fiscalización y promoción de la publicidad de las IIC. Innovaciones normativas y la promoción de la autorregulación

III. LA COMERCIALIZACIÓN Y LOS CONFLICTOS DE INTERÉS

- Idoneidad de los comercializadores del producto. Ámbito en el que se establecen estas condiciones y el control de su cumplimiento
- Definición del perfil del inversionista, al objeto de que el comercializador dirija su inversión al producto adecuado

IV. CONCLUSIONES

INTRODUCCIÓN

La industria de la inversión colectiva no ha sido ajena a las turbulencias financieras del pasado año que generaron una falta de confianza en el inversionista. Recuperar y acrecentar esta confianza es uno de los desafíos que enfrentan tanto los reguladores como el sector privado de la inversión colectiva. En efecto, durante la Reunión del Consejo de Autoridades del IIMV celebrada el 4 de diciembre de 2008 en México, se propuso estudiar el problema de la comercialización y la adecuada información de los inversores de IIC¹, como uno de los elementos cruciales para el desarrollo de este sector. La comprensión del producto, la transparencia en la información y la formación de las redes comerciales y de los inversionistas son claves para fomentar la inversión colectiva en la región.

¹ El presente Estudio fue aprobado en la Reunión de Autoridades del Consejo del IIMV celebrada en México el 4 de diciembre de 2008. En cumplimiento del mandato del Consejo, el IIMV celebró en Panamá, del 30 de marzo al 1 de abril del 2009, una Reunión para la Actualización del Estudio comparativo sobre la inversión colectiva en Iberoamérica, origen de este documento sobre la problemática de la comercialización y la información adecuada para el inversionista. A esta reunión asistieron directivos con responsabilidades directas en el ámbito de la inversión colectiva de las Comisiones y Superintendencias de Valores de Argentina, Brasil, Colombia, Costa Rica, Chile, Ecuador, El Salvador, Honduras, España, Panamá y Perú. Asimismo, participaron en las sesiones de trabajo la Secretaria General de la Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores (FIAB), el Presidente de la Federación Iberoamericana de Fondos de Inversión (FIAFIN) y el Responsable del Comité de Normativa de FIAFIN.

Uno de los elementos comunes, en relación a las actuales tendencias regulatorias observadas en los países Iberoamericanos objeto del Estudio², tiene que ver con la profundización en la protección adecuada de los inversores.

Otro elemento mayoritariamente presente es una notoria tendencia a la modernización de sus regímenes administrativos. En efecto, los reguladores y supervisores de los países del Estudio, desde hace un tiempo, están comprometidos con el desarrollo de procesos cuyo objetivo es la simplificación de trámites administrativos, principalmente relacionados con la estandarización de documentos y a la informatización de procesos.

Respecto a estas tendencias cabe destacar, que ambas se encuentran totalmente alineadas con los Principios para la Regulación de las IIC elaborados por la Organización Internacional de Comisiones de Valores, IOSCO, que establece los estándares internacionales de esta industria, toda vez que estos principios, para los distintos ámbitos de su funcionamiento, persiguen garantizar adecuadamente la protección de los inversores³, principio que plantea, como uno de sus puntos clave, que la difusión de la información debe ayudar a los inversores a comprender la naturaleza del vehículo de inversión y la relación entre riesgo y rentabilidad de éste.

En este ámbito es donde el documento de oferta de una IIC reviste una fundamental importancia, toda vez que en él se exponen los principales aspectos que regirán la vida de estas instituciones y, por tanto, debiera proporcionar a los inversores la información más relevante al momento de tomar la decisión de invertir (o desinvertir) sus recursos en una IIC.

Es así como los Organismos Reguladores/Supervisores, en la mayoría de los países y aplicando diversas estrategias, han asumido en distintos grados la responsabilidad que este tema les genera, principalmente, a través de la promulgación de la normativa atingente; de la fiscalización de la veracidad de la información contenida en los documentos de oferta; de la supervisión del cumplimiento por parte de las sociedades administradoras o gestoras de las obligaciones a las que allí se comprometen y, también, la de motivar a que el inversor (o potencial inversor) tome conciencia y se preocupe de conocer y comprender la información que recibe, al objeto de entender efectivamente las características relevantes del producto en el cual se está materializando la inversión de sus recursos.

También, y como se verá más adelante, estos Organismos han establecido entre otro de sus objetivos, la eficiente supervisión de la información relativa a la oferta de las IIC y de aquella que fluye entre los participantes de la cadena de comercialización de estos instrumentos, considerando incluso en algunos casos la participación de entidades del ámbito de la autorregulación de agentes de la industria de IIC (sociedades administradoras gestoras y agentes de comercialización).

I. CONVENIENCIA DE DEFINIR LOS CONTENIDOS MÍNIMOS DE LOS DOCUMENTOS DE OFERTA DE LAS IIC

1. Temas de análisis

Un primer aspecto que debiera ser analizado por los Organismos Reguladores/Supervisores es la conveniencia de definir los contenidos mínimos de los documentos de oferta de los productos.

² Ver pág. 96 del Estudio Comparativo de la Industria de la Inversión Colectiva en Iberoamérica (2006).

³ Ver Principio 19, pág. 105 de Principios Relativos a las IIC y pág. 241 del Estudio Comparativo de la Industria de la Inversión Colectiva en Iberoamérica (2006).

Si bien es una decisión que finalmente recae en los propios Organismos, IOSCO sostiene al respecto que una adecuada regulación es fundamental para lograr el objetivo de protección del inversor y preservar la confianza en los mercados; y que las IIC, como otras entidades captadoras de recursos de terceros, están sujetas a obligaciones de difusión, por lo que el cumplimiento de las condiciones establecidas en los documentos de oferta debe estar considerado en el ámbito de la regulación y supervisión.

La conveniencia de definir el contenido mínimo de los documentos de oferta debería considerar el análisis de al menos los siguientes temas:

- La problemática que genera la entrega de información compleja y en exceso al inversor.
- Las ventajas de documentos de oferta, con el máximo de información estándar.
- Clarificar los niveles de responsabilidad de algunos de los participantes de la industria de las IIC en la cadena de comercialización del producto, administrador/gestor -comercializador-inversor, teniendo en cuenta la legislación propia de cada país.

A continuación se analizarán cada uno de estos tres aspectos.

Problemática que genera al inversor la entrega de información compleja y en exceso

Entre las facultades que las respectivas regulaciones de los países objeto del Estudio, consideran se encuentra la aprobación de los documentos de oferta (aprobación de reglamentos de gestión; reglamentos internos, folletos y prospectos, entre otras denominaciones). Si bien los países del Estudio presentan variantes respecto a cómo se aprueban estos documentos, la exigencia de que exista un documento de oferta, y ciertos aspectos que deben ser incluidos en él, es común a todos ellos.

En este ámbito, los Organismos Reguladores/Supervisores han adoptado diversas medidas, que en distintos grados, persiguen el logro de objetivos tales como el de optimizar la información que entregan las sociedades administradoras o gestoras a los inversionistas, y en los casos en que dichos Organismos deban aprobar y supervisar posteriormente la documentación exigida a las administradoras, agilizar y hacer más eficientes estos procesos, traducándose esto último en menores tiempos de aprobación de dicha documentación y en respuestas más oportunas por parte de los Organismos a la industria de las IIC.

También es común que las normas de los países establezcan **un mínimo de información** que se entiende relevante y que debe ser expuesta en los documentos de oferta de las IIC. A modo de ejemplo, las principales características de la IIC, el objetivo y la política de inversiones, estructuras de costos (comisiones, remuneraciones, honorarios de la administradora y del custodio), descripción de ciertos riesgos, condiciones de suscripciones y rescates, información impositiva, clasificadora de riesgo, riesgos, leyendas informativas e información de la sociedad administradora/gestora⁴.

Otro aspecto relevante a tener en cuenta es que, en algunos casos, los Organismos Reguladores/Supervisores pueden exigir que sean incluidas en los documentos de oferta materias

⁴ Ver información presentada en documento de oferta en pág. 159 a 169 del Estudio Comparativo de la Industria de la Inversión Colectiva en Iberoamérica (2006).

que si bien pueden ser importantes, por su nivel de especificidad y complejidad pueden producir en el inversor un efecto contrario al buscado, esto es, que el inversor no logre su comprensión, se confunda y/o se le induzca a una errada interpretación.

Así, el documento de oferta debe incluir toda aquella información sobre las características esenciales de la IIC, con el fin de que los inversores puedan comprender de forma razonable la naturaleza y los riesgos derivados del producto que está siendo ofrecido y, consecuentemente, les permita tomar una decisión de inversión informada. No olvidemos que una gran cantidad de información incluida en el documento de oferta puede derivar en que el inversor, o potencial inversor, no logre identificar la de mayor relevancia y, en un caso extremo, desista de la tarea de tomar conocimiento y comprenderla.

Finalmente, al objeto de presentar una visión global de los aspectos comunes que, de acuerdo a la mayoría de las regulaciones de los países iberoamericanos participantes del Estudio deben contener los documentos de oferta, se exponen a continuación los siguientes:

- **Datos generales de la IIC**, esto es, su denominación, marca comercial, identificación de clase o tipología, naturaleza (abierta o cerrada), fecha de constitución y sede social. La denominación debe ser coherente con los objetivos de gestión y la política de inversión desarrollada por la IIC.

Para el caso específico de IIC cerradas, los datos generales corresponderían además al monto de la emisión autorizada, número de participaciones, plazo de colocación, precio de colocación, plazo de vencimiento, puestos de bolsa representantes o nombre de la entidad colocadora.

- **Datos del documento de oferta**, fecha de la oferta, fecha de emisión, número y fecha de resolución que aprueba el documento, entre otros.

- **Plazo de duración de la IIC** o constancia de ser por tiempo indeterminado y/o duración del plan de inversión; incluso información sobre el periodo mínimo recomendado de la inversión.

- **Identificación de la Gestora o Administradora**; incluyendo la fecha de su constitución.

- **Identificación del Custodio o Depositario**; así como, en su caso, del grupo financiero al que pertenecen.

- **Identificación de los Auditores de la IIC.**

- **Política de inversiones de IIC abiertas**, en particular, y entre otros aspectos, en este apartado debería incluirse información sobre el tipo de activos en los que invierte la IIC, sobre la calidad crediticia de los activos de renta fija, de los sectores o la distribución geográfica de las inversiones, del benchmark si existiera, etc. Asimismo, debería incluirse información sobre las estrategias y técnicas de gestión, sobre la existencia, en su caso, de un objetivo de rentabilidad, del carácter más o menos activo o pasivo de la gestión, etc.

- **Política de inversiones de IIC cerradas**, descripción que incluye condiciones financieras y legales que hagan viable la inversión de los recursos en valores y proyectos específicos, criterios de selección de activos.

- Procedimiento, periodicidad, método y moneda en que se **valorará el patrimonio y las participaciones o cuotapartes.**

- Normas, mecanismos y plazos, entre otros, sobre el proceso para la recepción de **suscripciones y rescates o reembolsos de las participaciones o cuotapartes en IIC.**

- Régimen, política, fecha, forma y porcentajes de distribución de **beneficios producidos por la explotación de la IIC a los partícipes**.
- Planes, procedimiento, tipo de colocación, plazo de colocación, colocadores, relación con los colocadores y cualquier otro aspecto relevante **para la integración y mercadeo de la IIC**.
- **Gastos de suscripción y de rescate o reembolso de participaciones o cuotapartes**.
- **Remuneración por administración**, la forma en que se pagará, su metodología de cálculo, porcentaje anual del patrimonio líquido, entre otros, y otros gastos imputados directamente a la IIC.
- Detalle de la **información que se entregará a los partícipes**, contenido, periodicidad, medios de comunicación a través de los cuales se divulgará o lugares para su consulta, local y medio para solicitar la divulgación de las informaciones, referencia al nombre del diario en que se efectuarán las publicaciones informativas.
- **Información sobre el régimen fiscal aplicable** a la IIC y al propio partícipe o accionista.

Cabe señalar que estos aspectos comunes que contiene el documento de oferta en la mayoría de los países del Estudio, corresponden a las características esenciales de una IIC que no debieran faltar u omitirse en un documento de este tipo.

Adicionalmente, en el ámbito del Comité Europeo de Reguladores (CESR) y en el marco de los documentos de trabajo que se están desarrollando en torno al folleto informativo armonizado de las IIC (Key Information Document o “KID”)⁵, la preferencia de los miembros de CESR es incluir el indicador de riesgo. Mediante este indicador se calificaría el nivel de riesgo de cada IIC atendiendo a una metodología armonizada. Esto permitiría que toda IIC pudiera clasificarse en una escala (del 1 al 6) según su perfil de riesgo. Incluir el indicador de riesgo en los prospectos o folletos permitiría que cualquier inversor, independientemente de sus conocimientos, pudiera hacerse una idea sencilla del nivel de riesgo de la IIC. También permitiría comparar fácilmente el perfil de riesgo de IIC con diferente política de inversión o IIC domiciliadas en distintos países.

Si bien se ha planteado la problemática que genera la entrega de información compleja y en exceso al inversor, en el marco del creciente interés que la industria de IIC ha suscitado (desde el punto de vista que ha atraído a una gran cantidad de inversores hacia una forma de ahorro que dista de las tradicionalmente imperantes en el sector financiero), y con la mirada puesta en la protección del inversionista, toda jurisdicción que esté o vaya a evaluar alguna innovación regulatoria debiera tener en consideración los aspectos antes indicados.

Mención de importancia debe hacerse respecto a secciones que los diferentes países incluyen en los documentos de oferta y que tienen que ver con advertencias al inversionista relativas a la explicitación de la responsabilidad de la administradora/gestora sobre el contenido de la información allí contenida y cláusula de exclusión de responsabilidad por parte del Organismo Regulador. Los Organismos Reguladores/Supervisores en ningún caso “recomiendan la suscripción de cuotas de una IIC u opinan sobre la rentabilidad o calidad de dichos instrumentos” (ver casos de Chile y Perú), se incluyen advertencias sobre las situaciones que los valores liquidativos puedan implicar alta volatilidad (caso de España), o advertencias sobre riesgos involucrados e inexistencia de garantías (Colombia) y, en el caso de Venezuela, una declaración de los promotores respecto de la constitución de la sociedad.

⁵ <http://www.cesr.eu/index.php?page=groups&mac=0&id=28>

Hay que destacar que, como regla general, todos los Organismos Reguladores/Supervisores tienen facultades para exigir el despliegue de toda aquella información que estimen sea necesario incluir en los documentos de oferta en pro de la protección del inversor. Por tanto, lo importante es definir cuál es esa información relevante y, asimismo y no menos importante, la simplicidad de los términos con que se entrega dicha información y lo conciso de la información desplegada; esto último, de manera que resulte fácilmente entendible, teniendo en cuenta el tipo de inversor a la que va dirigida.

Experiencia de países

En países como España y Portugal, el Organismo Regulador/Supervisor, además de determinar el contenido y la forma en que se debe presentar el documento de oferta, considera la existencia de un documento de oferta “completo” y un documento de oferta “simplificado”. En España, el documento simplificado es el documento que con carácter obligatorio debe ser entregado al inversor con carácter previo a la suscripción del contrato. El documento de oferta “simplificado” constituye una parte separable del “completo” y contiene la información más relevante de la contenida en este último, de manera resumida y fácilmente analizable y comprensible por un inversor promedio⁶.

En Perú, se incorporó en 2008 la posibilidad de que las sociedades administradoras (gestoras) entreguen un documento denominado “prospecto simplificado”, que debe contener la información relevante de la IIC, para que el inversionista de manera rápida y simple se forme un juicio sobre la naturaleza de ésta y el perfil de riesgo del inversor al que está dirigida.

Por su parte, en el caso de Costa Rica, si bien su reglamentación consideraba la existencia de un documento de oferta “completo” y “simplificado”, la Reforma al Reglamento General, que entró en vigor en enero del 2009, eliminó la obligación de elaborar estos dos documentos y exigió la elaboración de un único documento de oferta, dado que se consideró que resulta de mayor transparencia⁷.

Ventajas de los documentos de oferta de IIC (Prospectos/Reglamentos Tipo), con el máximo de información estándar

Tal como se señaló en la introducción del presente documento, un elemento común en las tendencias regulatorias de los países objeto del Estudio se relaciona con la estandarización de la documentación. En efecto, los documentos de oferta tipo/modelo para los diferentes tipos de IIC, con el máximo de información estandarizada son un elemento deseable para este tipo de documento.

El principal beneficio es que facilitan al inversor el análisis comparativo de la información relevante de las características principales de una IIC, permitiendo una cabal comprensión del producto y la probabilidad de que sin mayores dificultades, efectúe comparaciones de rendimientos, costos y niveles de riesgos, tanto con otras IIC del mismo tipo, como con otras alternativas de inversión que el mercado ofrezca.

Otra de las ventajas o beneficios que es posible asociar a documentos de oferta modelo/tipo de las IIC, relacionada con la protección del inversor en forma no tan directa, y que algunos países objeto del Estudio señalan, es que la existencia de documentos de oferta modelo/tipo agilizan y otorgan mayor dinamismo a los procesos de aprobación, modificaciones (o autorizaciones); pro-

⁶ Ver pág. 158 y 159 del Estudio Comparativo de la Industria de la Inversión Colectiva en Iberoamérica (2006).

⁷ Ver Capítulo 5 “El prospecto o documento de oferta” (2009).

cesos en que en la mayoría de los países objeto del Estudio participan los Organismos Reguladores/Supervisores, directa o indirectamente en distintas instancias.

Finalmente señalar que las tendencias regulatorias actuales relativas a la estandarización de los documentos y la informatización de los procesos, contribuyen a mejorar la oportunidad de la información que debe estar disponible en el mercado y agilizar la labor de supervisión de los contenidos de los documentos por parte de los Organismos competentes, reduciendo todo esto en mejores estándares de calidad de la información relativa al producto IIC.

Experiencia de países

Países objeto del Estudio, como España, Portugal, Chile, Argentina y Perú, cuentan con documentos de oferta en los cuales un alto porcentaje de la información allí contenida está estandarizada⁸.

Por su parte, en Costa Rica⁹, en diciembre del año 2008, el Organismo Regulatorio competente aprobó la reforma al Reglamento General sobre sociedades administradoras e IIC, en términos que se alinean con lo antes descrito, esto es, la existencia de un documento de oferta estandarizado; la agilización en los procesos de modificación y el uso de plataformas tecnológicas para trámites de autorización y modificación.

Niveles de responsabilidad de participantes de la industria de las IIC en la cadena de comercialización del producto

Los Principios IOSCO relativos a las Instituciones de Inversión Colectiva, en concreto el Principio N° 17, señala que “el marco regulador de una jurisdicción deberá fijar las normas para establecer la idoneidad y regular a aquéllos que deseen comercializar o gestionar una Institución de Inversión Colectiva”. Por su parte, el Principio N° 19, como con anterioridad se señaló, dispone que “la regulación exigirá la difusión de información necesaria para evaluar, por parte de un inversor, la idoneidad de la IIC y el valor de su participación en ésta”.

En este contexto, y con el principal interés de que la información que reciba el inversor le ayude efectivamente a comprender la naturaleza de una IIC y logre percibir adecuadamente la relación entre el riesgo y la rentabilidad que ésta presenta, la cantidad, calidad y oportunidad de la información que se entregue a dicho inversor, tanto por parte de la gestora como por el comercializador según sea el caso, cobra la mayor importancia.

■ Responsabilidad de las Sociedades Gestoras/ Administradoras

En la mayoría de los países objeto del Estudio, los marcos regulatorios respectivos admiten la posibilidad de que la sociedad gestora delegue parte de sus funciones. Entre estas funciones, cuya delegación está permitida, se encuentra la distribución, colocación y comercialización de las IIC.

En términos generales, se desprende del Estudio que, en lo relativo a sus normas de conducta, estas sociedades siempre deben actuar en beneficio de sus partícipes (accionistas/cuotapartes) de las IIC cuyos patrimonios administran, siendo **responsables** ante éstos de los perjuicios que les causaren por el incumplimiento de sus obligaciones legales (entre otras responsabilidades).

⁸ Ver pág. 159 del Estudio Comparativo de la Industria de la Inversión Colectiva en Iberoamérica (2006).

⁹ Ver Capítulo 5 “El prospecto o documento de oferta” (2009).

En este orden de cosas y en el caso de que efectivamente se deleguen ciertas funciones, por ejemplo la de comercialización de las IIC, **la delegación de la función no implica delegación de la responsabilidad.**

■ Responsabilidad de las Entidades Comercializadoras/Canales de Distribución

Los canales de comercialización y distribución de IIC y otras entidades que desarrollan esta actividad en los países objeto del Estudio, corresponden principalmente a entidades financieras habilitadas, sociedades y agencias de valores y a la propia gestora y/o depositaria¹⁰.

Las normas de conducta en la actividad de comercialización en los países objeto del Estudio, en general, muestran que los comercializadores están sometidos al régimen general de conducta establecido para la IIC, no observándose la existencia de normas específicas para las entidades que realizan esta actividad¹¹.

Por último, cabe destacar que IOSCO, como uno de los “asuntos clave” relativos a la idoneidad de aquéllos que deseen comercializar IIC, en lo referente a la delegación de funciones por parte de una sociedad administradora o gestora, considera que “los delegados deberán responder, ya sea directamente o a través de quien haya delegado en ellos, del cumplimiento de todos los requisitos aplicables al ejercicio de las actividades y negocios de su mandante”.

■ Responsabilidad de los inversores

Sin perjuicio de las obligaciones que recaen sobre los gestores o los comercializadores, resulta imprescindible que los inversores (o potenciales inversores) lleven a cabo sus inversiones de forma responsable, para lo cual deben conocer, previamente a su realización, las características más relevantes de ésta. Para ello, deberán leer la información que la sociedad administradora o gestora les debe proporcionar (por diversos medios) oportunamente y, en caso de no lograr comprenderla, requerir la información adicional necesaria o la asesoría correspondiente a quien le ofrece el producto.

Una vez efectuada la inversión, el inversor debe conocer con claridad la forma en que se enterará de los cambios más significativos que pueda sufrir su inversión; cuáles podrían ser estos cambios y las condiciones en que puede revertir su decisión y deshacer su inversión. En definitiva, la difusión de la información debe ayudar a los inversores a comprender la naturaleza del vehículo de inversión, la relación entre riesgo y rentabilidad de éste, de forma tal que su perfil se ajuste de la mejor forma al producto elegido.

Experiencias de países

En atención a la reciente introducción de la Directiva de Mercados e Instituciones Financieras (MiFID), países como España y Portugal han regulado aspectos de la actividad de comercialización que abordan cuestiones de fuerte impacto. Uno de los grandes objetivos de la MIFID es la protección de los inversores y la integridad del mercado mediante una normativa armonizada para los intermediarios así como la promoción de unos mercados financieros transparentes, equitativos y eficientes. Para ello se establecen las siguientes normas de conducta de las entidades:

- * Actuación de las entidades de forma honesta, justa y profesional.
- * Distinción entre inversores minoristas, profesionales y contrapartes elegibles.

¹¹ Ver detalle de información de cada país en pág. 234 a 237 del Estudio Comparativo de la Industria de la Inversión Colectiva en Iberoamérica (2006).

¹⁰ Ver detalle de información de cada país, páginas 238 al 240 del Estudio Comparativo de la Industria de la Inversión Colectiva en Iberoamérica (2006).

- * Identificación, prevención y gestión de los conflictos de interés que pudieran perjudicar al cliente.
- * Test de conveniencia para valorar sus conocimientos y experiencia y test de idoneidad para asegurar que las recomendaciones de la entidad son las más adecuadas para el cliente teniendo en cuenta su situación particular.

Esta Directiva regula también el tipo de incentivos que pueden recibir los comercializadores de instrumentos financieros, entre ellos las IIC. Dichos incentivos quedan sujetos al cumplimiento de determinados requisitos, tendentes a evitar los conflictos de interés y a incrementar la transparencia. La información sobre los incentivos deberá ser suministrada por el comercializador (admitiéndose en España hacerlo a través de su página web), pero en ningún caso debe introducirse en el folleto ni en la información elaborada por la SGIIC, pues de lo contrario podría inducir a error al inversor.

Por su parte, Costa Rica exhibe una regulación al respecto, que otorga importancia a la existencia de políticas y procedimientos para la comercialización y que mediante el acuerdo SGV-A-141 impartió instrucciones sobre la definición del perfil del inversionista; sobre el acuerdo que contiene los elementos mínimos que deben considerar las sociedades administradoras de IIC y demás entidades comercializadoras, para efectuar una indagación razonable de sus inversionistas, con el fin de ofrecerles productos y servicios que se ajusten a su perfil¹².

2. Información relativa a la oferta de las IIC de renta fija y la importancia de una correcta difusión

Teniendo como marco conceptual de referencia los elementos y consideraciones que han sido desarrolladas en los anteriores apartados de esta Sección, éstos se aplican y adquieren fundamental importancia en lo relativo a la comercialización de las cuotas de IIC de las denominadas de “renta fija” o “inversión en renta fija”.

Dado que las actividades de comercialización y distribución de las IIC tienen como objetivo fundamental la captación de inversionistas que canalicen sus recursos en éstas, la difusión del producto, incluida por supuesto la actividad publicitaria, debe ser desarrollada por las entidades competentes correctamente, de forma tal que los agentes del mercado tomen sus decisiones informadamente con el máximo de elementos relevantes. Por esta razón, dicha información debe ser siempre clara, veraz, transparente y no inducir a error, confusión o equívoco al público en general y al inversor.

Lo anterior, en el caso de IIC que se denominan y/o que se promocionan como de “**inversión en renta fija**” (o alguna nominación similar) debe cumplirse por completo, ya que experiencias de inversores que no han conseguido la comprensión total de este producto no son pocas. Es así cómo una IIC, al denominarse o utilizar en su definición (o nombre) los términos “de renta fija” o “de inversión en renta fija”, puede inducir al inversor a creer que este tipo de IIC le asegura un rendimiento también “fijo”; sin incorporar en su análisis el concepto de **variabilidad en el valor de la cuota de la IIC** inherente a este tipo de inversión.

En este sentido, el elemento **riesgo de cartera o portafolio** tampoco se logra vislumbrar adecuadamente por el inversor, eliminándose implícitamente la idea de riesgo de insolvencia, quiebra y riesgo de mercado de los activos componentes del portafolio de la IIC.

¹² Ver Capítulo 7 “La comercialización de las IIC”.

Las consecuencias de invertir en este tipo de IIC, sin conocer adecuadamente sus verdaderas características, son básicamente las mismas que en cualquier otra IIC, aunque para el inversor de las primeras puede generar un mayor impacto en el caso de que el rendimiento de su inversión no haya sido el que esperaba, ya que lo consideraba **seguro**.

Un elemento también presente en algunas experiencias, es que el perfil del inversor que mayoritariamente invierte en una IIC con esta definición, es el de un inversor con baja propensión al riesgo, por lo cual, en el caso de que se produzcan resultados negativos respecto al rendimiento esperado de su inversión, generan una desconfianza en el producto mayor que a otros inversores con una mayor propensión al riesgo.

Importancia de la información que la Gestora despliegue del producto y su responsabilidad

La información relativa a la IIC “de renta fija” que proporcione la administradora/gestora, directamente o a través de agentes comercializadores, debe ser aquella que, bajo ninguna circunstancia, induzca a error o confusión al inversor de que sus recursos están siendo invertidos en un instrumento cuya característica sea un retorno fijo, asegurado y garantizado.

La responsabilidad de la gestora y del comercializador debe considerar un objetivo de mayor alcance que la venta misma del producto en el corto plazo, ya que la captación de un inversor al que no se le entreguen todos los elementos que le permitan entender la futura “performance” de un instrumento, provocará un negativo impacto en su grado de confianza en la seriedad de la industria de las IIC.

Rol de los Organismos Reguladores/Supervisores en la solución de la problemática

Los Organismos Reguladores/Supervisores, en el desarrollo y cumplimiento de sus funciones propias, pueden mediante una labor normativa, fiscalizadora y sancionatoria promover y/o exigir a las entidades involucradas, la entrega de información dirigida a inversionistas y al público en general, que clarifique con efectividad que la participación o cuota de una IIC de “renta fija”, tiene al igual que en otro tipo de IIC, una variabilidad que depende del rendimiento de los activos que componen su cartera o portafolio, los que a su vez están expuestos en todo momento a una serie de riesgos que no permiten asegurar una rentabilidad (o rendimiento) fijo.

Cabe señalar que es común frente a esta problemática tender a minimizarla, simplificando su solución. Es así como la alternativa de que un cambio en la denominación del producto puede eliminar la confusión en los inversores, se escucha con frecuencia entre los participantes de esta industria. En relación a este planteamiento, es preciso hacer notar que bajo ninguna circunstancia debe considerarse como la única y efectiva solución sino que, en el caso de materializarla, debe estar inserta en un conjunto de esfuerzos orientados al manejo de una adecuada información por parte del inversor, que es preciso que sean llevados a cabo por todos los participantes de la cadena de comercialización y por el Organismo Regulador/Supervisor competente.

En este sentido mencionar que en Europa, EFAMA estableció en 2008 una clasificación para los fondos que incluía una distinción entre los de renta fija y mercado monetario. Posteriormente EFAMA e IMMFA (The Institutional Money Market Funds Association) recomendaron en julio de 2009 establecer una definición homogénea para los fondos monetarios a nivel europeo y señalar que en CESR se está trabajando en una clasificación que distinga los fondos a corto plazo de los de largo plazo.

II. ROL DE LOS ORGANISMOS REGULADORES/SUPERVISORES ANTE LA FALTA DE CULTURA FINANCIERA DE LOS INVERSORES

Promoción de la educación (directa e indirecta) de los inversionistas

La reciente crisis financiera por la que pasan los mercados recordaron a los reguladores iberoamericanos la permanente necesidad de enfrentar un problema común a todas las jurisdicciones: el desequilibrio existente entre la cultura financiera del inversionista promedio y la complejidad creciente de los productos financieros a ellos ofrecidos, incluidas las IIC.

Esto se reflejó, en la mayoría de los casos, en el gran volumen de solicitudes de reembolsos o rescates que sufrieran las IIC de renta fija, algo sorprendente puesto que no exhibieron oscilaciones de valor tan grandes como las de las IIC de acciones o las IIC de monedas extranjeras, para los cuales se podría esperar más un comportamiento de salida masiva.

Queda claro que las salidas de las IIC de renta fija ocurrieron por razones de susceptibilidad de sus inversionistas, mucho más conservadores e inexpertos, que no conocían lo bastante los riesgos de los activos invertidos por sus IIC y, con los movimientos de la crisis, partieron a la búsqueda de inversiones que percibían como más seguras.

Como consecuencia de ello, surgió para los reguladores de todos los países iberoamericanos el desafío de equilibrar la necesidad de protección de los inversionistas en un mercado que se desarrolla de forma cada vez más compleja –algo que impone por sí mismo una mayor regulación prudencial– con la misión de fomentar los mercados de valores, objetivo al que también responden la mayoría de las comisiones de valores.

Esto porque, como es sabido, la regulación tiene sus límites. Si bien es cierto que la regulación es siempre deseable en cualquier jurisdicción, no únicamente para la protección de los inversionistas, sino también en nombre de la seguridad jurídica de los participantes y otras premisas, cuando ésta pasa de un determinado punto de equilibrio, los costos de este incremento marginal de regulación ya se muestran más relevantes que sus beneficios, tal y como se muestra en el Gráfico 1.

De ahí que una forma más eficiente de promover la protección de los inversionistas es proveerlos de la educación necesaria y suficiente, que les permita evaluar si una determinada inversión es la que mejor responde a sus intereses.

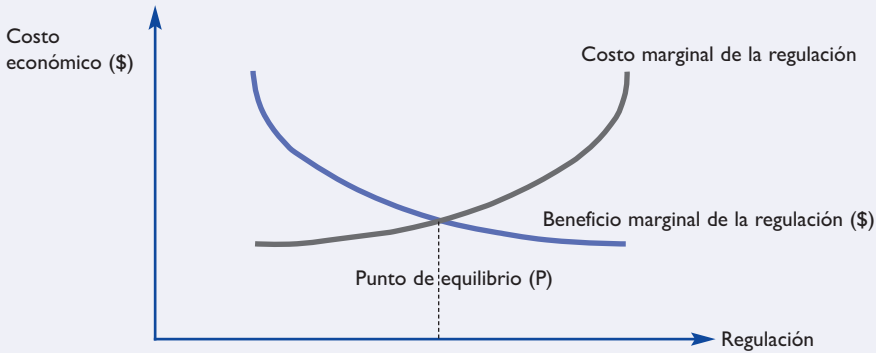
Este proceso de educación impactaría directamente sobre el punto ideal de regulación (P), pues más regulación, frente a los mismos costos marginales, implicaría un beneficio marginal menor en razón de la menor posibilidad ex-ante de una asimetría de información y, en consecuencia, errores de evaluación por parte de la masa de inversionistas. Las alteraciones que se pueden esperar en este mercado hipotético son evidenciadas en el Gráfico 2.

De esta forma, un universo de inversionistas bien informado aminoraría la necesidad de una intervención estatal proteccionista.

Con este fundamento, los reguladores y también autorreguladores iberoamericanos vienen adoptando diversas iniciativas para fomentar la educación de los inversionistas en sus jurisdicciones. Como ejemplos citaremos los siguientes:

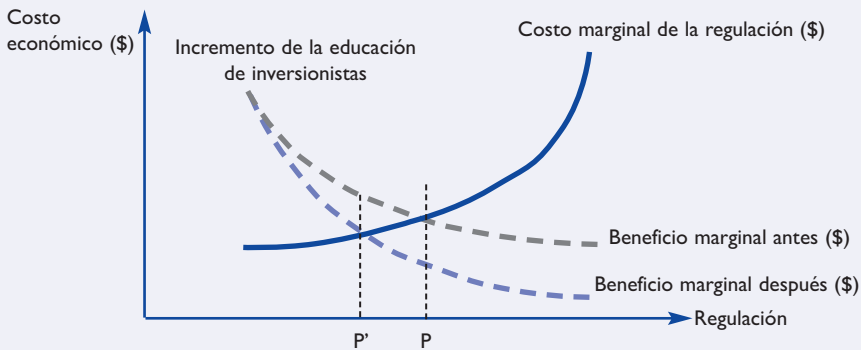
Brasil: la CVM brasileña mantiene el denominado “Portal do Investidor” (portal del inversor), con herramientas de consulta y comparación entre las IIC disponibles en el mercado; una sección de textos lúdicos sobre conocimientos del mercado; videos con presentaciones de especialistas

GRÁFICO 1



Nota: el gráfico tiene como premisa que toda iniciativa marginal de regulación es la mejor posible en el mercado analizado.

GRÁFICO 2



en planificación financiera y con historias reales del mercado de inversiones¹³; y cursos on-line sobre el mercado financiero.

Las entidades autorreguladoras también presentan una extensa contribución en esta actividad. Como ejemplo, citamos la ANBID¹⁴ (asociación brasileña de administradores de IIC), que mantiene un área específica para educación de inversionistas, con un portal denominado “Como Invertir”¹⁵ (presentaciones sobre el mercado y su funcionamiento, discusiones sobre temas actua-

¹³ <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/Acad%C3%AAmico/Hist%C3%B3riasinterativas/tabid/61/Default.aspx>.

¹⁴ Associação Nacional de Bancos de Investimento (www.anbid.com.br).

¹⁵ <http://www.comoinvestir.com.br/CalandraRedirect/?temp=0&proj=anbid&pub=T&db=>

les del mercado, e informaciones sobre la mejor postura en la selección de una inversión); cartillas educativas; y también, visitas a universidades, cursos diversos y premios académicos (“Prêmio ANBID”) para estudios sobre el mercado de capitales.

También la BOVESPA (Bolsa de Valores de São Paulo – la bolsa brasileña) conserva una política de educación de inversionistas, por medio de la cual son ofrecidos cursos gratuitos, programas de popularización del mercado de acciones a públicos específicos, como “Mulheres em Ação”, “BM&FBovespa Vai Até Você”, y “Desafio BM&FBovespa”¹⁶.

España: en la página web de la CNMV, existe un espacio denominado “Rincón del Inversor”, en el que hay disponibles cursos sobre el funcionamiento de las IIC¹⁷; la posibilidad de inscripción en el denominado “Boletín del Inversor”, un servicio gratuito por el que los inversionistas que lo deseen pueden recibir en su correo electrónico informaciones de interés sobre los mercados de valores y los servicios de la CNMV; el “Plan de Jornadas del Inversor”¹⁸, entre otras iniciativas.

Además, la CNMV junto con el Banco de España ha puesto en marcha un Plan de Educación Financiera para mejorar la cultura de los ciudadanos en esta materia, dotándoles de herramientas, habilidades y conocimientos que les permitan adoptar decisiones financieras informadas y apropiadas¹⁹. El Plan de Educación Financiera es una iniciativa en línea con los planes desarrollados en Europa, de acuerdo con los principios y recomendaciones de la OCDE y la Comisión Europea para el fomento de la educación financiera.

Chile: también en Internet, la SVS de Chile mantiene un portal con diversas herramientas para la educación de los inversionistas, como la “Guía del Inversionista”, con los principales aspectos para una planificación financiera adecuada (incluso se ofrece una planilla), y los mejores medios para realizar una inversión; una encuesta para ayudar a definir el grado de madurez financiera del inversionista; y una sección de casos para evaluación de situaciones cotidianas para un inversionista.

El papel de los reguladores en la fiscalización y promoción de la publicidad de las IIC. Innovaciones normativas y la promoción de la autorregulación

Además de reconocer que la educación de inversionistas es una solución sólida, definitiva y eficiente para combatir la asimetría de información en los mercados de valores, no se puede olvidar que este proceso demanda un largo plazo de implementación.

Por esta razón, permanece el reto para los reguladores de dar respuestas a una cuestión inmediata y urgente: ¿Cómo garantizar hoy una mayor protección a los inversionistas sin sacrificar la libertad y creatividad de los mercados, necesarias para su desarrollo?

Es posible abordar esta cuestión con un paradigma importante que se presenta: la observación de que las normas que implican divulgación o “disclosure” de la información tienen impactos negativos menores para el desarrollo de los mercados, comparadas con normas prudenciales (prohibi-

¹⁶ Una competición donde los participantes simulan una cartera ficticia. El ganador será aquel que presente, al finalizar el juego, la mayor rentabilidad.

¹⁷ <http://www.cnmv.es/TutorialFondos/ppal>.

¹⁸ <http://www.cnmv.es/inversionistas/esp/informacion/docs/PlanJornadas.pdf>

¹⁹ El Plan de Educación Financiera puede consultarse en <http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/PlanEducacion/PlanEducacion.pdf>. La primera herramienta que está disponible es la creación de una página web llamada “finanzas para todos”. <http://www.finanzasparatodos.es/>

ciones y limitaciones), puesto que, aunque las normas de disclosure aumentan los costos operacionales de los productos, las normas prudenciales los hacen inviables.

Por otro lado, se viene discutiendo sobre la efectividad de las normas de disclosure, una vez que las salidas de inversionistas en la reciente crisis ocurrieran en muchas jurisdicciones donde se suponía la existencia de buenas reglas de divulgación de información.

El problema identificado es que garantizar la disponibilidad de informaciones a los inversionistas, no asegura que ellos tendrán el necesario y suficiente conocimiento para una decisión fundamentada.

Otro punto respecto a los conflictos de interés propios de la actividad de distribución de los productos financieros es que pueden, en una situación límite, llevar a un cliente a adquirir un producto que persiga más los intereses del distribuidor que los del propio inversionista.

Asimismo, asumiendo la importancia de asegurar la disponibilidad de toda la información relativa a una IIC a los inversionistas, las enseñanzas de la crisis resaltan la necesidad de certificar que la compra de productos sea siempre respaldada por decisiones efectivamente conscientes y libres de asimetrías de información.

En otras palabras, los reguladores deben emplear sus mejores esfuerzos para, de un lado, hacer que los documentos de oferta sean más comprensibles, claros y objetivos y, de otro lado, actuar específicamente sobre la actividad de la venta de las IIC, donde reside el mayor riesgo de inducción de un inversionista a errores de evaluación.

La consecución de este propósito se conseguiría atendiendo a los siguientes aspectos:

- (1) La divulgación de productos de venta y distribución más sencillos, destacando las informaciones más relevantes de las IIC.
- (2) Normas de conducta aplicables a esos distribuidores, que garanticen el cumplimiento de sus obligaciones de suitability y la actuación en el mejor interés del cliente.
- (3) La permanente formación y actualización de los responsables por la venta de esos productos.

Respecto al primer punto, ya ha sido tratado en una sección anterior de este documento, pero no es suficiente que estos documentos de las IIC ofrezcan una información efectiva y concentrada en los aspectos más importantes del producto vendido, puesto que la participación y opiniones de los distribuidores también son decisivas para la convicción de inversión formada por los clientes. Así, deberían existir normas que prevean sanciones para aquéllos que no actúen en el mejor interés de sus clientes.

La imposición de normas de conducta se transformó en una exigencia relevante para los mercados, con el objetivo de gestionar adecuadamente los conflictos de interés de los distribuidores. Además, la contribución de las entidades autorreguladoras asume gran relevancia, mediante el establecimiento de normas de conducta que consideren todo el contexto de actuación de los distribuidores en el ejercicio de su actividad.

En Brasil, una iniciativa en este sentido fue lanzada por la ANBID, que estableció el “Código da ANBID de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento²⁰”, que dedica dos

²⁰ http://www.anbid.com.br/regulacao_downloads/regulacao/fundos_investimento/codigo_fundos.pdf

capítulos (XI y XII) para la cuestión, denominados “Distribuição de Fundos de Investimento” y “Dever de Verificar a Adequação dos Investimentos Recomendados (Suitability)”.

Entre otros puntos, este Código cita las siguientes obligaciones para los distribuidores:

- (1) La obtención de todas las informaciones relevantes sobre los inversionistas atendidos, de forma que permita una percepción adecuada sobre la situación y el perfil de riesgo de los inversionistas y lo establecido por las instituciones administradoras sobre controles internos para verificación de cumplimiento de esas obligaciones²¹.
- (2) La prestación adecuada de informaciones sobre las IIC, con resolución de dudas y tratamiento de reclamaciones.
- (3) Informaciones mínimas en el contenido mantenido por el administrador en Internet, que también deben estar disponibles en las agencias bancarias o puntos de venta.
- (4) Información destacada del link en el portal de educación de inversionistas mantenido por la propia ANBID (www.comoinvestir.com.br) y de los medios de contacto para reclamaciones.
- (5) Mantenimiento de una central de atención para los distribuidores, que debe ser constituida por profesionales con certificación CPA-20 (ver punto 3).
- (6) Prohibición de que el distribuidor conceda cualquier descuento que reduzca artificialmente las tasas de administración cobradas por las IIC.
- (7) Descartar que los distribuidores puedan ser remunerados por la actividad de venta, incluso, de forma diferenciada entre los productos que comercializa.

Entre estos puntos, sería de destacar la obligación de los distribuidores de asegurar el cumplimiento de sus deberes de suitability, la posibilidad de incrementar la calidad de comprensión de los inversionistas con la oferta de instrumentos como el portal de educación de inversionistas y, por fin, el mantenimiento de una estructura de atención por las instituciones para resolución de dudas de los propios distribuidores.

Con relación al último punto citado, de gran importancia, hay que decir que los distribuidores están sometidos a diversas posibilidades de conflictos de interés. Como consecuencia de ello, un intermediario puede sentirse estimulado a vender una IIC en particular, por una mayor compensación, algo que lo haría renunciar a la atención del mejor interés del cliente y sus deberes de suitability.

Como ejemplos, podríamos citar (1) un distribuidor que comercializa IIC de distintas gestoras y que, por alguna razón, concentra sus esfuerzos de venta sólo en los productos emitidos por una de éstas, (2) un intermediario que procure realizar ventas con formas de remuneración indirectas y poco transparentes, que no sean comprendidas o conocidas por los inversionistas, o aún, (3) un distribuidor que condicione la venta de un producto a la de otro²².

²¹ Anualmente, debe ser encaminada a la ANBID un laudo descriptivo de evaluación, elaborado por los controles internos, con observaciones sobre la conformidad a las exigencias de suitability.

²² Como regla, la venta de un producto necesario para el cliente es condicionada a la venta de un producto conveniente para el distribuidor. Cuando ese producto conveniente es una IIC u otro producto del mismo tipo, la cuestión avanza para la regulación de los mercados de valores, aunque no se limiten a ello. Como regla, ese comportamiento está prohibido por leyes específicas de protección del consumidor.

Lo expuesto permite concluir que, como regla, los conflictos de interés del distribuidor provienen de las diversas formas en que son remunerados por la prestación de su servicio a los inversionistas.

Para los reguladores, un planteamiento posible –ya que la remuneración basada en los resultados de las ventas es inevitable– sería asegurar el mayor grado de información posible respecto a la remuneración recibida por los distribuidores, con el fin de que los propios inversionistas no desconozcan las posibilidades de conflictos de interés del distribuidor en el momento de la toma de decisión de inversión.

Finalmente, hay que referirse al aspecto de la formación de los distribuidores de las IIC. Sin conocer adecuadamente los productos que vende, y los riesgos propios de cada uno de ellos, ningún distribuidor puede cumplir con cualquier norma de conducta que se refiera a sus deberes de suitability o defensa de los mejores intereses de los clientes.

Esta percepción se refuerza por la ya citada progresiva complejidad de los mercados y la extrema diversidad de productos de inversión disponibles. En Brasil, existe la iniciativa de controlar el proceso de formación y actualización de los responsables de la distribución de las IIC, regulada mediante la Resolución CMN N° 3.158/03²³ o la Instrucción CVM N° 434/06²⁴. Hay dos tipos de distribuidores registrados en Brasil: los denominados “agentes autônomos”, que son distribuidores independientes que se presentan a un examen de certificación, cuya aprobación es un requisito para su registro en la Comisión de Valores brasileña. Es necesario apuntar que esos distribuidores deben actuar siempre como delegados de una institución financiera (Instrucción CVM N° 434/06).

El otro tipo de distribuidor es representado por aquellos empleados de una institución financiera y, por esa razón, como regla se encargan de vender productos de la propia institución para la que trabajan (Resolución CMN N° 3.158/03). Para estos casos, son indispensables dos exámenes²⁵:

1. CPA-10, creado para certificar profesionales que realizan actividades de comercialización de productos de inversión directamente al público inversionista.
2. CPA-20, establecido para certificar profesionales responsables de la atención a inversionistas cualificados, tal y como están definidos en la regulación brasileña, y a los propios distribuidores certificados con CPA-10.

Para aquéllos que se interesen por actividades más sofisticadas, se ha previsto la certificación también para “especialistas de investimento” (especialistas en inversión), que son los empleados de cualquier institución financiera que tengan por atribución el asesoramiento para inversionistas más acaudalados.

III. LA COMERCIALIZACIÓN Y LOS CONFLICTOS DE INTERÉS

La actividad de comercialización y distribución de las IIC, es un aspecto que los Principios IOSCO han abordado con especial énfasis, en concreto, el Principio 17 señala que “El marco regulador fija-

²³ <https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?N=103182054&method=detalharNormativo>

²⁴ <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos/inst/inst434.doc>

²⁵ El examen debe ser revalidado cada 5 años para los empleados de las instituciones financieras distribuidoras, y para aquellos no vinculados a ninguna institución de ese tipo, cada 3 años.

rá normas para establecer la idoneidad y regular aquellos que deseen comercializar y/o gestionar una Institución de Inversión Colectiva”.

Por esta razón, los criterios de idoneidad para los gestores de Instituciones de Inversión Colectiva deben contemplar y asegurar que quienes gestionan o comercializan una IIC deben estar efectivamente capacitados para hacerlo, es decir, contar con la experiencia y competencia necesaria.

Ahora bien, como es sabido y posible de observar, la actividad de comercialización de las IIC es llevada a cabo a través de distintos canales y por distintos tipos de entidades. Al respecto, como resultado del Estudio Comparativo sobre la Inversión Colectiva en Iberoamérica de 2006 se concluyó que el canal más utilizado por los países participantes es el de las sucursales bancarias, siendo notoria la importancia que cada vez más adquieren otros canales como Internet. También, como resultado del Estudio se observó que las distintas legislaciones de la mayoría de los países regulan qué entidades pueden realizar dicha actividad²⁶.

Uno de los aspectos de relevancia que se ha considerado necesario desarrollar en esta Sección, corresponde a la “Idoneidad de los Comercializadores” del producto IIC y cómo los países participantes del Estudio han abordado el tema; el ámbito en que han sido establecidas estas condiciones y cómo se ha enfocado la supervisión de su cumplimiento.

También se ha considerado de conveniencia, centrarse en el aspecto que se ha conceptualizado como “Perfil del Inversionista” y cómo este perfil permite relacionar de mejor manera un inversor con el producto que mejor se ajusta a sus características, principalmente a su nivel de tolerancia al riesgo y expectativas de rendimiento de la inversión.

Finalmente, y en razón de que se trata de un aspecto que afecta transversalmente a toda la actividad de comercialización, se ha estimado necesario referirse, a los “Conflictos de Interés” que comúnmente se presentan en esta actividad y cómo éstos han sido resueltos o debieran ser solucionados.

Idoneidad de los comercializadores del producto. Ámbito en el que se establecen estas condiciones y el control de su cumplimiento

La comercialización de las IIC en general, y en particular aquellas denominadas “de renta fija”, representa un reto a nivel normativo y de supervisión, que toma especial relevancia en tiempos de crisis. Si bien los objetivos que se pretenden con la comercialización pueden resultar sencillos, por ejemplo, aumentar el volumen de activos que se administran en la IIC u ofrecer un mejor servicio al inversionista con un canal de comercialización más ágil, los requerimientos que pudieran exigirse a las entidades que finalmente se encargarán de la comercialización pueden representar nuevos retos.

En una primera etapa las IIC, incluidas aquellas IIC “de renta fija”, se han comercializado y distribuido entre los inversionistas a través del esfuerzo que realiza la propia sociedad administradora/gestora de IIC, sin la participación de un distribuidor. Bajo este esquema, la administradora/gestora posee un mayor control sobre la forma en que se llega a los participantes que invierten en una IIC, lo que le permite tener un mayor control sobre el cumplimiento normativo que se les requiere respecto a las normas de conocimiento del cliente y de conducta, aspectos que pueden favorecer para la entrega de un mejor servicio al cliente y para el desarrollo de nue-

²⁶ Ver detalle de información de cada país, páginas 233 a 237 del Estudio Comparativo de la Industria de la Inversión Colectiva en Iberoamérica (2006).

vas IIC hechas a la medida de las necesidades de sus inversionistas. Sin embargo, el fin primordial de las administradoras/gestoras es justamente la administración de las IIC y, en menor medida, su comercialización y distribución.

En una segunda etapa de la evolución de las Instituciones de Inversión Colectiva, se observa que las labores de comercialización y distribución ya no se realizan solamente por las administradoras/gestoras, sino que se lleva a cabo con la participación de otro tipo de entidades en el canal de distribución de las IIC.

Es en este punto donde surgen nuevas interrogantes para los participantes de la industria de IIC y los Organismos Reguladores/Supervisores.

La responsabilidad del contacto con el inversionista puede resultar uno de los aspectos críticos en el análisis de los canales de distribución de las IIC de “renta fija”. En la mayoría de los países del Estudio se establecen a los participantes de la industria de IIC obligaciones en relación con los inversionistas, las cuales van desde la obligación de brindar una adecuada asesoría, de ofrecer la información necesaria para que el inversionista tome una decisión de inversión fundamentada, la obligación de la remisión periódica de información actualizada de la IIC, hasta la obligación de llevar a cabo una adecuada identificación del cliente y monitoreo constante de sus transacciones por requerimientos relacionados por políticas para prevenir el blanqueo de capitales. De conformidad con el Principio 17 de la IOSCO, se indica como uno de los “asuntos clave” relativos a la idoneidad de aquéllos que desean comercializar IIC, en lo referente a la delegación de funciones por parte de la una sociedad administradora o gestora, que *“los delegados deberán responder, ya sea directamente o a través de quien haya delegado en ellos, del cumplimiento de todos los requisitos aplicables al ejercicio de las actividades y negocios de su mandante”*. Por consiguiente, uno de los primeros puntos de partida para prevenir los problemas asociados con la comercialización de las IIC se relaciona con la definición de la responsabilidad del contacto con el inversionista, ya sea que la responsabilidad la conserve la administradora/gestora de la IIC, o que se establezca que la responsabilidad recae en la entidad que finalmente realice el contacto final con el inversionista.

Si bien para un inversionista que está participando por primera vez o regularmente en una IIC puede resultar indiferente sobre cuál entidad recae la responsabilidad, para el Organismo Regulador/Supervisor dicha situación representa una diferencia relevante en materia de supervisión y marco sancionador. Se debe considerar que en los diferentes países iberoamericanos objeto del estudio, la responsabilidad del contacto con el inversionista se encuentra definida de forma diferente, en algunos casos la conserva la administradora/gestora de la IIC (Costa Rica, Bolivia, Chile), en otros recae en el comercializador o distribuidor de la misma (México), y en otros es asumida por ambas entidades.

Uno de los temas que ha acompañado la discusión sobre la responsabilidad del contacto con el inversionista es el del registro de la titularidad de las participaciones. En principio, las comercializadoras pueden ser entidades de diversa naturaleza, inclusive pueden ser competidores de las IIC en la captación de los recursos del público inversionista, por lo que no es de extrañar que este tipo de entidades no estén interesadas en compartir el registro de la titularidad de las participaciones, ya que esto implica compartir información sobre clientes y volúmenes invertidos con la administradora/gestora. La discusión anterior puede resultar válida desde un punto de vista comercial o de negocio; no obstante, desde un punto de vista regulatorio, la norma debiera procurar en cualquiera de las etapas de los canales de distribución, la adecuada identificación de la titularidad de las participaciones en la IIC y la protección que deben brindarles las entidades a dicha información.

Otro de los aspectos críticos en el análisis de los canales de distribución de las IIC, en especial a aquellas “de renta fija”, se relaciona con la estructura de comisiones o remuneración con que se

retribuya o pague al comercializador o distribuidor de las IIC. Los esquemas de comisiones a las entidades comercializadoras pueden ser muy diversos pero, en general, las administradoras/gestoras de las IIC procuran establecer un esquema que incentive a la comercializadora a promover más activamente la IIC. No obstante, estos esquemas pueden generar conflictos de intereses que repercuten en la adecuada protección al inversionista.

Las dos principales fuentes de conflictos de interés que pueden presentarse en la estructura de comisiones o remuneración a la comercialización de IIC se relacionan con:

- a) Las comisiones pagadas a las entidades comercializadoras que no se encuentran reveladas a los inversionistas a través de los documentos de oferta.
- b) La existencia de una estructura de comisiones que diferencia la remuneración a la entidad comercializadora por el tipo de IIC que promueva, o de series definidas dentro de un mismo tipo de IIC.

En ambos casos, se genera un incentivo perverso para que el comercializador centre sus esfuerzos para que los inversionistas sólo participen de aquellas IIC que mayor remuneración le genere, sin importar si dicha IIC es recomendable para el perfil de riesgo de dichos inversionistas.

El mecanismo que se puede utilizar para minimizar estos conflictos es la revelación de información al inversionista, sobre el monto de comisión o remuneración que obtiene la entidad comercializadora en la promoción de cada IIC. De esta manera el inversionista puede realizar comparaciones entre los diferentes tipos de IIC y con otras entidades comercializadoras, para juzgar si la recomendación de ésta puede estar influenciada por el potencial ingreso que pueda recibir.

Regulación

De conformidad con el Principio 17 de la IOSCO, se establece que “*el marco regulador fijará normas para establecer la idoneidad y regular a aquellos que deseen comercializar o gestionar una institución de inversión colectiva*”. Al respecto, en la mayoría de los países iberoamericanos objeto del Estudio, se ha dispuesto que las entidades que pueden comercializar IIC deben estar reguladas y, como es el caso de Costa Rica y Perú, se establece que deben cumplir con los requisitos humanos y técnicos necesarios para garantizar la efectiva protección a los inversionistas.

En general, las principales entidades autorizadas para comercializar IIC son: las administradoras/gestoras, agentes de valores (casas de bolsa, puestos de bolsa o intermediarios de valores) y entidades bancarias y financieras. En Bolivia, México y Chile adicionalmente están autorizadas las compañías de seguro.

Ahora bien, en el caso chileno no existe una regulación explícita para los comercializadores, ya que es la administradora de las IIC la entidad sobre la que la regulación hace recaer la responsabilidad del desarrollo de esta actividad.

En el caso de Costa Rica y Perú las entidades autorizadas están en la obligación de suministrar al Organismo Regulador/Supervisor la información que éste le requiera para la protección de los inversionistas.

Asesoría

A estas entidades comercializadoras se les requiere que la asesoría que realizan al inversionista sea efectuada por un ejecutivo o persona especializada en IIC que cuente con la capacidad, formación y profesionalidad para ofrecer el producto. En países como España, México, Brasil, Portugal

y Costa Rica, deben solicitar de sus clientes la información necesaria para su correcta identificación y con ello cumplir con la política de “conozca su cliente”, así como información sobre su perfil de inversión.

En Costa Rica la administradora/gestora debe aprobar políticas y procedimientos para la contratación de los ejecutivos de venta y capacitación del personal en el área de ventas y mercadeo. Adicionalmente, se establece que deben contar con sistemas de control destinados a evitar una promoción engañosa para el cliente y políticas para la atención del inversionista en cuanto a reclamos y consultas.

En el proceso de asesoría a los inversionistas, las entidades comercializadoras tienen la obligación de asesorar y suministrar a sus clientes toda la información disponible sobre las IIC que comercializan. Esta información deberá ser clara, correcta, precisa, suficiente y oportuna, además, deberá indicar los riesgos involucrados.

Publicidad

Como resultado de los diferentes objetivos de inversión que presentan los inversionistas, las administradoras/gestoras han estructurado diferentes tipos de IIC para atender esas expectativas, en este sentido, elaboran campañas publicitarias para difundir sus IIC.

Al respecto, la mayoría de los Organismos Reguladores/Supervisores han emitido normas respecto a la publicidad, con el propósito de que la información que se le brinda al inversionista sea veraz, completa y transparente, de forma que no induzca a error o confusión en el público. En algunos países la publicidad es remitida al Organismo Regulador/Supervisor (Argentina, Chile, Ecuador y Perú) y revisada en la mayoría de los casos con posterioridad e incluso en algunos países, con anterioridad (Portugal, España y Panamá).

Cabe resaltar que la regulación de la publicidad, otorga relevancia a la rentabilidad obtenida por las IIC, a las comisiones que devenga y a las leyendas de advertencia, entre las que se incluye la referente a la independencia de la IIC con respecto a su grupo empresarial, recomendación de leer el documento de oferta, de no garantizar rendimientos futuros, entre otros. En este sentido, distintas regulaciones establecen periodos mínimos para los que se pueden publicitar rentabilidades, periodos comparativos, estándares de comparación (benchmark), bases de cálculo, restricciones a las proyecciones, entre otros. Al respecto, las normativas de países como Argentina, Bolivia, Chile, Colombia, Ecuador, Costa Rica y Perú, prohíben explícitamente la publicidad que implique garantizar un rendimiento²⁷.

Definición del perfil del inversionista, al objeto de que el comercializador dirija su inversión al producto adecuado

Los participantes en el mercado de valores deben respetar normas de conducta fundamentales para un adecuado desempeño en sus operaciones y del sistema financiero como un todo. Parte de estas normas han considerado la obligación de asesorar a los inversionistas respecto de las inversiones en instrumentos financieros.

Para poder ejecutar esta obligación, se requiere que los participantes del mercado, además de realizar indagaciones y estudios sobre los diversos instrumentos financieros, también lleven a cabo un análisis razonable de sus inversionistas, con el fin de ofrecerle los instrumentos y servicios que se ajusten a sus expectativas de inversión.

²⁷ Ver páginas 241 y 242 del Estudio Comparativo de la Industria de la Inversión Colectiva en Iberoamérica (2006).

El perfil del inversionista se puede definir como el conjunto de características tales como objetivos de inversión, tolerancia al riesgo, experiencia y conocimientos previos en inversiones, entre otras, que son relevantes para la toma de sus decisiones de inversión.

¿Por qué es importante el perfil del inversionista? Si un inversionista participa de una IIC que no es recomendable para sus características, puede tomar decisiones (suscripción o reembolso de participaciones) de una manera inadecuada, lo que puede generar pérdidas de valor no sólo en su patrimonio sino en influir negativamente en la propia IIC, al obligar a su administrador o gestor a reestructurar la cartera de instrumentos financieros de una manera no planificada, lo que eventualmente podría generar pérdidas de valor para el resto de inversionistas que participan en la IIC.

El análisis de las características de los inversionistas puede realizarse a través de diferentes herramientas que recopilen información, cualitativa y cuantitativa. Por lo general, esta información se recoge mediante encuestas o cuestionarios en donde los clientes seleccionan las repuestas que, a su criterio, mejor se ajustan a su condición particular.

El ofrecimiento de los instrumentos de inversión y servicios que se ajusten a cada perfil puede llevarse a cabo de diversas maneras. Una de ellas es identificando los instrumentos y servicios adecuados para cada tipo de perfil, pero corresponde al inversionista determinar el monto o cantidad que desea invertir en cada uno de ellos, con lo que puede existir la posibilidad de que no se logre una adecuada diversificación de la cartera particular del inversor. Otra alternativa es identificar las carteras de inversión recomendadas para cada tipo de perfil, con lo cual se supera la debilidad del esquema expuesto anteriormente.

En algunos de los países iberoamericanos objeto del Estudio, la identificación del perfil del inversionista es un tema de reciente análisis por parte de los Organismos Reguladores/Supervisores, por lo que en una primera etapa podría considerarse adecuado requerir a la administradora/gestora o a la entidad comercializadora (dependiendo en dónde se haya establecido la responsabilidad directa) que definan sus políticas y herramientas para llevar a cabo una adecuada identificación del perfil del inversionista, considerando elementos mínimos que deben acatarse y plazos máximos de actualización de dicho perfil. De esta manera, se empezaría a dar los pasos necesarios para fortalecer los conocimientos en valores financieros que se espera de un inversionista que participe en una IIC, a la vez que permite la interiorización de estos aspectos por parte de las personas dedicadas a la comercialización de las IIC.

Como parte de los temas relacionados con la identificación del perfil del inversionista, se encuentra la definición del “inversionista sofisticado” o “inversionista calificado”, es decir, aquél inversionista que por sus conocimientos y experiencia en los mercados de valores o por su capacidad de valorar los riesgos y resultados, tiene acceso a un mayor número de instrumentos financieros que el resto de inversionistas. Si bien la identificación de los inversionistas sofisticados o calificados puede ser un ejercicio complejo, se parte del análisis de su capacidad y, en función de ésta, se puede argumentar que por tratarse de un inversionista que puede protegerse a sí mismo, no existen razones que hagan necesario o aconsejable que el ordenamiento jurídico establezca una tutela o protección adicional. Asimismo, si se analiza la capacidad económica o patrimonial del inversionista para asumir una determinada inversión, se puede asumir que la necesidad de tutela es menor cuando se trata de inversionistas con una notable capacidad económica (en Costa Rica se requiere que el inversionista demuestre que posee un patrimonio neto igual o superior a un millón de dólares y en Colombia de 1,2 millones de dólares; por su parte, en Chile, la regulación considera contar con inversiones financieras de oferta pública por un monto de 76.000 dólares y adicionalmente, mantener activos equivalentes a 3,8 millones de dólares u otros requisitos de experiencia en transacciones y conocimiento del mercado de valores). Por último, se pueden analizar las vinculaciones del inversionista con la IIC, tanto de tipo laboral, profesional o incluso personal, ya que si efectivamente el inversionista forma parte del equipo ejecutivo de la IIC, parece

razonable pensar que tiene información más que suficiente sobre la inversión, lo que haría no necesario proporcionarle información adicional.

Por lo general, la identificación de este tipo de inversionista a través de variables cualitativas puede representar un problema para las entidades comercializadoras y Organismos Reguladores/Supervisores, ya que implica un análisis en donde ambas partes pueden tener criterios diferentes respecto a un mismo inversor. Las normas que utilizan en la identificación de dicho perfil variables cuantitativas relacionadas con montos mínimos de patrimonio o promedio mínimos de transacciones elevados, pretenden definir una barrera de entrada para el acceso de los inversionistas a determinados productos o servicios que requieren un mayor análisis y evaluación. No obstante, este tipo de reglas o criterios pueden ser insuficientes para brindar una adecuada asesoría, ya que existen inversionistas que si bien poseen un patrimonio que les permite alcanzar y superar los niveles dispuestos en la normativa, no poseen los conocimientos y experiencia necesarios para una adecuada valoración de los instrumentos financieros y sus implicaciones, principalmente sus potenciales retornos y riesgos.

Un complemento a las labores de identificación del perfil del inversionista es la adecuada educación que se le brinde sobre sus derechos y sus obligaciones, ya que las labores de asesoría al inversor resultan altamente efectivas si éste conoce y entiende su perfil y, por consiguiente, toma sus decisiones de inversión fundamentadamente y con toda la información disponible a su alcance.

Así, en Costa Rica, si el inversionista aún desea efectuar operaciones con productos que no correspondan a los recomendados según su perfil, debe firmar un documento cada vez que solicita invertir en un producto con características y riesgos asociados diferentes. Este documento como mínimo debe indicar expresamente:

- a) Que solicitó que no se le aplique el perfil, o que acepta que el producto en el que va a invertir no corresponde a la política de inversión acorde a su perfil de inversionista.
- b) Que solicitó el producto.
- c) Que comprende y acepta las características y riesgos del producto.
- d) Que no requiere la asesoría o recomendaciones de la entidad o de sus funcionarios para invertir en ese producto.
- e) Una advertencia al inversionista de los principales riesgos y características del producto. (En el caso de IIC, este inciso se cumple con la entrega del prospecto o su resumen)²⁸.

Por su parte, con fecha 21 de diciembre 2004 se emitió la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo relativa a los mercados financieros. Esta directiva establece el marco general de un régimen regulador para los mercados financieros en la Unión Europea, exponiendo, en particular, las condiciones de funcionamiento relativas a la prestación de servicios de inversión y servicios auxiliares; los requisitos de organización exigibles a quienes presten esos servicios de inversión, así como los exigibles a los mercados regulados, los requisitos de información sobre las operaciones en instrumentos financieros efectuadas en el ámbito de la Unión Europea y los requisitos de transparencia de las operaciones con acciones que se negocian en mercados regulados.

La Directiva establece dos mecanismos fundamentales para la protección de los consumidores:

²⁸ Ver Capítulo 7 "La comercialización de las IIC".

- a) “Los proveedores de servicios deben facilitar a los consumidores información sobre sí mismos, los servicios que prestan y los instrumentos financieros que ofrecen.”
- b) “Los proveedores de servicios tienen el deber de cumplir con determinadas obligaciones fiduciarias, es decir, deben actuar en el mejor interés del cliente. En la práctica, el proveedor ha de ejecutar las órdenes del cliente en las mejores condiciones posibles, lo que se conoce como “mejor ejecución”. Asimismo, debe recoger información suficiente para asegurarse de que los productos y servicios que ofrece son “idóneos” o “convenientes” para el consumidor considerado (en función de su nivel de experiencia, situación financiera y objetivos de inversión) y asegurarse de que se atiende adecuadamente a las peticiones del cliente”.

En este contexto y con el propósito de adaptarse a esta regulación, la Comisión de Valores de España emitió la Ley 47/2007 con el fin de modificar la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. La adopción de esta Directiva supuso una importante modificación de la Ley del Mercado de Valores de ese país.

IV. CONCLUSIONES

- La comercialización de las IIC es una parte esencial para conseguir un desarrollo adecuado de la industria de la inversión colectiva y ésta debe comenzar por las informaciones y documentos que debe recibir el inversor.

Aumentar la cantidad de las informaciones o que éstas sean demasiado extensas puede que no contribuyan a hacer más comprensibles las IIC. Habrá que hacer un esfuerzo por parte de los reguladores y supervisores de **simplificar y estandarizar la información necesaria** para que el inversor se formule un juicio preciso sobre la inversión que va a realizar. Para ello, el documento del prospecto o folleto de oferta debe contener elementos mínimos que se detallan en el apartado I de este documento, en un lenguaje accesible y fácilmente comprensible, y en un formato que le permita al inversor compararlo con otras IIC o productos financieros.

En definitiva, el inversor debe conocer el producto con claridad, las rentabilidades que puede obtener, las pérdidas potenciales y la probabilidad de que se den dichas pérdidas, es decir, su riesgo, haciendo hincapié en la liquidez, ya que por experiencias recientes se ha demostrado que éste ha sido un importante problema en la comercialización.

- Todos los participantes en la cadena de comercialización tienen un **nivel de responsabilidad que debe ser adecuadamente delimitado**. Tanto la gestora como el comercializador deben asumir sus propias responsabilidades respecto a la información que suministren al inversor, ya sea al momento inicial de la comercialización como a lo largo de la vida de la inversión. Dicha información debe ser adecuada y veraz. Los Organismos Reguladores y Supervisores, mediante sus labores normativas, fiscalizadoras y sancionatorias, deben velar por la veracidad de la información contenida en los documentos de oferta, por el cumplimiento de las obligaciones por parte de gestoras y comercializadoras y promover que el inversor se preocupe de conocer y comprender la información que recibe. En ningún caso la intervención de diferentes sujetos en la cadena de comercialización debe suponer la exoneración de responsabilidades.
- Una comercialización adecuada debe ajustar el producto a los deseos de inversión del cliente, lo que implica que **el comercializador debe conocer el perfil de inversión de su cliente**. De la forma de vender el producto, especialmente a los pequeños inversores, va a depender la confianza que éstos muestren por las IIC. Analizar e identificar qué estilo de inversión se ajusta a cada individuo y qué nivel de asesoramiento necesita es la piedra angular para satisfacer sus expectativas de inversión.

- Cobra especial relevancia la **capacitación técnica de los comercializadores y distribuidores**, a los que se les debe exigir conocimientos y experiencia adecuados para su función y la necesaria transparencia en los honorarios y comisiones pagados a los asesores y a los comercializadores.
- La crisis actual ha puesto de manifiesto que los conocimientos financieros de los inversores han quedado ampliamente superados por la evolución de los mercados financieros. **La mejora de la cultura financiera** es un objetivo complejo al que tienen que destinar sus esfuerzos tanto los supervisores como los intervinientes de esta industria para recuperar la confianza del inversionista. Sus resultados a corto plazo son difíciles de evaluar, pero la educación financiera ayudará a que las familias y los individuos ajusten sus decisiones de inversión de productos financieros a su perfil de riesgo, a sus necesidades y a sus expectativas.