

**REGULACIÓN ACERCA DE LA RELACIÓN ENTRE LOS CORREDORES Y
SUS CLIENTES NO PROFESIONALES
SITUACIÓN NACIONAL Y COMPARADA**

**COMITÉ DE REGULACIÓN
BOLSA DE COMERCIO DE SANTIAGO, BOLSA DE VALORES**

**COMITÉ DE AUTORREGULACIÓN
BOLSA ELECTRÓNICA DE CHILE, BOLSA DE VALORES**

I. INTRODUCCIÓN

El presente informe describe la regulación de un conjunto de aspectos relativos a la relación de los corredores con sus clientes no profesionales.

Los temas se han agrupado en las siguientes categorías:

- 1) Categorización de clientes.
- 2) Determinación del perfil del cliente.
- 3) Adecuación de operaciones.

Para la elaboración de este informe se ha analizado la regulación existente de mayor relevancia, tanto a nivel de ley, como de regulaciones de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) y de las propias Bolsas de Valores; la realidad existente en el mercado nacional y sus necesidades (para lo cual se realizaron entrevistas con seis corredores y se revisaron los casos del Comité de Regulación); y, los parámetros existentes en la regulación extranjera (tomándose como puntos de referencia los casos de la Unión Europea, Reino Unido, Estados Unidos y Colombia).

Este informe ha sido preparado en base al trabajo realizado por la Sra. María Agnes Salah Abusleme, investigadora del Departamento de Derecho Privado de la Universidad de Chile, y el Sr. Jorge Jaramillo Selman, secretario técnico del Comité de Regulación.

II. CATEGORIZACIÓN DE CLIENTES

La categorización de clientes es un tema transversal a toda la regulación de la relación entre corredor y cliente. Su objetivo es servir de base para definir y determinar deberes específicos de los corredores en relación con cada categoría de clientes.

A. Regulación nacional

En la regulación nacional se encuentran definidas las siguientes categorías de clientes:

- 1) Inversionistas institucionales (LMV, art. 4º bis, letra e)): se trata de inversionistas cuyo giro principal es la realización de inversiones financieras con fondos de terceros, con una participación relevante en el mercado.
- 2) Inversionistas calificados (LMV, art. 4º bis, letra f)): se trata de inversionistas que realizan habitualmente operaciones con valores por montos significativos, o bien que por su profesión, actividad o patrimonio quepa presumir que poseen un conocimiento acabado del funcionamiento del mercado de valores.

Esta categoría incluye a los inversionistas institucionales, a los intermediarios de valores y corredores de bolsa de productos agropecuarios cuando actúen por cuenta propia, a los intermediarios de valores constituidos en el extranjero cuando actúen por cuenta de terceros que no sean ciudadanos residentes o transeúntes en Chile. La calificación tiene como objetivo determinar las personas que pueden participar en los denominados “mercados especiales” establecidos por la SVS y las ofertas o colocaciones dirigidas a estos inversionistas (NCG N°216 de la SVS).

Para que un inversionista ordinario sea considerado como calificado, debe cumplir con los requisitos establecidos en alguno de los casos referidos en la NCG N° 216. Los casos de mayor interés dentro de esta categoría son los siguientes:

- a) Personas que cuenten con inversiones en valores susceptibles de ser ofrecidos públicamente, por un monto no inferior a UF 10.000.
 - b) Personas que hayan delegado sus decisiones de inversión en un inversionista calificado mediante un contrato de administración de cartera, en que se establezca la facultad para participar en mercados especiales, ofertas y colocaciones dirigidas a inversionistas calificados.
 - c) Personas cuyas decisiones de inversión sean adoptadas por un inversionista calificado.
- 3) Inversionistas calificados “electivos” (punto 8, NCG N°216 de la SVS): Si bien no se establece explícitamente como una categoría distinta, la NCG N°216 contiene reglas especiales para un caso que se encuentra en el “umbral inferior” de la

categoría de inversionistas calificados. Se trata de personas que cuenten con inversiones en valores susceptibles de ser ofrecidos públicamente, por un monto no inferior a UF 2.000, y cumplan con alguno de los siguientes requisitos:

- a) Contar con activos iguales o superiores a UF 100.000.
- b) Haber realizado transacciones en el mercado de valores por un monto individual igual o superior a UF 1.000, con una frecuencia mínima de 20 operaciones trimestrales durante los últimos 4 trimestres.
- c) Contar con el conocimiento necesario para entender los riesgos que conlleva participar en mercados, colocaciones u ofertas con requisitos, condiciones, parámetros y riesgos distintos a los propios del mercado general de valores.

Se entiende que se posee dicho conocimiento por haber cursado una carrera profesional o haber realizado estudios posteriores a ella relacionados con el área de negocios o inversiones o haber desempeñado, por a lo menos dos años consecutivos, un cargo profesional que requiera de tal conocimiento para su ejercicio.

Estos inversionistas deben suscribir un documento en que manifiesten su decisión expresa de invertir en un determinado mercado o instrumento, y que entienden a cabalidad y aceptan todos los riesgos propios de los mercados especiales. Para estos efectos, se obliga a los intermediarios a contemplar instancias formales de entrega de información a sus clientes respecto de las características, condiciones y riesgos particulares de cada instrumento o contrato objeto de inversión.

Respecto de estos clientes se menciona el deber de los corredores de bolsa de velar por que sus inversiones sean adecuadas a su perfil de riesgo, experiencia y conocimientos, que no se extingue por la declaración señalada en el párrafo anterior.

No es claro, sin embargo, si este deber se extiende a los demás inversionistas calificados.

B. Regulación extranjera

En la regulación extranjera se formula de manera explícita la distinción entre clientes profesionales y clientes no profesionales o minoristas.

- 1) Colombia (Resolución N°400 de la Superintendencia Financiera, artículos 1.5.2.2 a 1.5.2.4): Se distingue entre inversionistas profesionales y clientes inversionistas, según la experiencia y conocimientos que se presume que tiene el cliente para comprender, evaluar y gestionar los riesgos de inversión. Los elementos en virtud

de los cuales se presumen estos conocimientos son similares a los utilizados por la NCG N°216 para definir inversionistas calificados.

Las consecuencias de esta categorización son las siguientes:

- a) Diferencias en el deber de mejor ejecución respecto de inversionistas profesionales y clientes inversionistas.
- b) Existe un deber irrenunciable de asesoría respecto de los clientes inversionistas.
- c) Sólo respecto de clientes inversionistas existe el deber de otorgar condiciones de mercado en el mercado mostrador.

Se debe informar oportunamente al cliente la categoría a la que pertenece (Resolución N°400 de la Superintendencia Financiera, artículo 1.5.2.5).

Un inversionista profesional puede solicitar ser tratado como cliente inversionista y optar así a un grado de protección mayor (Resolución N°400 de la Superintendencia Financiera, artículo 1.5.2.6), pero no se regula la recategorización para obtener un grado de protección menor.

- 2) Unión Europea (Directivas 2004/39 y 2006/73): se distingue entre contrapartes elegibles, clientes profesionales y clientes minoristas. Las contrapartes elegibles son en general empresas de inversión de fondos de terceros. Cliente profesional es todo cliente que posee la experiencia, los conocimientos y la cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y para valorar correctamente los riesgos inherentes a dichas decisiones.

Hay una categoría de clientes que puede solicitar ser tratada como profesional. Junto con seguir un procedimiento de declaraciones por escrito y advertencias, la empresa de inversión debe efectuar una evaluación de la competencia, experiencia y conocimientos del cliente que le ofrezca garantías razonables de que es capaz de tomar sus propias decisiones y comprender los riesgos, y debe verificar que se cumplen dos de tres requisitos objetivos adicionales (frecuencia de la actividad, valor de la cartera, trabajo en el sector financiero).

En sentido contrario, inversionistas profesionales pueden solicitar un trato no profesional.

La empresa de inversión debe informar al cliente que califique como profesional que ha recibido tal categorización, antes de prestar servicio alguno. Las empresas tratadas como contrapartes elegibles deben aceptar expresamente ser tratadas como tales.

Consecuencias de la distinción:

- a) Condiciones especiales para la información dirigida a clientes minoristas: se establecen condiciones formales y de contenido para las comunicaciones publicitarias dirigidas o que probablemente sean recibidas por clientes minoristas.
- b) Deber de obtención de información respecto de clientes: al prestar asesoramiento en materia de inversiones o realizar gestión de carteras, la empresa debe obtener la información sobre el cliente respecto a sus conocimientos, experiencia en el ámbito de inversión, situación financiera y objetivos financieros. Respecto de los clientes profesionales, la empresa tendrá derecho a asumir que tienen la experiencia y los conocimientos necesarios, y que puede soportar financieramente cualquier riesgo de inversión coherente con sus objetivos de inversión (se excluyen de esta regla los clientes profesionales por elección).
- c) Deber de evaluar si el producto recomendado por la empresa de inversión es adecuado para el cliente: en el caso de los clientes profesionales, la empresa puede asumir que el cliente tiene los conocimientos y la experiencia necesaria para operar con el producto y que puede soportar cualquier riesgo de inversión coherente con sus objetivos de inversión.
- d) Deberes de información respecto de clientes: los deberes de información son más exigentes hacia los clientes minoristas que respecto de los clientes profesionales, y su contenido se encuentra detalladamente regulado (información sobre la empresa, condiciones de contratación, instrumentos financieros, costos y gastos conexos, gestión de cartera).
- e) Deber de ejecutar las órdenes en las condiciones más ventajosas para el cliente: las empresas de inversión deben adoptar todas las medidas razonables para obtener el mejor resultado para el cliente; en el caso de clientes minoristas el resultado óptimo se debe determinar en términos de la contraprestación total, compuesta por el precio del instrumento financiero y los costos relacionados con la ejecución.
- f) Tramitación de órdenes: la empresa debe informar a los clientes minoristas de cualquier dificultad importante para la ejecución de órdenes, en cuanto ésta se conozca.
- g) Deber de advertir inadecuación de servicios de inversión prestados sin asesoría: la empresa de inversión debe advertir al cliente si los servicios de inversión prestados sin asesoría no son adecuados al nivel de experiencia y conocimientos del cliente; en el caso de los clientes profesionales la empresa puede asumir que el cliente tiene la experiencia y los conocimientos necesarios.

- h) Deber de suscripción de contrato: las empresas de inversión que presten servicios distintos de asesoría de inversiones, deben suscribir un contrato con sus clientes minoristas previo a la provisión de tales servicios.
- 3) Reino Unido (Conduct of Business Sourcebook, “COBS”): el modelo de regulación en este punto es una transposición de las directivas de la Comunidad Europea, sin grandes variaciones.
- 4) Estados Unidos (FINRA Rules): se distingue entre inversionistas institucionales y no institucionales, aunque no existe una definición única de estas categorías, sino que se usan definiciones distintas en cada norma.

Las consecuencias de esta distinción son las siguientes:

- a) Deberes del corredor en relación a transacciones con margen (*net transactions*): En transacciones ejecutadas por un *market maker* que compra y vende a precios distintos, el consentimiento de los clientes no institucionales se debe obtener previamente, en relación a cada orden y bajo el entendimiento por el cliente de los términos y condiciones de la orden. En el caso de los inversionistas institucionales se permite además el otorgamiento de autorizaciones generales y de órdenes verbales.
- b) Condiciones para la aceptación de órdenes: Respecto a clientes institucionales, los corredores pueden negociar condiciones específicas para la aceptación de una orden.
- c) Deberes con relación a las recomendaciones: Respecto a clientes no institucionales, el corredor debe obtener información respecto a su situación financiera, su situación tributaria, sus objetivos de inversión y toda otra información razonable, para realizar recomendaciones de inversión adecuadas a sus circunstancias. Recientemente se han ampliado estos deberes respecto a clientes institucionales, debiendo considerarse, al momento de determinar la amplitud de tales deberes, la capacidad del cliente de evaluar el riesgo de la inversión de manera independiente, y la medida en que el cliente ejerce un juicio independiente al evaluar las recomendaciones del corredor.
- d) Deberes de información para operaciones específicas: se exige la entrega de información especial a clientes no institucionales previo a la realización de ciertas operaciones (*margin accounts, day trading*).

C. Casos ante el Comité

Los reclamos ante el Comité generalmente han sido interpuestos por clientes que debieran categorizarse como minoristas. El Comité estima que una sociedad cuyo giro

incluye la inversión financiera no es *per se* conoedora de los riesgos del mercado financiero, pues el vehículo mediante el cual se realiza la inversión no debiera considerarse un elemento relevante para la categorización del cliente, que debiera regirse por el principio de realidad (caso Sociedad Inmobiliaria Comercial Roentgen Limitada con Euroamérica Corredores de Bolsa S.A.).

D. Entrevistas con corredores

- 1) Los corredores coinciden en que definir la calidad de inversionista profesional es complejo, y no necesariamente se vincula con el patrimonio. Para algunos corredores, esta calificación se debe realizar en función de un conjunto de variables, no necesariamente demográficas o patrimoniales, como educación y experiencia. Para un corredor sólo se debiere tener en consideración la declaración del cliente respecto a su profesionalismo, pues otros mecanismos, que intenten proteger al inversionista, terminan por trasladar una carga al corredor que podría ser luego aprovechada por inversionistas que actúan de mala fe. Los corredores de menor tamaño en general ponen en primer lugar el conocimiento personal del cliente.
- 2) La mayoría de los corredores consideran que la definición de inversionista calificado de la NCG N°216 de la SVS no es adecuada, pues el patrimonio mínimo de UF 2.000 es muy bajo. Sugieren al menos un monto de más de UF 5.000.
- 3) Algunos corredores tienden a confundir los aspectos regulatorios de la calificación de profesionalismo con aspectos de estrategias comerciales de segmentación, por ejemplo, para la determinación del tipo de ejecutivo que se asigna al cliente.
- 4) Los corredores de mayor tamaño han implementado encuestas de perfil, aunque las preguntas son básicas. Estos corredores distinguen claramente entre el nivel de conocimientos del cliente y su perfil de riesgo como temas separados. Ambos elementos determinan los productos que se pueden ofrecer al cliente.

III. DETERMINACIÓN DEL PERFIL DEL CLIENTE

A. Regulación nacional

En la regulación no existe un deber general de determinar el perfil del cliente, salvo para ciertas situaciones particulares:

- 1) Inversionistas calificados “electivos” (NCG N°216, N°8): Respecto de estos clientes se menciona el deber de los corredores de bolsa de velar para que las inversiones de sus clientes sean adecuadas a su perfil de riesgo, experiencia y conocimientos.
- 2) Administración de cartera: Los contratos de administración de cartera deben contener información acerca de los riesgos que presentan las operaciones con cada uno de los tipos de activos en que sean invertidos los recursos y el consentimiento expreso del cliente a aceptarlos (Circular N° 1862 de la SVS).

Para el mismo tipo de contratos, el Comité de Regulación (artículo 5.1.) ha establecido que los administradores de cartera deben preocuparse de integrar en esta área la política de “Conozca a su cliente”, en virtud de la cual conozcan el “Perfil de inversión” de sus clientes, incorporando en los antecedentes del cliente información como la siguiente : a) Experiencia en inversiones; b) Horizonte de inversión; c) Tolerancia al riesgo; d) Objetivos de inversión; y e) Nivel mínimo de liquidez.

Asimismo, se establece que para mantener actualizada la información de los antecedentes del cliente, los administradores podrán optar por cualquiera de las siguientes opciones: a) Enviar a sus clientes, cuando menos una vez al año, una comunicación indicándoles que en caso de que hubiere habido algún cambio en dicha información deberán notificarlo para que se efectúen los ajustes correspondientes; b) Establecer en los contratos de prestación de servicios celebrados con sus clientes la obligación de estos últimos de actualizar la información cuando se verifique un cambio en la misma, con el objeto de que se efectúen los ajustes correspondientes.

B. Regulación extranjera

- 1) Colombia (Resolución N° 400, artículo 1.5.3.3.): La regulación mencionada, al referirse al deber de asesoría que tienen los corredores frente a los clientes minoristas “inversionistas”, señala que las recomendaciones deben realizarse teniendo en cuenta el perfil de riesgo asignado, de acuerdo con la información prestada por el cliente en relación con sus conocimientos y experiencia en el ámbito de inversión correspondiente al tipo de operación a realizar.

2) Unión Europea (artículo 19, números 4 a 6). Se establece como principio general que para el caso de la prestación de asesoramiento en materia de inversiones y la realización de actividades de gestión de carteras, se debe obtener:

- a) La información necesaria sobre los conocimientos y experiencia en el ámbito de inversión correspondiente al tipo concreto de producto o servicio.
- b) La situación financiera y los objetivos de inversión del cliente o posible cliente.

Se sugiere que la información relativa a los conocimientos y experiencia del cliente o posible cliente en el ámbito de la inversión incluya lo siguiente

- a) los tipos de servicios, operaciones e instrumentos financieros con que está familiarizado el cliente;
- b) la naturaleza, el volumen y la frecuencia de las operaciones del cliente sobre instrumentos financieros y el período durante el cual se han llevado a cabo;
- c) el nivel de educación y la profesión o profesión anterior pertinente del cliente o posible cliente.

Se prohíbe a los corredores incitar a los clientes a no facilitar la información requerida. Por último, los corredores tienen derecho a confiar en la información proporcionada por sus clientes o posibles clientes a menos que sepa o deba saber que la información está manifiestamente desfasada, es inexacta o incompleta.

3) Reino Unido (COBS 9.2.1.). Se establece como información necesaria para conocer el perfil de riesgo de un cliente minorista la siguiente:

- a) Conocimiento y experiencia relativo al instrumento específico o el servicio particular prestado, incluyendo el conocimiento del tipo de inversiones con los que el cliente se encuentra familiarizado; la naturaleza, frecuencia, volumen de las inversiones realizadas por el cliente en el instrumento específico en el que quiere invertir y el período de tiempo por el que lo ha hecho; y el nivel de educación, profesión o antigua ocupación del cliente.
- b) La situación financiera, lo que incluye el origen de sus fondos y de sus ingresos corrientes, sus bienes, incluyendo sus activos líquidos, sus inversiones, su propiedad raíz y sus compromisos financieros regulares.
- c) Los objetivos de inversión, incluyendo, el período de tiempo durante el cual desea mantener la inversión, su perfil de riesgo y las finalidades de la inversión.

De igual forma, se establece que deben solicitar al cliente toda la información necesaria para que el servicio u operación recomendada:

- a) Cumpla con sus objetivos de inversión
- b) El cliente pueda cumplir con toda obligación financiera adicional que se relacione con la inversión.
- c) El cliente tenga la experiencia y el conocimiento necesarios para comprender los riesgos involucrados en la transacción o en el manejo de su portafolio.

Se prohíbe a los corredores a incentivar a los clientes a no proveer información para efectos de la determinación de la adecuación de sus operaciones. Igualmente, se establece que los corredores se encuentran llamados a confiar en la información provista por los clientes a menos que ésta sea manifiestamente obsoleta, incompleta o imprecisa.

Por su parte, en el caso de las transacciones y operaciones de los clientes profesionales, se considera que los corredores pueden asumir que por su calificación poseen el nivel de experiencia necesario y un nivel de conocimientos adecuado.

- 4) Estados Unidos: Previo a la recomendación de una transacción a un cliente no institucional, se debe verificar (NASD 2310):
 - a) El estatus financiero del cliente.
 - b) Su estatus impositivo.
 - c) Sus objetivos de inversión.
 - d) Toda información que el corredor considere razonable para realizar las recomendaciones.

C. Casos ante el Comité

No hay casos en que explícitamente se haya discutido el tema.

D. Entrevistas con corredores

- 1) La información básica que se solicita al cliente se encuentra constituida por la ficha de cliente. Dicha ficha al menos aporta la edad, profesión y cargo laboral del cliente.
- 2) Algunos corredores bancarios solicitan información adicional a la ficha en lo relativo al origen de los ingresos y a su situación patrimonial global, como condición para la prestación de los servicios de intermediación, sobre la base de

las disposiciones relativas a la prevención de lavado de dinero y financiamiento de conductas terroristas.

- 3) Los corredores no bancarios de mayor tamaño en cambio, dan cuenta de que hay clientes que tienen aversión a entregar información adicional sobre su patrimonio global. Por último, los corredores pequeños manifiestan no tener este tipo de problema con los clientes, por el tipo de relación de confianza que tienen.
- 4) En cuanto a la información necesaria para conocer el perfil del inversionistas, sólo los corredores de mayor tamaño y aquellas que forman parte de conglomerados de mayor tamaño que también prestan servicios bancarios o de seguros, solicitan que se complete una ficha que permita conocer el perfil de riesgo. Tras compararlas se puede llegar a las siguientes conclusiones:
 - a) Todos los corredores que solicitan información sobre el perfil de riesgos preguntan en sus cuestionarios:
 - i) El horizonte de inversión, en meses o años. El largo plazo es determinado en forma diferente según el corredor, para algunos son 3 y para otros son 6 años.
 - ii) El objetivo de la inversión, esto es, sin riesgo, o con riesgo bajo, moderado o significativo.
 - iii) Porcentaje máximo de pérdida que aceptaría. Algunos lo limitan a un año, otros lo establecen en forma general.
 - b) Algunos corredores que solicitan información sobre el perfil de riesgos preguntan en sus cuestionarios:
 - i) Una auto-evaluación general del grado de conocimiento que el cliente tiene en temas de inversión.
 - ii) Instrumentos que conoce.
 - iii) Instrumentos en los que tiene experiencia de inversión.
 - iv) Patrimonio global.
 - v) Ingresos líquidos mensuales.
 - vi) Composición actual de su portafolio, dividido en renta fija/inversiones financieras.
 - vii) Origen de los fondos.
 - viii) Persona que refirió al cliente.

- ix) Reacciones posibles ante cambios en el mercado más bien drásticos, i.e. bajas de un 20% ó más de la rentabilidad.
- 5) Todos los corredores no masivos pusieron hincapié en que más allá de cualquier cuestionario, el conocimiento personal de los clientes es la principal fuente de información sobre la que se toman las decisiones de inversión.
- 6) Dentro de los factores destacados por los corredores como relevantes, se mencionan la edad, la composición global del patrimonio, el horizonte de la inversión y la aversión al riesgo.
- 7) Uno de los corredores entrevistados dio cuenta de la existencia de una unidad dentro del corredor que tendría por objetivo la verificación de la información declarada por el cliente.
- 8) En cuanto a los costos de averiguar sobre el perfil del cliente, todos coinciden que si bien completar los formularios no tienen un alto costo, automatizar la información contenida sí lo tiene.

IV. ADECUACIÓN DE OPERACIONES

A. Regulación nacional

En la regulación nacional no se establece un principio general de que las operaciones que se realicen y los servicios que se presten deban ser adecuados al perfil de riesgo del cliente. Sólo el Código de Ética de la Bolsa Electrónica de Chile, de aplicación no obligatoria, establece que se deben identificar los objetivos de inversión de sus clientes de tal manera que los productos y servicios que les recomiende sean los más apropiados (artículo 13). Asimismo, se obliga a los corredores a asegurarse que sus clientes conozcan la naturaleza de las operaciones que celebren, así como los riesgos que dichas operaciones conllevan;

En forma particular se establecen deberes de adecuación para las siguientes situaciones:

- 1) Para el caso de la prestación de asesorías se menciona en forma general que al realizarse recomendaciones se deben hacer ver los riesgos involucrados necesariamente en el mercado de valores a fin de que la decisión sea adoptada por el cliente en las mejores condiciones (Reglamento de la Bolsa de Comercio de Santiago, artículo 72 y Manual de Derechos y Obligaciones de los Corredores emitido por la Bolsa de Comercio de Santiago, artículo 32).
- 2) Para el caso de la prestación de servicios de administración de cartera, en que se exige al cliente que en el contrato se dé información de los riesgos que presentan las operaciones con cada uno de los tipos de activos en que sean invertidos los recursos y su consentimiento expreso a aceptarlos (Circular N° 1862 de la SVS y Recomendaciones sobre normas de conducta para los Corredores de Bolsa del Comité de Regulación).
- 3) Para el caso de los inversionistas calificados “electivos” se menciona el deber de los corredores de bolsa de velar por que las inversiones de sus clientes sean adecuadas a su perfil de riesgo, experiencia y conocimientos (NCG N°216, N°8).

En caso alguno, la regulación relativa a los corredores establece algún tipo de parámetro en cuanto a qué instrumentos o servicios son adecuados para qué tipo de cliente de acuerdo con su perfil de riesgos. No obstante lo anterior, existen diversas disposiciones, relativas a otras materias que contemplan dicha adecuación y que, en alguna medida pueden servir de inspiración para esta materia:

- 1) El D.L. N° 3.500 establece en su artículo 23 que las Administradoras de Fondos de Pensiones deben mantener cuatro fondos, tipo B, C, D y E, pudiendo además mantener un fondo tipo A. Se establecen limitaciones en cuanto al tipo de fondo en que se puede escoger, de acuerdo con la edad de los cotizantes. Para el caso en que las personas no realicen la elección de los fondos, se establecen en forma supletoria los fondos en los que se deben mantener sus ahorros previsionales. En

cuanto a la composición de los fondos, la ley establece en su artículo 45 los instrumentos en los cuales pueden invertirse los recursos de los fondos en general, y los porcentajes que cada uno de dichos instrumentos puede representar en los fondos en particular. Así por ejemplo, para el caso de las acciones de sociedades anónimas abiertas, los porcentajes límites de inversión van desde el 5% en el fondo E hasta el 80% en el fondo A.

- 2) El DL 1328 que regula los fondos mutuos, principalmente en sus artículos 13, establece límites en cuanto a los porcentajes en que se pueden invertir los diferentes instrumentos de inversión. Dichos montos varían para el caso de los inversionistas calificados (artículo 13A) o para el caso de fondos mutuos cuya política de inversión contemplen una composición idénticas a la que tenga un determinado índice de medición de fluctuaciones de precio de valores de renta fija o variable, nacional o internacional (artículo 13B).
- 3) Por último, la ley que regula los fondos de inversión (Ley N° 18815), establece que la política de diversificación de las inversiones del fondo establecida en el reglamento interno contendrá, a lo menos, según corresponda, límites de inversión respecto del activo total del fondo, en función de cada entidad, grupo empresarial y sus personas relacionadas y bienes raíces, conjunto o complejos inmobiliarios.

B. Regulación extranjera

En la regulación extranjera se formula de manera explícita la distinción entre clientes profesionales y clientes no profesionales o minoristas.

- 1) Colombia (Resolución N°400 de la Superintendencia Financiera, artículos 1.5.3.2 a 1.5.3.3.): Se establecen dos principios concurrentes. El primero de ellos, el deber de mejor ejecución de las operaciones, considera la adopción de políticas y procedimientos para la ejecución de sus operaciones que consideran al menos diversos criterios de adecuación dependiendo de la categoría de cliente que se trate. Para el caso de los “clientes inversionistas”, el mejor resultado posible se evalúa principalmente con base en el precio o tasa de la operación, en las condiciones de mercado al momento de su realización, obtenido después de restarle todos los costos asociados a la respectiva operación, cuando haya lugar a éstos. Para los demás clientes, se debe tener en cuenta, el precio o tasa, los costos, el tiempo de ejecución, la probabilidad de la ejecución y el volumen, entre otros.

El segundo principio es el de “asesoría profesional” que tienen los corredores para con los “clientes inversionistas”, que consiste en brindar recomendaciones individualizadas que incluyan una explicación previa acerca de los elementos relevantes del tipo de operación, con el fin de que el cliente tome decisiones informadas, atendiendo al perfil de riesgo particular que el intermediario le haya asignado, de acuerdo con la información suministrada por el “cliente

inversionista” sobre sus conocimientos y experiencia en el ámbito de inversión correspondiente al tipo de operación a realizar.” La regulación establece que en el “desarrollo de este deber será responsabilidad del intermediario establecer un perfil de riesgo del cliente y actuar de conformidad con el mismo. Cuando el intermediario considere que el producto o servicio ofrecido o demandado es inadecuado para el cliente, deberá darle a conocer expresamente su concepto.” Por último, se establece que el deber de asesoría debe ser cumplido por medio de un profesional certificado para dicho fin y que además debe estar vinculado laboralmente al corredor y que los mismos corredores no pueden, en ningún caso restringir, limitar o eximirse de este deber.

2) Unión Europea (Directivas 2004/39 y 2006/73):

En cuanto a la prestación de los servicios, se establece como principio general que se debe actuar con honestidad, imparcialidad y profesionalidad y en el mejor interés de sus clientes.

Se distinguen tres casos relacionados con la adecuación de operaciones:

- a) Servicios de asesoramiento de inversiones o gestión de carteras.
- b) Servicios de inversión sin asesoría por parte de la empresa.
- c) Servicios de inversión relacionados con productos no complejos.

Al prestar *asesoramiento en materia de inversiones o realizar gestión de carteras*, se debe obtener la información necesaria sobre “los conocimientos y experiencia en el ámbito de inversión correspondiente al tipo concreto de producto o servicio, la situación financiera y los objetivos de inversión del cliente o posible cliente, con el fin de que la empresa pueda recomendarle los servicios de inversión e instrumentos financieros que más le convengan” (artículo 19). Por último, respecto del asesoramiento en materia de inversión (Directiva 2006/73, artículo 52), las recomendaciones deben presentarse como convenientes para esa persona y deberán basarse en una consideración de sus circunstancias personales.

En cuanto a los criterios para determinar la idoneidad de una inversión, teniendo debidamente en cuenta la naturaleza y el grado del servicio prestado, se establece que se deben cumplir los siguientes (Directiva 2006/73, artículos 35, 36 y 37), haciéndose desde ya presente que los corredores no pueden prestar el servicio de inversión si no cuentan con la información necesaria:

- a) Que la inversión responda a los objetivos de inversión del cliente en cuestión. La información relativa a los objetivos de inversión del cliente o posible cliente incluirá, cuando proceda, información sobre el horizonte temporal deseado para la inversión, sus preferencias en relación con la asunción de riesgos, su perfil de riesgo y las finalidades de la inversión.

- b) Que la inversión sea de tal naturaleza que el cliente pueda, desde el punto de vista financiero, asumir cualquier riesgo de inversión relacionado coherente con sus objetivos de inversión. La información relativa a la situación financiera del cliente o posible cliente incluirá, cuando proceda, información sobre la fuente y el nivel de sus ingresos periódicos, sus activos, incluidos activos líquidos, inversiones y bienes inmuebles, así como sus compromisos financieros periódicos
- c) Que la inversión sea de tal naturaleza que el cliente cuente con la experiencia y los conocimientos necesarios para comprender los riesgos que implica la operación o la gestión de su cartera.

Para el caso de los clientes profesionales, los corredores pueden asumir que, en relación con los productos, operaciones y servicios por los cuales ha obtenido esa clasificación, el cliente tiene la experiencia y conocimientos para soportar financieramente cualquier riesgo coherente con su objetivo de inversión.

Para evaluar la conveniencia de un servicio, a su vez se debe evaluar si el cliente tiene la experiencia y los conocimientos necesarios para comprender los riesgos que implica en relación con el producto o servicio de inversión ofertado o demandado. Nuevamente, respecto de los clientes profesionales, ello puede ser asumido por el corredor.

Para el caso de *servicios que no se prestan bajo asesoría*, el énfasis se pone en la adecuación del producto a los conocimientos y experiencia del cliente en el ámbito de inversión correspondiente.

Así, se debe advertir al cliente o posible cliente en caso que se considere que el producto o servicio no es adecuado, lo cual se puede materializar a través de un formato normalizado. En caso de que el cliente o posible cliente no facilite la información solicitada, se debe advertir que dicha decisión impide determinar si el servicio o producto previsto es adecuado para él, lo cual también se puede materializar a través de un formato normalizado.

En el caso de *productos no complejos*, en que el servicio de la empresa se limite exclusivamente a la ejecución o recepción y transmisión de órdenes de clientes, no es necesario realizar la valoración de la adecuación para el cliente en la medida que:

- a) Los servicios se refieran a acciones admitidas a cotización en un mercado regulado o en un mercado equivalente de un tercer país, a instrumentos del mercado monetario, obligaciones u otras formas de deuda titularizada, OICVM y otros instrumentos financieros no complejos.
- b) El servicio se preste a iniciativa del cliente o posible cliente.

- c) Se haya informado claramente al cliente o posible cliente de que en la prestación de dicho servicio la empresa de inversión no está obligada a evaluar la adecuación del instrumento ofrecido o del servicio prestado y de que, por tanto, el cliente no goza de la correspondiente protección de las normas de conducta pertinentes; esta advertencia podrá facilitarse en un formato normalizado.
 - d) La empresa de inversión cumpla las obligaciones impuestas en relación con la regulación de conflictos de intereses.
- 3) Reino Unido (COBS 9.3. y 9.4.): Se establecen las siguientes reglas principales en relación con la adecuación de una transacción para un cliente determinado. Dichas reglas son aplicables para el caso en que se presta asesoría a los clientes o cuando se administran sus bienes en forma global.
- d) Se establece que una transacción es adecuada para un cliente en atención a los riesgos involucrados en la operación, las características de las órdenes y la frecuencia de las transacciones.
 - e) Para el caso de las administraciones de carteras, también se puede considerar como inadecuada una transacción si la misma conlleva un portafolio inadecuado.
 - f) Si bien una transacción se puede mirar como adecuada en forma específica, se puede considerar como inadecuada si se miran las transacciones realizadas en su conjunto.
 - g) Se establecen disposiciones particulares para la adecuación de las operaciones recomendadas en caso de operaciones específicas, como los préstamos, pensiones, etc.

Una vez realizada la transacción, se debe emitir un informe de adecuación, el cual debe ser remitido al cliente y que debe contener una explicación acerca de las necesidades y requerimientos del cliente, las razones de por qué la transacción es apropiada para el cliente y una explicación de los posibles aspectos negativos que conlleve la transacción para el cliente.

Para el caso de servicios prestados por los corredores que no impliquen una asesoría o administración de cartera (COBS 10.1.), se establecen requisitos de adecuación que sólo se fundan en la experiencia y conocimiento del cliente que le permitan comprender los riesgos de las transacciones desarrolladas y además, para el caso de los profesionales, se puede asumir dicho conocimiento y experiencia.

Por último, se establecen condiciones en que no se debe determinar la adecuación de las operaciones en relación a productos no complejos (COBS 10.4.):

- a) Si el servicio sólo consiste en la ejecución de un orden de un cliente.
- b) Si el cliente ha sido previamente informado de que en dichas situaciones el corredor no tiene la obligación de verificar la adecuación de la operación al perfil de riesgo del mismo.
- c) El corredor cumple con sus obligaciones en relación con los conflictos de interés.

Asimismo, para el caso de operaciones cuya adecuación ya fue realizada, no se requiere de nuevos estudios de adecuación.

4) Estados Unidos

Al recomendar a un cliente la inversión en valores, el corredor debe tener fundamentos razonables para creer que la recomendación es adecuada para el cliente sobre la base de los hechos revelados por el cliente, o su situación o necesidades financieras (NASD Rule 2300).

Se destaca en forma particular, que la obligación de transar en forma justa o correcta con los clientes implica (NASD Rule 2310-2) tratar en forma justa a los clientes de acuerdo con los criterios establecidos en los estándares de la “Asociación”, lo que significa que los esfuerzos deben ponerse en dar trato justo a los clientes más que en la obtención de utilidades para los mismos.

Se han considerado, y sancionado, como conductas que atentan contra el trato justo al cliente las siguientes:

- a) La recomendación de acciones especulativas de bajo precio, lo que tiene especial aplicación en caso de campañas por teléfono y de alta presión.
- b) La transacción excesiva con fondos del cliente con el sólo objeto de obtener comisiones (*churning*).
- c) La realización de actividades fraudulentas, mediante cuentas ficticias, abuso de transacciones en cuentas discrecionales (más sobre este tipo de transacciones en NASD Rule 2500), transacciones no autorizadas, mal uso de los fondos de los clientes.
- d) La recomendación de compras más allá de la capacidad económica del cliente.

Para el caso de los clientes institucionales, se considera como relevante (NASD Rule 2310-3) para evaluar la adecuación de las transacciones ofrecidas a los mismos:

- a) La capacidad de evaluar los riesgos en forma independiente.

- b) El grado en que el inversionista evalúa las recomendaciones del corredor en forma independiente, para lo cual se debe considerar:
 - i) El uso de uno o más consultores o asesores de inversión.
 - ii) El nivel general de experiencia.
 - iii) La habilidad para comprender las características económicas del valor transado.
 - iv) La habilidad para evaluar en forma independiente la forma en que el desenvolvimiento del mercado puede afectar su inversión.
 - v) La complejidad del valor o transacción.

Dentro de los criterios mencionados para evaluar el grado de decisión independiente por parte del inversionista institucional, se consideran,

- a) Los acuerdos entre el corredor y el cliente.
- b) La presencia o ausencia de patrones de aceptación de las recomendaciones de los corredores.
- c) El uso de ideas, visiones y opiniones obtenidas de los profesionales que se desempeñan en el corredor.
- d) El grado en el que se ha recibido información sobre el portafolio de inversión y sus objetivos.

La opinión mayoritaria en la doctrina sostiene que el corredor no tiene un deber de intervenir cuando la inversión es una elección del cliente y no se basa en una recomendación del corredor.

C. Casos ante el Comité

De los casos expuestos ante el Comité, se puede deducir que este tema aparece como trascendental en atención a que en buena parte de los casos se ha alegado una inadecuación de los instrumentos financieros prestados a los clientes sobre la base de:

- 1) Su escaso conocimiento de los riesgos implícitos al instrumento de inversión utilizado.
- 2) La inversión desproporcionada de fondos en instrumentos de alto riesgo (en ocasiones la totalidad de los mismos).
- 3) La promoción desmedida de los eventuales resultados positivos de los instrumentos de inversión de alto riesgo y una omisión de los principales riesgos involucrados en los mismos.

D. Entrevistas con corredores

- 1) En cuanto a las operaciones que los corredores consideran muy riesgosas como para recomendar a todos los clientes, las declaraciones de los corredores fueron disímiles:
 - a) Varios corredores declararon que consideran muy riesgosos a los productos que implican apalancamiento (simultáneas), los contratos de forwards y la transacción de acciones sin recomendaciones con fundamento (acciones de alta volatilidad que no son seguidas por departamentos de estudios de las corredoras).
 - b) Otros consideran que toda inversión puede involucrar un riesgo y que no se debe diferenciar por tipo de operación per se.
- 2) En cuanto a las operaciones complejas, se mencionaron las transacciones sobre índices.
- 3) En cuanto a las precauciones que se debieran adoptar para evitar que clientes no profesionales realicen operaciones no adecuadas, se pudo concluir lo siguiente:
 - a) La mayor parte de los corredores coincidieron que la principal precaución estaría dada por lograr que el cliente entienda verdaderamente el funcionamiento del instrumento en el que se encuentra invirtiendo y los riesgos involucrados en el mismo. Existe discordancia entre los corredores en torno a quién debe educar a los clientes. Algunos corredores consideran que lo debieran hacer las bolsas. Otro corredor hizo hincapié en el rol que juega la fuerza de ventas en la educación del cliente.
 - b) Varios corredores sugirieron el establecimiento de garantías más gravosas para el caso de operaciones más riesgosas y la implementación de mecanismos de *stop loss* más estrictos.
 - c) Un corredor sugirió la incorporación de ejemplos con casos de utilidad y pérdida extrema, de forma que el cliente pudiera realmente magnificar los riesgos involucrados.
 - d) Un corredor considera que la falta de claridad de las condiciones generales de los contratos redactados por las bolsas sería uno de los elementos que lleva a gran confusión de los clientes.
- 4) En cuanto a las precauciones que se debieran adoptar en caso que el cliente insista en realizar operaciones que no resultan adecuadas se dieron las siguientes respuestas:

- a) Varios corredores sostuvieron que por el hecho de firmarse el contrato respectivo, se entendía que el cliente comprendía los riesgos.
 - b) Un corredor señaló que el cliente debía firmar un documento independiente en que declarara expresamente que las operaciones que deseaba realizar se alejaban de su perfil de riesgo.
 - c) Un corredor señaló que en caso de insistencia, le manifestaba que fuera a otro corredor, pues por ser muy riesgosa la operación no actuaría como intermediario de la misma.
- 5) En cuanto a la razonabilidad de establecer un seguimiento de la composición del portafolio del cliente para determinar el riesgo global asumido, o el cumplimiento de determinados límites, nuevamente las respuestas de los corredores fueron disímiles:
- a) Un grupo de corredores manifestó que hacía un seguimiento permanente de los clientes y sus carteras, siendo responsabilidad del ejecutivo respectivo hacer presente al cliente cuando sus inversiones estaban fuera de su perfil de riesgo.
 - b) Otros manifestaron que la línea de inversiones seguida por el corredor era la misma para todos los clientes de forma tal que era imposible que existieran riesgos extraños a los perfiles de inversión de los clientes de la misma. Básicamente, se establecía la misma modalidad de inversión para todos los clientes, con diferencias mínimas.
 - c) Un corredor señaló que en la cartola mensual se acompañaba un cuadro en que se indicaba expresamente si estaban las inversiones dentro del perfil establecido.
 - d) Por último, un corredor manifestó que estaban desarrollando un procedimiento de alarmas para que a los clientes les llegara un correo cada vez que estuvieran fuera de su perfil.