



Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Escuela de Estudios de Posgrado
Especialización en Administración de Organizaciones Financieras

Trabajo Final

Análisis comparativo del concepto Inversionista Calificado en Argentina y Colombia en
2021

Autor:

Angely Oriana Mora Mora

Tutor: Héctor Biondo

Buenos Aires, 24 de abril de 2023

ÍNDICE

1. RESUMEN DEL TRABAJO.....	3
2. INTRODUCCIÓN.....	4
2.1 Justificación.....	4
2.2 Planteamiento del problema.....	6
2.3 Objetivos General.....	7
2.4 Objetivos Específicos.....	7
2.5 Aspectos metodológicos.....	7
3. MARCO TEÓRICO.....	8
3.1 Importancia de la información en la eficiencia del Mercado Financiero.....	8
3.2 Selección Adversa y Riesgo Moral causados por la Asimetría de la Información.....	12
3.3 Origen de la categoría de Inversionista calificado.....	14
3.4 Método Comparativo.....	20
4. DIAGNÓSTICO.....	21
4.1 Características económicas, financieras y de mercado entre Argentina y Colombia.....	21
4.2 Variables en las regulaciones de Inversionistas Calificados.....	23
4.3 Comparación de categoría de Inversionista Calificado entre Argentina y Colombia: definición y criterios.....	25
4.4. Entrevistas a expertos en los intermediarios financieros y reguladores de mercado.....	32
5. RESULTADOS DE COMPARACIÓN DE VARIABLES.....	34
5.1 Comparación de variables según entrevistas.....	34
5.2. Similitudes y Diferencias entre Inversionista Calificado en Argentina y Colombia en el 2021.....	38
6. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.....	41
7. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	45
8. ANEXOS.....	48

1. RESUMEN DEL TRABAJO

El concepto de Inversionista Calificado en los países con mercados financieros generalmente suele orientarse a determinar el grupo de clientes que cuentan con la experiencia y conocimientos para comprender, evaluar y gestionar adecuadamente los riesgos inherentes a cualquier decisión de inversión. Este término está definido en las normas emitidas por el regulador financiero de cada país, y sirve para delimitar el tipo de cliente al que se le ofrecerán productos de alta complejidad inicialmente.

Estas categorías son empleadas por los reguladores desde el siglo pasado para sanear los mercados financieros de riesgos generados por la complejidad de los instrumentos financieros y la asimetría de la información. Sin embargo, si se comparan las definiciones del Inversionista Calificado y sobre todo los criterios indicados en las regulaciones de distintos países, se puede observar grandes diferencias tanto en cantidades como en tipo de criterios usados para la categorización de los clientes.

La investigación que se desarrolla a continuación tiene por objetivo general caracterizar y comparar el concepto de Inversionista Calificado dictado por los reguladores de mercado de valores en Argentina y Colombia en 2021, e identificar su impacto en el acceso al mercado de valores en cada uno de ellos. Argentina y Colombia fueron seleccionados siendo que son economías relativamente cercanas en Latinoamérica según datos del Banco Mundial que se verán en los siguientes capítulos.

Esta comparación se desarrolló a nivel normativo desglosando cada una de las variables constantes identificadas entre ambos países, sin embargo, al ser los intermediarios financieros los que realizan esta evaluación a cada cliente, el ejercicio comparativo se extendió a la práctica de entidades bancarias en cada país a partir de información recolectada en entrevistas realizadas a expertos que indicaron cómo se evalúa la sofisticación de cada cliente antes de iniciar las negociaciones.

En el Desarrollo y Conclusiones de esta investigación se describieron las similitudes y diferencias por variable, para determinar algún grado de eficiencia en el empleo de este término entre estos dos países.

2. INTRODUCCIÓN

2.1 Justificación

En esta investigación se desarrolló un estudio comparativo sobre el concepto de Inversionista Calificado definido por los reguladores de mercado de valores en Argentina y Colombia en 2021. En términos generales, las regulaciones de estos países indican que dicho concepto identifica o clasifica aquellos participantes del mercado de valores que entiendan instrumentos financieros con alto grado de riesgo, para otorgarles ciertos beneficios, exoneraciones y obligaciones, y en contraposición, asesorar y limitar el acceso a valores riesgosos a aquellos no clasificados bajo esta categoría.

La selección de los países está determinada por las similitudes en el tamaño de sus economías que, de acuerdo a datos del Banco Mundial (2021), cuentan con Producto Interno Bruto (PIB) anual medianamente similares, entre 310 y 490 mil millones de dólares estadounidenses, reservas internacionales entre 39 y 58 millones de dólares estadounidenses, y PIB per cápita anual entre 6 y 10 mil dólares estadounidenses.

Se ha observado que generalmente los países, incluyendo Argentina, definen la categoría de Inversionista Calificado a partir de límites económicos o por tipo de entidad. Sin embargo, recientemente esta categoría ha sufrido variaciones en países como Estados Unidos, Colombia y territorios de la Unión Europea, donde se acordaron nuevos procedimientos que identifiquen suficiente conocimiento y experiencia en los Inversores Calificados.

En Estados Unidos, por ejemplo, en un Comunicado de Prensa emitido en el año 2015 (Securities and Exchange Commission - [SEC], 2015) se acordó una revisión de esta calificación cada 4 años. En consecuencia, en el 2019 la SEC, que en español significa Comisión Nacional del Mercado de Valores, realizó su primera revisión acompañada de consultas públicas sobre los posibles cambios en las reglas 506(b) y 506(c) de la Regulación D. Como resultado, en su comunicado de prensa 2020-191 emitido el 26 de agosto de 2020 (SEC, 2020), la SEC indicó que ante las limitaciones en el acceso a los mercados privados que causaban los parámetros económicos establecidos en este concepto para los inversores individuales, se acordaron cambios con el objetivo de ampliar las oportunidades de inversión para aquellos que tuvieran el conocimiento y la experiencia para participar en los mercados, y a la vez mantener las protecciones adecuadas para los inversores.

Referencias como estas indican un grado de investigación y profundidad al que se llegó para determinar el concepto de Inversionista Calificado recientemente en países como Estados Unidos. En consecuencia, en esta investigación comparativa se quiso indagar el grado de profundidad que hubo por parte de los reguladores en Argentina y Colombia para definir esta norma.

Otro antecedente tomado en cuenta fue una investigación recientemente realizada en el canal de Youtube DW Español donde se abordó la posible recesión económica en el Reino Unido en el 2022 derivada por la participación de los fondos de pensiones en la compra y venta de productos complejos en el mercado de valores. En esta investigación se hace referencia (Canal DW Español, 2022, 5m55s) a una carta emitida por el Consejo de Estabilidad Financiera al G20 en noviembre de 2022, donde se sugirió a los países de G20 monitorear los riesgos de otros intermediarios financieros no bancarios, debido a que estos hoy manejan la mitad de las finanzas globales, sin el grado de exigencia de los intermediarios financieros tradicionales.

Posteriormente, en la misma investigación se realiza una entrevista a Nicholas Dunbar (Canal DW Español, 2022, 12m35s), fundador de Risky Finance, donde toma como ejemplo los fondos de pensiones, los cuales pueden vender productos difíciles de entender tanto para el comprador como para el vendedor. La clave en esta afirmación está en que, como lo indica el Profesor de Administración de la Universidad de Buenos Aires, Mauro de Jesús en dicha investigación (Canal DW Español, 2022, 11m20s), si se traslada a los mercados no tan grandes como el argentino, el impacto de la participación de intermediarios no bancarios, y de su posible poco entendimiento de los productos financieros complejos que ofrecen como Inversionista Calificado, puede causar un impacto muy difícil de mitigar.

En consecuencia, tras la revisión de distintos antecedentes y del estado del arte, se identificaron factores como los anteriormente descritos que indican que esta categoría tiene una participación clave en la sanidad de los mercados de valores y su uso deficiente puede tener impactos negativos de forma bidireccional, es decir, tanto para el categorizado como Inversionista Calificado como el que no, ya sea por el bajo acceso de grupos no suficientemente representados al mercado de valores, y en paralelo, el acceso indebido a productos complejos y de alto riesgo que, en un volumen determinado, puedan comprometer la salud financiera de una nación entera.

2.2 Planteamiento del problema

Al comparar las regulaciones de cada país sobre el concepto de Inversionista Calificado se puede observar que describen este término con características y dimensiones distintas. Si se observa la Resolución General 761 emitida por la Comisión Nacional de Valores (CNV) en Argentina, se puede visibilizar que este está delimitado por número de valores negociables invertidos por el inversor y por el tipo de entidad.

Sin embargo, recientemente se observa una nueva variante previamente incorporada por Estados Unidos y la Unión Europea, la cual adopta políticas y procedimientos que les permitan identificar la experiencia y conocimientos del inversionista. De forma similar lo ha hecho Colombia a través del Decreto 1291 en el año 2020, en el cual no sólo actualiza los límites mínimos de patrimonio o valores invertidos por los clientes sino también agrega el mismo requerimiento de identificación de experiencia.

Dada la importancia de los mercados de valores como fuente de financiamiento para sus economías, la poca cultura financiera en la región y los altos riesgos que se asumen en instrumentos financieros limitados a la categoría en estudio, esta investigación tuvo la intención de estudiar el empleo de esta categoría en estos países, y reconocer las posibles deficiencias en su ejecución por parte de los intermediarios financieros.

En consecuencia, se plantearon las siguientes preguntas de investigación: ¿cuáles son las principales diferencias en el concepto de Inversionista Calificado adoptado por los reguladores locales entre países como Argentina y Colombia en 2021?, ¿cuál emplea dicho concepto de forma más accesible y cuál de forma más restrictiva?; en función a estas diferencias, ¿cómo impacta este término en la participación de los inversores en el mercado de valores de estos países?

Sobre la nueva variante introducida por Estados Unidos, y adoptada por Colombia, surgieron también las siguientes preguntas complementarias: ¿cuáles son los procedimientos implementados por las entidades financieras de estos países para identificar la experiencia y conocimiento del inversionista?, ¿cuál es el propósito de esta variante por parte de los reguladores de mercado?

2.3 Objetivos General

Caracterizar y comparar el concepto de Inversionista Calificado dictado por los Reguladores de mercado de valores en Argentina y Colombia en 2021, e identificar su impacto en el acceso al mercado de valores en cada uno de ellos.

2.4 Objetivos Específicos

1. Describir y comparar el concepto de Inversionista Calificado en Argentina y Colombia en 2021.
2. Determinar y comparar el impacto del concepto de Inversionista Calificado en el acceso al mercado en Argentina y Colombia.
3. Reconocer y comparar los procedimientos implementados por las entidades financieras en Argentina y Colombia para establecer la experiencia y conocimiento del inversionista.

2.5 Aspectos metodológicos

Se realizó un estudio comparativo sobre la variable de Inversionista Calificado, definida por los reguladores de mercado de valores en las dos unidades de análisis seleccionadas, Argentina y Colombia en el año 2021. Según Giovanni Sartori (1984) al aplicar el método comparativo, se deben llevar a cabo comparaciones entre entidades que posean atributos similares y diferentes. En esta investigación, se tomó el mismo atributo empleado por distintas entidades de formas parcialmente similares, pero conservando el mismo objetivo, diferenciar inversores expertos de inversores inexpertos.

Si bien se partió desde puntos en común que justifican la selección de esas unidades de análisis, el ejercicio se orientó tanto a las similitudes como a las diferencias observables.

Para profundizar en las caracterizaciones con las que se inició esta investigación, se revisaron los análisis bibliográficos disponibles en fuentes digitales como Fundación Dialnet, la Biblioteca de la Universidad de Buenos Aires y el repositorio académico de la Universidad de Chile, para identificar el estado del arte en materia de la revisión del concepto de Inversionista Calificado, o sobre restricciones en el acceso al mercado de valores en la región Latinoamericana. También se hizo una revisión documental sobre este concepto en las regulaciones y comunicados de prensa disponibles en los países seleccionados, y en Europa y Estados Unidos como referencias adicionales con mayor avance en esta materia.

Entre las variables consideradas para las unidades de análisis, se observaron las principales características de los reguladores de mercados y sus marcos institucionales, como actores principales, así como las variables incluidas en las regulaciones sobre inversores calificados. También, se analizaron diversas fuentes bibliográficas enfocadas en la importancia de la información y el entendimiento de la misma en el sector financiero.

Por otra parte, se realizaron entrevistas semiestructuradas que ayudaron a avanzar en el análisis, responder a cuestionamientos generados a partir de la comparación de dichas variables, determinar los riesgos presentes en la conceptualización del Inversionista Calificado y su evaluación puesta en práctica a través de los bancos. Las mismas contaron con una etapa de interrogación a expertos en los reguladores de mercados y en áreas de ventas dentro de las entidades financieras, hasta la conversación libre que permitió interpretar sus opiniones y expectativas del término en cuestión.

Finalmente, se desarrolló un análisis con enfoque cualitativo a partir las conclusiones resultantes de las principales variables, el análisis de las similitudes y diferencias, y su relación con los riesgos identificados, para comprender los grandes factores que actúan alrededor del término Inversionista Calificado, responder las preguntas de esta investigación y cumplir con los objetivos planteados.

3. MARCO TEÓRICO

3.1 Importancia de la información en la eficiencia del Mercado Financiero

Pocas tesis de investigación, por no decir casi ninguna, se encontraron que se enfocaran específicamente en la revisión de la categoría de Inversionista Calificado, al revisar el estado del arte disponible en las fuentes académicas de las universidades suramericanas. Sin embargo, sí se ubicaron investigaciones que se enfocaban en comparar el acceso al mercado de capitales en países como Argentina y Colombia.

Es el caso de la tesis de investigación de Silva (2015) realizada en la Universidad de Buenos Aires, donde hace referencia al economista Frederic Mishkin (2008), quien en su libro *Moneda, banca y mercados financieros* describe la actividad que desarrolla el sistema financiero como una canalización del exceso de fondos entre las personas que poseen capitales, y los que no lo tienen, pero lo necesitan para producir. Asimismo, afirma la importancia que tiene el sistema financiero y su buen desempeño en el crecimiento económico alto de un país.

Dentro del mercado financiero tradicional que se desarrollan en la mayoría de los países, se suelen encontrar el mercado primario para la comercialización de nuevos valores al público, y el mercado secundario para la negociación de valores ya emitidos. José Antonio Payet, Profesor de Derecho Mercantil de la Pontificia Universidad Católica del Perú, identificó en una conferencia para la Revista *Ius Et Veritas* en Lima en 1995, a los inversionistas institucionales y a los inversionistas individuales como participantes principales en los mercados financieros.

En ese señalamiento, Payet (1995) resalta la importancia de los inversionistas institucionales denominándolos como “un motor para el desarrollo de los mercados de valores” (p. 78), primero por el capital que aportan, y también porque garantizan la calidad requerida en la información disponible sobre los valores transados. Este enfoque del papel que juega la información en la eficiencia del mercado de valores es clave para esta investigación ya que, según Payet (1995), el verdadero valor de un instrumento financiero surge una vez la información del mismo esté disponible para los participantes. Es decir, la eficiencia del mercado depende de la disponibilidad de la información, y así mismo, la calidad de esa información depende de los inversionistas institucionales al presentarla.

Payet (1995) en su seminario hace referencia a la hipótesis sobre la eficiencia del mercado publicada por el autor Maurice Kendall en 1953, donde realiza una revisión de los precios de instrumentos financieros para intentar ubicar, sin éxito, patrones que justificaran sus movimientos. Con base en ello, Payet (1995) reflexiona sobre lo siguiente:

En todo caso, la denominada hipótesis de la eficiencia de los mercados de capitales constituye un parámetro de referencia para abordar el tema de la reglamentación del mercado y enfatiza la necesidad de tener presente la importancia de la información y los mecanismos que hacen que esa información se incorpore en los precios. A mayor rapidez de reacción de los precios frente a la nueva información, mayor la eficiencia del mercado para la asignación de los recursos. Asimismo, a mayor eficiencia, más justa también la operación del mercado desde el punto de vista de la justicia distributiva, en tanto se reduce la posibilidad de generar transferencias injustificadas de inversionistas ordinarios en favor de inversionistas privilegiados con información que no se ha hecho pública. (p.70)

Es así como Payet (1995) reconoce el papel que juega la información oportuna en el mercado financiero, ya que evita transacciones basadas sobre precios irreales, que no han sido impactados por información más certera sobre el estado del instrumento financiero, y, en consecuencia, reconoce la importancia de reglamentar el mercado en esta materia.

Un teórico en común tanto en la tesis de Silva (2015) como en el seminario de Payet (1995) es el economista Joseph Stiglitz, quien ha publicado numerosos ensayos económicos, en alguno de ellos enfocándose en la información como un bien público, y las asimetrías sobre el acceso a la información que identifica en el mercado financiero.

Stiglitz (2017) comenta en un ensayo publicado por la National Bureau of Economic Research lo siguiente sobre la información como un bien público:

La información (conocimiento) es fundamentalmente diferente del acero, el maíz u otros bienes en los que se centra la economía ordinaria. La información es un bien público; de hecho, en términos más generales, el conocimiento es un bien público global (Stiglitz (1999)) y los mercados por sí solos normalmente no son eficientes en la provisión de dichos bienes... La información es un bien público, sin costo marginal asociado con el uso de una idea por otra persona, por lo que normalmente se esperaría una inversión insuficiente en información. (p. 4)

En este ensayo, Stiglitz parte de la idea de que el mercado no es eficiente, y que la información es central en su funcionamiento, por ende, es importante que sea regulada el acceso a ella. Su forma de justificar es comparando la información con un bien público donde, por su naturaleza, no se espera una gran inversión mientras sea pública y accesible para todos.

Asimismo, Stiglitz (2017) señala lo siguiente: “Además, los dueños y las empresas tienen incentivos para crear imperfecciones (asimetrías) en la información; pueden beneficiarse de la falta de transparencia.” (p. 7), con lo que se puede presumir que esta asimetría en el acceso a la información puede ser promovida por las firmas financieras y los emisores de los instrumentos, a partir de su interés en generar más ganancia.

Son los participantes de las grandes firmas los que tienen el acceso a la información de forma temprana, cosa que evidencian las regulaciones sobre la transparencia y la protección de la información no pública, y también el poder de incrementar la complejidad de los

instrumentos financieros que se han ofertado en medios financieros tradicionales y no tradicionales, en búsqueda de mayores ingresos.

Dada la importancia de los mercados financieros como actor principal en cualquier economía mediana o grande, y los argumentos planteados por Silva, Payet y Stiglitz sobre el papel de la información en la eficiencia del mercado, es más que justificable la necesidad de contar con políticas regulatorias en esta materia, que garanticen el acceso a la información de forma oportuna para todos los participantes, y el entendimiento de la misma por parte de los jugadores, ya sean institucionales o individuales.

Para continuar con el aspecto regulatorio y entender cómo el mismo impacta al mercado y por ende su eficiencia, vale la pena volver a mencionar los atributos de los inversionistas institucionales que menciona Payet en su ensayo. Según Payet (1995), las instituciones financieras, siendo el actor principal en los mercados de capitales, han ido creciendo de la mano de una clase de administradores y analistas profesionales, que ha conllevado también a un alto grado de sofisticación. Es de esta sofisticación de la que se sirven los reguladores para mejorar las prácticas de los mercados a través de sus políticas, porque realmente serán las instituciones financieras y su élite laboral los que tendrán la obligación de introducirla en el mercado y, por ende, mejorar su implementación eficiente para el mercado.

Por otra parte, los inversionistas individuales tienen que servirse de estas regulaciones, y de cómo las instituciones financieras, como principal servidor, las implementan. En este sentido, regulaciones como la de Inversionistas Calificados se han enfocado en la protección de los inversionistas individuales al buscar garantizar su entendimiento de los productos y de sus niveles de complejidad. Y aquí hay una especial diferencia que enfatiza William Douglass tras la promulgación de la Securities Act de 1933 de los Estados Unidos según Payet (1995) en su ensayo: “Aquellos que necesitan orientación sobre sus inversiones encontrarán poco consuelo en los balances, contratos y compilaciones de información incluidas en el "registration statement"” (p. 71).

Es decir, por más que se garantice el acceso a la información, esto no serviría de nada si el participante no la entiende, de hecho, sería reflejo de la ineficiencia del mercado al promover una acción por parte del individuo incorrectamente fundamentada o mal interpretada. He allí la importancia de regulaciones como la de Inversionistas Calificados.

3.2 Selección Adversa y Riesgo Moral causados por la Asimetría de la Información

El Economista Laurence Ball (2009) explicó el rol de los bancos como intermediarios financieros, y el papel que juega en la dinámica entre ahorristas e inversores, de la misma forma que Mishkin (2008) lo hace tiempo antes; adicionalmente, hace énfasis en problemas comunes que surgen en esta dinámica como la selección adversa y el riesgo moral, donde ambos son causados por el mismo fenómeno, la asimetría de la información.

En general, esto (asimetría de la información) significa que un lado de una transacción económica tiene más información que el otro lado. En los mercados financieros, los vendedores de valores saben más que los compradores (Ball, 2009).

Al enfocarse especialmente en la selección adversa, Ball (2009) la describe como el problema que surge cuando los ahorristas que están más dispuestos a invertir, son contrariamente los menos o peor informados sobre el proyecto o la transacción por realizar, lo que puede derivar en decisiones incorrectas a sus propios intereses. También, describe el problema moral como aquel escenario donde el vendedor del bono o proyecto tiene mejor conocimiento, y puede realizar acciones en detrimento de la otra parte de la transacción.

Ambos riesgos se hicieron presentes en el Reino Unido, a pesar de ser uno de los mercados más antiguos y regulados en la historia. El primer ejemplo es citado por Moreno (2019) donde detalla que la Autoridad Británica Financial Conduct Authority (FCA, 2016) había autorizado la comercialización de Contratos por Diferencia (CFD), instrumento complejo según autoridades europeas, en operaciones bilaterales a través de mercados over the counter (OTC). Posteriormente, la FCA realizó un estudio sobre el desempeño de inversiones de clientes no calificados que realizan negociaciones a través de CFD en ocho principales firmas, según Moreno (2019) se estimaba que el 80% reportaban pérdidas.

Este caso hizo concluir a la FCA (2016) que este tipo de productos otorgaban a los clientes no calificados la capacidad de obtener exposición sobre activos (como materias primas o índices bursátiles), que de otra forma no estarían expuestos. En respuesta, la European Securities and Markets Authority (ESMA o Autoridad Europea de Valores y Mercados en español) impuso nuevas regulaciones sobre los CFD hacia las empresas de inversiones, destacando restricciones sobre la comercialización, distribución y venta de estos instrumentos financieros a inversores minoristas.

También, ESMA exigió a las empresas inversoras nuevas medidas hacia sus clientes como la solicitud de información sobre sus conocimientos y experiencias en el ámbito de inversión correspondiente al tipo concreto de producto o servicios límites de apalancamiento, obligación de cierre de posiciones a nivel de cuenta de cliente en caso de consumo de garantías, mecanismo de protección de saldos negativos, restricción de los incentivos por operar con CFD, y advertencias estandarizadas sobre el riesgo de CFD.

Otro ejemplo más reciente fue discutido en una investigación realizada por el canal de Youtube de noticias DW Español, sobre la reciente crisis financiera en el Reino Unido a partir de un presupuesto con exenciones impositivas que aumentó la presión sobre el mercado de valores en este territorio, impactando el precio de sus bonos públicos. Esta cadena de hechos impactó en los Fondos de pensiones según el entrevistado Stuart Cole de Equity Capital, ya que habían invertido en dichos bonos a largo plazo a tasas de interés muy bajas, que, al requerir liquidez para enfrentar salidas de capital alta generada por la crisis, se vieron imposibilitados a responder.

El problema con los fondos de pensiones es que el mercado de inversiones frecuentemente puede vender productos difíciles de entender, y no necesariamente fondos de pensiones (en este caso inversionistas calificados) lo entienden, pero aun así participen y tengan acceso a ellos (Canal DW Español, 2022, 12m30s).

En ambos ejemplos, el escaso entendimiento de los instrumentos financieros por parte de los inversores, profesionales o no, conlleva a selecciones adversas con consecuencias estructurales para la salud financiera de un mismo país. También en ambos ejemplos, existen conflictos de interés por el riesgo moral de los fondos que participan como inversionista calificado, directamente en instrumentos complejos en nombre de clientes individuales, por el objetivo de adquirir más clientes y generar más ganancias.

El punto de partida para reducir estos riesgos en la industria financiera fue el Security Act de 1933, que surge después de la Gran Depresión de 1928, diseñado por la SEC y el Congreso de los Estados Unidos, los cuales deciden aprobar un paquete de regulaciones para reducir el problema de la información asimétrica y monitorear su cumplimiento en los individuos y firmas participantes en esta industria. En resumen, a partir de esta regulación la SEC exigió a las compañías públicas que revelaran información de sus negocios para reducir la asimetría de la información entre compradores y vendedores.

En este sentido, Ball (2009) hace referencia a requisitos como la publicación de reportes anuales en las inversiones y ganancias, por parte de las empresas que emiten bonos, para generar tranquilidad en los ahorristas e incentivarlos a invertir.

Por supuesto, el cumplimiento de estas normas y su monitoreo quedaría en las manos de los bancos, como intermediarios naturales en estas transacciones, y con posibilidad de acceder a la información de ambas partes, para garantizar la reducción de la selección adversa y del riesgo moral por la asimetría en el acceso a la información. En este sentido, los bancos se han dedicado a ejercer y mejorar las técnicas de revisión de los prestatarios que posiblemente accedan a los fondos de los ahorristas a través de dichos bancos.

Las prácticas más comunes en los bancos para revisar a los prestatarios se centran en el acceso a información como activos, deudas, ganancias, plan de negocios, entre otros. Esta información es analizada por los banqueros para estimar las probabilidades de bancarrota o impago que pudieran tener los solicitantes. Tras casi un siglo de ir mejorando estos análisis en la industria financiera, según Ball (2009) hoy los bancos son los más capacitados para realizar estas evaluaciones y decidir la aprobación de fondos, comparado con las capacidades individuales que tendría el ahorrista sin un intermediario bancario.

3.3 Origen de la categoría de Inversionista calificado

3.3.1 Security Act de 1933 en los Estados Unidos

Regulaciones como la Security Act de 1933 se han mantenido en la historia financiera como referencia en muchos otros países, y se mantiene en continua renovación porque ciertamente no logra reducir el 100% de los riesgos que implican la información asimétrica entre las partes.

En este paquete de normas, específicamente la Regla 501(a) de la Regulación D apareció la distinción entre Inversionistas Calificados, No calificados, o individuales, basado inicialmente en medidas mínimas de ingresos y capital, para determinar el grado de sofisticación financiera. Esta regla define al Inversor Calificado de la siguiente forma:

Para las empresas que recaudan capital, la definición de inversor calificado determina en gran medida quién está en su grupo de inversores potenciales, y para los inversores si son elegibles para invertir en muchas empresas en etapa inicial. Muchas de las exenciones de oferta bajo las leyes federales de valores limitan la participación a inversionistas acreditados o contienen restricciones a la participación de inversionistas no acreditados. (SEC, 2020)

En principio para individuos, el criterio financiero para obtener esta categoría exigía al menos uno de los siguientes:

- Patrimonio neto de más de 1 millón de dólares estadounidenses, excluyendo la residencia principal (individualmente o con cónyuge o pareja).
- Ingresos superiores a 200,000 de dólares estadounidenses (individualmente) o \$ 300,000 de dólares estadounidenses (con cónyuge o pareja) en cada uno de los dos años anteriores, y razonablemente espera lo mismo para el año en curso.

Sin embargo, de acuerdo a un comunicado de prensa emitido por la SEC el 18 de diciembre de 2015, la Reforma de Dodd-Frank Wall Street y el Acta de Protección al Consumidor instruyeron a la SEC revisar esta definición cada cuatro años para determinar si requería algún tipo de ajuste debido a que históricamente los individuos que no cumplían con este criterio financiero habían sido negados de participar en los mercados privados, sin importar su conocimiento financiero.

En este sentido, la SEC inició una consulta pública a mediados del 2019 con los participantes del mercado para identificar posibles cambios en el concepto de Inversionista Calificado, donde concluyó en una propuesta de cambios publicada por el Foro anual de Gobierno y Negocios de la SEC a finales de ese año tras considerar las exigencias públicas de expandir las oportunidades de inversión a aquellos que tuvieran la experiencia necesaria para participar.

Estos cambios permitieron incorporar un criterio profesional que debía comprobar conocimiento profesional en la industria, experiencias o certificaciones, adicional al criterio financiero no modificado. Asimismo, agregaron una lista de entidades inéditas que podrían optar por la calificación tales como gobiernos tribales, fideicomisos, corporaciones, entre otros.

Finalmente, para el año 2020, las regulaciones con cambios fueron la Regla 501(a) de la Regulación D sobre la definición de Inversionistas Calificados, Regla 215 para Inversionistas Calificados Individuales, y Regla 144 (a) para entidades categorizadas como Inversionistas Calificados, todas de la Security Act de 1933. Entre los principales cambios, surgieron los siguientes:

- Personas naturales podrían aplicar a la categorización de Inversionista Calificado con base en sus certificaciones profesionales, designaciones o credenciales emitidas por

instituciones educacionales autorizadas por la SEC. A esta también se le sumaron aquellos que tuvieran las licencias Serie 7 para Profesionales de la inversión con buena reputación que posean la licencia de representante general de valores, la licencia Serie 65 para representante de asesores de inversiones o la licencia de la Serie 82 de representante de ofertas privadas de valores.

- Agregar el término de “equivalente conyugal” para contabilizar capitales de parejas en las finanzas del aplicante a la categoría de Inversionista Calificado.
- Personas naturales categorizadas como “empleados expertos” de fondos privados.
- Oficinas de manejo de patrimonio familiar y sus clientes, compañías de responsabilidad limitada (LLC), asesores de inversión y agentes de bolsa registrados en la SEC y compañías de inversión en negocios rurales (RBIC) con manejo de mínimo 5 millones de dólares estadounidenses en activos.
- Agregar entidades como tribus indias, cuerpos gubernamentales, fondos, entidades organizadas bajo leyes extranjeras, todas dueñas de inversiones definidas en la Regla 2a51-1(b) bajo la Acta de Compañías de Inversiones, con activos mayores a 5 millones de dólares estadounidenses, y que no fueran formadas con el propósito específico de invertir en los valores ofrecidos.

Es así como se resumió el estatus actual de la variable principal de esta investigación en Estados Unidos, en la siguiente tabla:

Cuadro 3.1 - Variables utilizadas en la definición de Inversionista Calificado vigente en Estados Unidos

Categorías	Estados Unidos
Término	Inversor Acreditado
Regulador	Comisión de Bolsa y Valores (SEC)
Regulación	Securities Act de 1933, Regla 501(a) de Regulación D (definición inicial)
Regla	Regla 215 (Individuales) efectiva el 8 de diciembre de 2020
Criterio Financiero - Patrimonio	Patrimonio neto de más de USD 1mm, excluyendo la residencia principal (individualmente o con cónyuge o pareja).
Criterio Financiero - Ingresos	Ingresos superiores a USD 200.000 (individualmente) o USD 300.000 (con cónyuge o pareja) en cada uno de los dos años anteriores, y razonablemente espera lo mismo para el año en curso.

Criterio Profesional - Licencias	Serie 7 para Profesionales de la inversión con buena reputación que posean la licencia de representante general de valores; Serie 65 para representante de asesores de inversiones; Serie 82 de representante de ofertas privadas de valores.
Criterio Profesional - Cargos en entidades	Cliente de empresas de manejo de patrimonio familiar que ya sea categorizado como Inversionista calificados; Directores, funcionarios ejecutivos o socios generales (GP) de la compañía que vende los valores; "Empleados expertos" de fondos privados.
Regla	Regla 144 (a) (entidades) efectiva el 8 de diciembre de 2020
Criterio Financiero (Excluyente)	Entidades dueñas de Inversiones mayores a USD 5mm.
Tipo de entidad no financiera	Corporaciones, Sociedades, Compañías de responsabilidad limitada (LLC), fideicomisos, Organizaciones sin fines de lucro, Compañías de manejo de beneficios de empleados, empresas de manejo de patrimonio familiar y sus clientes familiares.
Acreditaciones individuales en la entidad	Dueños de acciones, asesores de inversión registrados en la SEC, agentes de bolsa registrados en la SEC.
Tipo de entidad financiera	Bancos, asociación de ahorros y préstamos, compañía de seguros, compañía de inversión registrada, compañía de desarrollo empresarial, compañía de inversión para pequeñas empresas o compañía de inversión para negocios rurales.

Fuente: www.SEC.gov (Elaboración propia 2023)

Entendiendo que la SEC busca proteger a los inversionistas y trata de mantener la salud del mercado, entre otras estrategias, monitoreando que haya la menor cantidad de asimetrías de la información, o mal entendimiento de ella, parece que esta ampliación de la categoría de Inversionista Calificado busca balancear el interés por aumentar la cantidad de ahorristas y fondos disponibles en los mercados, con la necesidad de limitar la selección adversa que deriven posteriormente en riesgos de incumplimientos, causado por el desconocimiento de los instrumentos complejos en el mercado actual. Algo que se destaca en este cambio, adicional al agregado del criterio profesional, es que el criterio financiero para individuos no fue modificado, aun cuando el mismo no ha variado desde la década de los 80, lo que hace

inferir que optaron por no indexar¹ estos valores, manteniendo una barrera más accesible para los ahorristas.

3.3.2 Cliente Profesional en el Foro de Comisiones Europeas de Valores

En marzo del año 2000, el Foro de Comisiones Europeas de Valores (FESCO por sus siglas en inglés), que pertenece al Parlamento Europeo y el Consejo de la Unión Europea, reunió las Comisiones Estatutarias de Valores de 17 países del Espacio Económico Europeo (EEA por sus siglas en inglés) para acordar las bases de la definición de categorías de inversores con el propósito de crear las reglas de conducta en el negocio financiero. Los principios, objetivos y conclusiones de este encuentro se registraron en el documento “Implementation of article 11 of the ISD: categorisation of investors for the purpose of conduct of business rules” público en la página web de la ESMA.

En dicho documento se indica que en las normas de conducta se deben tener en cuenta los conocimientos y naturaleza profesional del cliente, en relación con el ámbito de los servicios e instrumentos de inversión, sentando así la necesidad de entender las capacidades y experiencia de los clientes, en función de una buena implementación de reglas de conducta (ESMA, 2000).

Posteriormente, la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID por sus siglas en inglés) marco regulatorio de la industria financiera para la Unión Europea, identificó en la Directiva 2004/39/CE los 3 tipos de clientes que se pueden categorizar en esta región: Contrapartes elegibles, Clientes profesionales y Clientes minoristas. Esta Directiva indica que el objetivo de la clasificación de clientes es distinguir los niveles de protección que los intermediarios financieros tienen que proveer a sus clientes, dependiendo de sus conocimientos sobre los instrumentos financieros y el riesgo que este implique y que el cliente pretenda asumir. Así a menor entendimiento y experiencia, mayor debería ser la protección y menor la cantidad de instrumentos riesgosos que sean ofrecidos por el intermediario financiero.

Según esta Directiva, la categorización comienza en el proceso de Know your Customer (KYC o Conocer a tu cliente en español) donde como mínimo se debe solicitar al cliente completar el Cuestionario del Inversor para coleccionar la información suficiente que ayudará al intermediario a completar la categorización. También esta norma indica que puede ser

¹ Indexar: poner en relación las variaciones [de un valor] con las de un índice de referencia, según se definición en Economía del Diccionario de la Real Academia Española.

considerado como guía o ejemplo de evaluación, el criterio de idoneidad aplicado a los directivos y gestores de las entidades autorizadas de acuerdo a las directivas de MiFID. La norma indica que aquellos categorizados como Clientes profesionales o compañías elegibles, pueden solicitar un trato no profesional en función a una mayor protección y asesoría en los instrumentos riesgosos que acceda en su categoría.

Finalmente, la Directiva del 2004 señalada ha sido reemplazada por un número determinado de normas hasta llegar a la que rige actualmente el mercado europeo en este aspecto, señalada en la tabla siguiente:

Cuadro 3.2 - Variables utilizadas en la definición de Inversor Calificado vigente en la Unión Europea

Categorías	Unión Europea
Término	Cliente Profesional
Regulador	Parlamento Europeo y el Consejo de la Unión Europea
Regulación	Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID por sus siglas en inglés)
Regla	Directiva 2014/65/UE - Anexo 2
Criterio Financiero - volumen de operaciones	Que el cliente haya realizado en el mercado de valores de que se trate operaciones de volumen significativo con una frecuencia media de 10 por trimestre durante los cuatro trimestres anteriores.
Criterio Financiero - valor de la cartera	Que el valor de la cartera de instrumentos financieros del cliente, formada por depósitos de efectivo e instrumentos financieros, sea superior a 500 000 EUR.
Criterio Profesional - Cargos en entidades	Que el cliente ocupe o haya ocupado por lo menos durante un año un cargo profesional en el sector financiero que requiera conocimientos sobre las operaciones o los servicios previstos.
Regla	Directiva 2014/65/UE - Anexo 2
Criterio Financiero	Dos de las siguientes: Total del balance: 20 000 000 EUR Fondos propios: 2 000 000 EUR Volumen de negocios neto: 40 000 000 EUR
Tipo de entidades - gubernamentales o no financieras	Gobiernos nacionales y regionales, incluidos los organismos públicos que gestionan la deuda pública a escala nacional y regional, bancos centrales, organismos internacionales y supranacionales como el Banco Mundial, el FMI, el BCE, el BEI y otras organizaciones internacionales similares.

Acreditaciones individuales en la entidad	Otros inversores institucionales cuya actividad como empresa es invertir en instrumentos financieros, incluidas las entidades dedicadas a la titularización de activos u otras transacciones de financiación.
Tipo de entidad financiera	a) Entidades de crédito. b) Empresas de servicios de inversión. c) Otras entidades financieras autorizadas o reguladas. d) Compañías de seguros. e) Instituciones de inversión colectiva y sus sociedades de gestión. f) Fondos de pensiones y sus sociedades de gestión. g) Operadores en materias primas y en derivados de materias primas. h) Operadores que contratan en nombre propio. i) Otros inversores institucionales.

Fuente: www.eur-lex.europa.eu (Elaboración propia 2023)

Esta norma es relativa a los mercados de instrumentos financieros y cubre muchos otros aspectos del sector, sin embargo, incluye como Anexo un capítulo para la categoría de Cliente profesional y compañías elegibles, y describe allí la categoría como “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”, así como los requisitos anteriormente mencionados.

3.4 Método Comparativo

En esta investigación se utilizó el método comparativo para el análisis de la categoría de Inversionista Calificado entre Argentina y Colombia vigentes para el año 2021, según las características de este método descritas en la Revista de Temas Sociales Kairos (2011), en la 6ta edición del libro Metodología de la Investigación de Roberto Hernández Sampieri (2014), entre otros.

En la Revista mencionada, la Magister en Ciencias Sociales y Profesora de varias universidades argentinas, Graciela Tonón (2011), realizó una publicación sobre la utilización del método comparativo en estudios cualitativos en ciencia política y ciencias sociales. En la misma, cita a Giovanni Sartori (1984) para describir el objetivo del método comparativo como la búsqueda de similitudes y disimilitudes. Bajo este principio, se inició esta investigación, al identificar que había distintos elementos y parámetros en la definición de Inversionista Calificado descrita en las regulaciones de ambos países, para luego encontrar la homogeneidad que conecta dichos elementos entre ambas unidades.

También, los estudios sobre el método comparativo del académico alemán Dieter Nohlen son citados en la revista jurídica de la Universidad Nacional Autónoma de México (2020), y en ella se describe cinco funciones del método comparativo: a) heurística, b) empírico-generalizadora, c) generadora de hipótesis, d) empírica-cuantificadora, y e) comprobadora de hipótesis. De estas, la función heurística es definida por la revista como la función que “ayuda a la perspectiva de comparación a lograr un entendimiento más profundo en la complejidad del correspondiente objeto de estudio y en cuanto anima a percibir más claramente la especificidad de cada caso” (p. 45).

En esta investigación se realizó una comparación sistemática para identificar las diferencias entre ambos países, y construir una interpretación a partir de cada categoría identificada. Para demostrar esa comparación sistemática, se construyeron diversas tablas comparativas con base en los lineamientos sobre metodología comparativa planteados en el libro de Metodología de la Investigación de Roberto Hernández Sampieri (2014), comenzando por la recolección de los datos conseguidos a partir de las regulaciones revisadas, para así iniciar una primera definición de categorías esperadas basándose en la homogeneidad entre parámetros entre ambos países.

También, para complementar el análisis de las categorías resultantes en la comparación entre ambos países, fue necesario la elaboración de instrumentos de entrevistas preparados en función a las variables centrales y secundarias, donde se abordaron las preguntas resultantes que las regulaciones por sí solas no respondían. El resultado de estas entrevistas completó las bases para los análisis finales en el ejercicio comparativo.

4. DIAGNÓSTICO

4.1 Características económicas, financieras y de mercado entre Argentina y Colombia

En principio, durante el proyecto de esta investigación se realizó una comparación inicial entre los principales valores económicos de Argentina y Colombia para el año 2021, para confirmar que ambas unidades de análisis fueran relativamente homogéneas en términos económicos.

Cuadro 4.1 - Cuadro comparativo de Indicadores Económicos y Financieros entre Colombia y Argentina

Indicadores Económicos 2021	Argentina	Colombia
Población	45.808.747	51.516.562
Producto Interno Bruto (USD)	487,23 mil millones	314,46 mil millones
PIB per cápita (USD)	10.636,10	6.104,1
Crecimiento del PIB (en porcentaje anual)	10,4	10,7
Total de Reservas (incluye oro, USD)	39.653.498,61	58.018.679,41
Indicadores Financieros 2020	Argentina	Colombia
Empresas que utilizan bancos para financiar la inversión (% de empresas)	40,9	53,6
Acciones negociadas, valor total (USD)	2.183.040	10.000.100
Capitalización en el mercado de empresas nacionales que cotizan en bolsa (USD)	39.393.540	106.315.200
Crédito interno proporcionado por el sector financiero (% del PIB)	38,9 (2017)	70,4 (2014)
Crédito interno al sector privado otorgado por los bancos (% del PIB)	15,4 (2017)	54,3 (2020)
Inversión extranjera directa, entrada neta de capital (balanza de pagos, USD)	6.782.348,89	9.309.780,57

Fuente: [Sector financiero | Data \(bancomundial.org\)](https://datos.bancomundial.org/) (Elaboración propia 2023)

En esta comparación se puede observar que estos países tienen cantidad de poblaciones similares y casi iguales crecimientos anuales registrados en el año 2021. Difieren en términos de PIB y Reservas Internacionales, donde cada uno supera al otro en uno de los indicadores, sin superarse en más del 60%. Asimismo, en materia financiera se pudo observar que Colombia supera a Argentina, en varias ocasiones en más del 100%, en cuanto a uso de los bancos y el sector financiero como fuente de recursos para invertir en acciones, capitalizaciones o créditos, lo que indica una tendencia mayor en el país andino a recurrir al mercado financiero para la obtención y distribución de recursos.

En materia de reguladores de mercado de capitales, la CNV en Argentina y la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) cumplen estos roles desde el siglo XX. Una forma sencilla de resumir las características y similitudes en la organización de ambos mercados es descrita en la siguiente tabla creada en la tesis de Silva (2015) antes mencionada:

Cuadro 4.2 - Similitudes en la estructura del mercado de capitales de Argentina y Colombia

Mercado de capitales colombiano	Mercado de capitales argentino
El estado participa en la estructura del mercado de capitales colombiano a través de la Superintendencia Financiera como ente de control en las operaciones en beneficio de los inversionistas.	El estado participa en la estructura del mercado de capitales argentino a través de la Comisión Nacional de Valores como ente de control en las operaciones en beneficio de los inversionistas.
Los emisores de valores son las entidades que emiten los títulos, estas pueden ser empresas privadas o públicas.	Los emisores de valores son las entidades que emiten los títulos, estas pueden ser empresas privadas o públicas.
En el mercado de capitales colombiano, los intermediarios del mercado de valores o comisionistas de bolsa son los encargados del acercamiento entre oferentes y demandantes.	En Argentina existen las sociedades y/o agentes de bolsa , estos son los articuladores entre la parte inversora y la empresa que emita, en nuestro caso la PyME, también elaboran los prospectos de emisión.
Los inversionistas son parte de la estructura del mercado de capitales colombiano.	Los inversionistas son parte de la estructura del mercado de capitales argentino.
Las calificadoras de riesgo son parte fundamental en la estructura del mercado de capitales colombiano, existen tres entidades de este tipo.	Las calificadoras de riesgo son parte fundamental en la estructura del mercado de capitales argentino, existen cuatro entidades de este tipo.

Fuente: Iván Darío Silva Figueroa (2015)

De acuerdo a esta comparativa, ambos organismos de control también tienen una función representativa del Estado en sus mercados de capitales. También, se pudo observar que ambos mercados comparten los actores más comunes, emisores, inversores y calificadoras de riesgo, con mismas funciones en el sector. Asimismo, cuentan con intermediarios entre oferentes y demandantes, llamados de forma distinta, pero con funciones similares.

4.2 Variables en las regulaciones de Inversionistas Calificados

Las regulaciones inicialmente debían definir qué se considera por Inversor Calificado, o Inversor Profesional, y cuáles son los parámetros para medir si un individuo o entidad puede calificar como inversionista calificado. En este sentido, la variable de Definición de Inversor Calificado estuvo presente en ambas regulaciones, sin embargo, Argentina únicamente delegó la definición del concepto a la determinación de los parámetros.

De la misma forma, las limitaciones y beneficios otorgados bajo la categoría de Inversor Calificado eran variables esperadas en las regulaciones revisadas; y si bien éstas estaban presentes en las normas, no se observaron extensas descripciones sobre los límites de acción en la extensa oferta que los intermediarios financieros pueden ofrecer. Sólo se limitaron en

ambos casos a hacer referencias a ciertos productos o emisores, de forma muy general. Sin embargo, el propósito de estas regulaciones es establecer los parámetros de la categoría para posteriormente dejar que cada regulación específica a productos indique el grado de sofisticación requerido en los inversores.

Posteriormente, en las regulaciones revisadas en Argentina, Colombia y también en Estados Unidos y la Unión Europea como referencias adicionales, se observaron que todos los reguladores establecen como variable central uno o varios criterios financieros, como depósitos, capitales o inversiones realizadas, determinadas bajo su propia moneda, unidades monetarias internas o referencias económicas definidas por sus reguladores monetarios. Estos criterios financieros representan la primera barrera cuantitativa establecida para calificar el grado de sofisticación. Asimismo, estos criterios son útiles para medir la expectativa de los reguladores sobre la población económica que puede alcanzar dichas barreras para acceder al mercado de inversiones de alto riesgo en sus países.

Otra variable esperada gracias a las referencias teóricas y los cambios observados en los últimos años es el criterio profesional, que en ambos países analizados resultó estar incluido, pero no necesariamente bien definido por la norma. Más adelante se observarán las diferencias. Esta variable también fue importante en esta investigación porque es la barrera opcional que permite el acceso al mercado de alto riesgo a personas que sí tengan el grado de sofisticación a partir de sus propios conocimientos, pero no necesariamente cumplan con el criterio financiero.

Inesperadamente en ambas regulaciones también se encontraron referencias hacia la ubicación del inversor calificado, las cuales se revisaron con los entrevistados para mayor entendimiento. Esto debido a que el criterio de ubicación tal como está planteado en ambas regulaciones, es insuficiente para determinar un grado de sofisticación en un inversor. Asimismo, vale la pena destacar que en ninguna de las referencias incluidas en el Marco Teórico se incluye esta variable por sí sola.

Hay variables recurrentes en estas regulaciones relacionadas a tipo de entidad, acreditaciones individuales o grado de vigilancia por parte del regulador financiero, que agruparán una parte importante de los participantes en ambos mercados locales, que terminan siendo categorizados como Inversionista Calificado sin evaluación alguna con base en los criterios financieros o profesionales.

Por último, ambas regulaciones dejan entender ciertos aspectos del proceso para determinar la calificación que los intermediarios tendrían que seguir, sin detallar los pasos o procedimientos a seguir. Sí se identifican los responsables requeridos en realizar la evaluación, algunas variables a tomar en cuenta y la frecuencia para revisar los criterios.

En el siguiente capítulo se compararon cada una de estas variables por país, lo que sirvió para sistematizar el análisis y para generar preguntas adicionales que, con ayuda de las entrevistas, ayudaron a concluir el estudio cualitativo tanto a nivel normativo como a nivel de ejecución por parte de los intermediarios financieros entrevistados en ambos países.

4.3 Comparación de categoría de Inversionista Calificado entre Argentina y Colombia: definición y criterios

A continuación, se detallaron y compararon los principales elementos que incluyen las normas regulatorias de ambos países que definen el concepto de inversionista calificado, delimitan el criterio de calificación, y exponen los límites y beneficios que implica esta categoría en cada país.

Se pudo observar que ambas regulaciones priorizan la definición del criterio de calificación a esta categoría, por encima de la definición en sí misma, dejándolo en el caso de Argentina a la solvencia de un patrimonio determinado para responder a la pregunta de qué es un inversionista calificado. Asimismo, dichas regulaciones no detallan límites y beneficios claros a partir de esta categoría, más allá de la posible reducción de requisitos de información, o el acceso a ciertos productos, que en ambos casos difieren entre sí.

Cuadro 4.3 - Criterios de calificación de la categoría de Inversionista Calificado entre Argentina y Colombia en el año 2021

Categorías	Argentina	Colombia
Término	Inversor Calificado	Inversionista Profesional y Cliente Inversionista
Regulador financiero	Comisión Nacional de Valores	Superintendencia Financiera de Colombia
Marco Normativo	Resolución General 761/ 2018	Decreto Presidencial 1291 de 2020
Definición de Inversor Calificado	Aquel que reúna las condiciones de idoneidad profesional o técnica, o de solvencia patrimonial que al respecto fije la CNV, es decir las actualizadas	Todo cliente que cuente con la experiencia y conocimientos para comprender, evaluar y gestionar adecuadamente los riesgos inherentes a cualquier decisión de inversión. En Colombia, tendrán la categoría de "cliente inversionista"

	en Resolución General 761/2018.	aquellos clientes que no tengan la calidad de "inversionista profesional".
Limitaciones / Beneficios	<p>Cuando las ofertas públicas se encuentran dirigidas a inversores calificados resulta razonable la reducción de los requisitos de información.</p> <p>Sólo podrán ser adquiridos por inversores calificados los valores negociables en oferta pública emitidos por las PYMES y valores representativos de deuda de corto plazo sólo podrán ser adquiridos y transmitidos -en los mercados primarios o secundarios- por los inversores calificados.</p>	<p>Que la experiencia internacional y la realidad del mercado indican que es necesario que los inversionistas profesionales no tengan límites de participación en fondos de capital privado y que los inversionistas menos sofisticados cuenten con protección adicional y con un límite máximo de exposición en estos productos.</p> <p>Productos limitados a Inversionistas calificados: Los valores de contenido crediticio o mixto que sean objeto de oferta pública bajo modalidad no estandarizada, y adjudicaciones adicionales con transferencia temporal de valores.</p>

Fuente: Argentina.gob.ar y www.funcionpublica.gov.co (Elaboración propia 2023)

Al revisar las regulaciones que determinan esta calificación en ambos países, se puede notar que, en ambos casos, sobre todo en el caso argentino, así como en Estados Unidos y la Unión Europea, los criterios para medir la idoneidad del inversor como calificado están divididos inicialmente entre individuos y entidades, lo que hace sentido dado a que la evaluación se adapta a los dos grandes grupos de usuarios que participan en el mercado.

Antes de continuar con la comparación de los criterios exigidos en las regulaciones, tanto como para individuos como para entidades, primero se debe aclarar los siguientes: 1. La categorización se otorga con el cumplimiento de al menos uno de los criterios descritos a continuación, a excepción de casos que se indicarán en la tabla; 2. las unidades de medida utilizadas en cada país hacen referencia a instrumentos creados por sus respectivos bancos centrales para distintos objetivos, ejemplo el cálculo de diversos instrumentos financieros en Argentina, y establecer límites mínimos en la definición de salarios en Colombia; 3. los criterios financieros fueron convertidos a dólares estadounidenses a la fecha del 31 de diciembre de 2021, para facilitar la comparación.

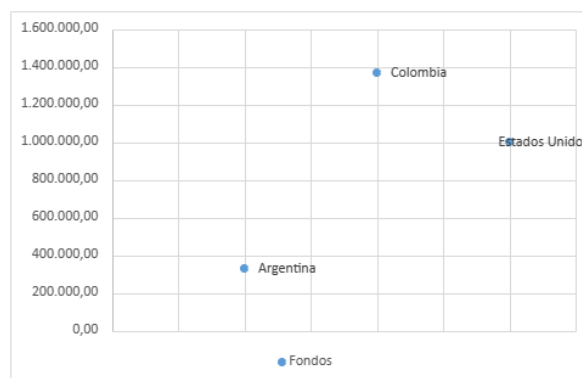
Cuadro 4.4 Cuadro comparativo de calificación de Inversionista Calificado para Individuos en Argentina y Colombia en el 2021

Categorías	Argentina	Colombia
Unidad de medida	Unidades de Valor Adquisitivo: 97,51 ARS al 31 de diciembre de 2021. Unidad de Valor Adquisitivo (UVA).	Salario mínimo mensual legal vigente (SMMLV): COP 908.526,00 al 31 de diciembre de 2021, el cual se fija para periodos de un año y su riata de pago es mensual.
Criterio Financiero - Fondos	350.000 UVA (USD 332.150,85) en depósitos en entidades financieras al momento de efectuar la inversión	El cliente deberá acreditar al intermediario, al momento de la clasificación, un patrimonio igual o superior a 6.000 SMMLV (USD 1.369.238,11)
Criterio Financiero - Inversiones realizadas	350.000 UVA (USD 332.150,85) en inversiones en valores negociables al momento de efectuar la inversión	Mínimo uno de los siguientes: 1. Ser titular de un portafolio de inversión de valores igual o superior a 3.000 SMMLV (USD 684.619,06) 2. Haber realizado directa o indirectamente 15 o más operaciones de enajenación o de adquisición, durante un período de 60 días calendario, en un tiempo que no supere los dos años anteriores al momento en que se vaya a realizar la clasificación del cliente. El valor agregado de estas operaciones debe ser igual o superior al equivalente a 21.000 SMMLV (USD 4.792.333,39).
Criterio Profesional – Licencias / Registros	Inscriptas, con carácter definitivo, en el Registro de Idóneos a cargo de la CNV. Idoneidad en mercado de capitales: La idoneidad es un requisito exigido por la Comisión Nacional de Valores a quienes desempeñen las actividades de venta, promoción o prestación de cualquier tipo de asesoramiento al público inversor, para garantizar que cuentan con el nivel de competencia e integridad requerido.	Las personas que tengan vigente la certificación de profesional del mercado como operador, otorgada por un organismo autorregulador del mercado de valores
Criterio de Ubicación	Personas humanas con domicilio real en el extranjero.	Aquellos inversionistas clasificados como inversionista profesional, o su equivalente, en las jurisdicciones que hacen parte de la Alianza del Pacífico.

Fuente: Argentina.gov.ar y www.funcionpublica.gov.co (Elaboración propia 2023)

Esta comparación inicia con el criterio financiero inicial exigido a individuos para ser inversor calificado. Este criterio ofrece dos opciones, el patrimonio o depósitos en entidades financieras al cual se denominó “fondos”, y el de inversiones realizadas. Respecto al criterio de los fondos, ambos países ofrecen este criterio como entrada a la categoría, a partir de su acreditación en declaraciones, sin exigencias específicas a los intermediarios financieros en materia de verificación de dichos fondos, o instrucciones específicas para su medición. De esta comparación se destacó una amplia diferencia entre los valores exigidos debido a que Colombia exige hasta un 400% más que los fondos exigidos en Argentina, lo que indica un acceso más restrictivo al mercado de alto riesgo en Colombia, inclusive por encima de EEUU como se muestra en la gráfica a continuación.

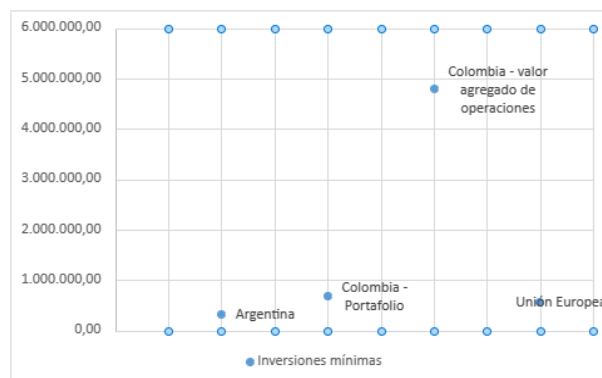
Gráfica 4.1 - Fondos en dólares estadounidenses, exigidos a los individuos para ser categorizados como Inversor Calificado en el año 2021



Fuente: Elaboración propia 2023

En materia de inversiones realizadas, ambos países aceptan la cantidad de valores negociados incluidos en la tabla comparativa anterior, con la diferencia de que mientras en Argentina pueden ser depósito o valores negociados, en Colombia se debe cumplir con el criterio de fondos, y al menos uno de los requisitos en el criterio financiero de inversiones. Asimismo, sólo en Colombia se detallan requisitos específicos para la evaluación que tendrá que realizar el agente financiero sobre cantidad de valores negociados (200% más que en Argentina), tiempos y resultados, similares a los exigidos en la UE.

Gráfica 4.2 - Inversiones en dólares estadounidenses, exigidas a los individuos para ser categorizados como Inversor Calificado en el año 2021



Fuente: Elaboración propia 2023

En materia de evaluación de experiencia, ambas normas son muy similares al permitir la recepción de certificados de operadores o de idoneidad, emitidos por los reguladores. Es así como este es el único criterio para individuos al que hace referencia a la experiencia y el conocimiento en ambos países.

Por último, el criterio de ubicación incluido en la tabla comparativa en ambos países parece muy flexible comparado con EEUU o la UE, donde ni siquiera se mencionan.

Cuadro 4.5 Cuadro comparativo de calificación de Inversionista Calificado para Entidades en Argentina y Colombia en el 2021

Categorías	Argentina	Colombia
Criterio Financiero - Inversiones o depósitos	Mismo que Criterio Financiero - Fondos	N/A
Tipo de entidades gubernamentales o no financieras	El Estado Nacional, las Provincias y Municipalidades, Entidades Autárquicas, Sociedades del Estado y Empresas del Estado. Organismos Internacionales y Personas Jurídicas de Derecho Público Fondos Fiduciarios Públicos. La Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSeS) Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) Cajas Previsionales	N/A
Acreditaciones individuales en la entidad	Personas Jurídicas registradas por la Comisión como agentes, cuando actúen por cuenta propia	N/A

Entidades financieras o bajo vigilancia del Regulador	Categorizadas de acuerdo a Marco Legal del Sistema Financiero Argentino: Bancos y Entidades Financieras Públicas y Privadas. Fondos Comunes de Inversión. Fideicomisos Financieros con oferta pública. Compañías de Seguros, de Reaseguros y Aseguradoras de Riesgos de Trabajo. Sociedades de Garantía Recíproca	Las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia, según Decreto 663 de 1993.
Criterio de ubicación	Personas jurídicas constituidas en el extranjero.	Los organismos financieros extranjeros y multilaterales

Fuente: Argentina.gov.ar y www.funcionpublica.gov.co (Elaboración propia 2023)

En el caso de la comparación de criterios exigidos a entidades que buscan esta calificación, Argentina incluye a las personas jurídicas como posibles solicitantes a partir del criterio financiero comparado en la tabla 4.3 para individuos, no así Colombia. En cualquier caso, en el caso argentino predomina la misma interrogante que en el criterio de fondos para individuos, debido a la ausencia de instrucciones para medir o verificar estos fondos, y siguen siendo muy flexibles comparado con criterio similar en EEUU.

De forma similar pasa con las entidades financieras y no financieras, gubernamentales o agentes financieros actuando por cuenta propia, donde se les considera inversionista calificado en Argentina, sin evaluación alguna y sólo por su naturaleza; no así en Colombia donde no se menciona ninguna excepción como esta, excepto para entidades financieras ya supervisadas bajo el regulador.

Por último, similar al criterio de ubicación para individuos, en el caso de las entidades también ambos países cuentan con esta exigencia como medio para ser categorizado inversionista calificado, con la distinción de que, en Colombia, se evalúa junto al tipo de entidad.

Cuadro 4.6 Cuadro comparativo de Procedimiento para comprobación de criterio financiero en Argentina y Colombia en el 2021

Categorías	Argentina	Colombia
Responsables	Agentes Intermediarios en las operaciones.	Agentes Intermediarios.

Proceso	Acreditación mediante declaración jurada sobre el valor equivalente de sus inversiones y/o depósitos en entidades financieras, de acuerdo al criterio financiero de fondos o inversiones.	Para determinar el valor del portafolio se tendrán en cuenta los valores que estén a nombre del cliente en un depósito de valores debidamente autorizado por la SFC o en un custodio extranjero. También serán tenidas en cuenta las inversiones en contratos de fiducia de inversión, administración de portafolios de terceros, participaciones en fondos de inversión y, demás vehículos que administren recursos del inversionista, sin contar seguridad social. Para determinar el período de sesenta (60) días calendario, se tendrá como fecha inicial la que corresponda a cualquiera de las operaciones de adquisición. Los intermediarios deberán adoptar procedimientos que permitan establecer la experiencia y conocimientos del inversionista.
Frecuencia	Anual	Al clasificarse
Tipo de cambio a dólar estadounidense	Tipo de cambio mayorista establecido por el Banco Central a través del sistema SIOPEL del Mercado Abierto electrónico, tal como está previsto en la Comunicación “A” 3500. Valor: USD x ARS 102,75 al 31 de diciembre de 2021.	La tasa de cambio representativa del mercado (TRM) es la cantidad de pesos colombianos por un dólar de los Estados Unidos. La TRM se calcula con base en las operaciones de compra y venta de divisas entre intermediarios financieros que transan en el mercado cambiario colombiano, con cumplimiento el mismo día cuando se realiza la negociación de las divisas. Valor: USD x COP 3.981,16 al 31 de diciembre de 2021.

Fuente: Argentina.gob.ar y www.funcionpublica.gov.co (Elaboración propia 2023)

Respecto a los procedimientos para evaluar cada uno de estos criterios, ambas regulaciones sólo indican instrucciones incipientes y con vacíos respecto a los criterios que ya se fueron analizando. Entre estas instrucciones destacan tres aspectos: la frecuencia, ya que sólo Argentina exige una frecuencia anual para la reevaluación de los criterios financieros, el responsable, donde si bien para ambos casos es el agente financiero, sólo en el caso argentino se aclara que debe ser el agente que va a participar como intermediario en las operaciones del inversionista, y finalmente el proceso. La regulación colombiana detalla distintos parámetros para evaluar los valores negociables, por ubicación, tipo de instrumento y únicamente a nombre del aspirante a inversionista calificado, mientras que en Argentina sólo se limita a recibir una declaración jurada sin exigencia de verificaciones.

Por último, se destaca que, en materia de medición de experiencia y conocimiento, las regulaciones no exigen procesos para la medición de experiencia, más allá de la recepción de certificaciones, pero no sugieren cómo debería ser ese proceso.

4.4. Entrevistas a expertos en los intermediarios financieros y reguladores de mercado

Una vez se analizaron todas las categorías identificadas en las regulaciones de ambos países, las similitudes y diferencias derivaron en un grupo de interrogantes que se llevaron posteriormente a dos modelos de entrevistas semi estructuradas que ayudaron a profundizar en el contenido de las regulaciones, y en el reconocimiento de su implementación en los bancos impactados en ambos países.

Las entrevistas se dividieron en dos grupos, uno para entrevistados que pertenecieran a la banca y otro modelo para entrevistados que pertenecieran al ámbito regulador. Fueron realizadas 4 entrevistas a través de videollamadas o por correo electrónico. Los entrevistados pertenecientes a la banca estaban directamente relacionados con las regulaciones porque realizan el KYC para clientes dentro de las áreas de Ventas. Los entrevistados que trabajan en los reguladores de esta norma como la CNV y la SFC sin embargo, no estaban directamente relacionados con el área en cuestión, pero pudieron proporcionar una perspectiva más generalizada de la norma en sus respectivos países.

Para formular las preguntas y organizarlas por tipo de entrevistados, se identificaron las dudas residuales tras las comparaciones hechas en los cuadros 4.3 al 4.6 antes descritos. Una vez identificadas las dudas, se organizaron por modelo de entrevistas (Banca y Regulador), para atender las interrogantes con las personas más idóneas. Cada respuesta fue transcrita y reubicada en cada categoría derivada de los cuadros comparativos, para finalmente desarrollar conclusiones y comentarios a partir de la comparación de normas y la profundización de la norma en la práctica gracias a las entrevistas.

En el Anexo 1 – Modelo de Entrevista para Banca, se detallan las preguntas realizadas a los empleados de Banca Internacional S.A. en sus filiales en Argentina y Colombia durante el mes de marzo de 2023. Asimismo, en el Anexo 2 - Modelo de Entrevista para Regulador se detallan las preguntas realizadas a los empleados de los reguladores financieros de ambos países, la CNV y la SFC.

Las principales categorías abordadas en el Anexo 1 fueron preguntas relacionadas al proceso establecido por los bancos para la calificación del cliente, y los límites y beneficios que esta

categoría otorga. El proceso de calificación era clave discutirlo en las entrevistas debido a que era necesario confirmar con los ejecutores de la norma, cómo esta había sido interpretada, cuáles eran los procesos establecidos por la banca en consecuencia, y así identificar las diferencias resultantes entre la expectativa asentada por la norma y lo que pasa en la realidad interna de un banco de inversiones en ambos países.

Por otra parte, se hizo especial énfasis en la categoría de limitaciones y beneficios en las preguntas del Modelo 1 de entrevista debido a que la norma por sí sola en ambos países no aclara los límites de productos específicos que sólo se les permitiría acceder a un Inversionista Calificado. En este sentido, también se obtuvo conocimiento sobre los controles establecidos en la identificación de Inversionistas Calificados, así como cualquier otro control derivado de este proceso, o de los productos permitidos a este grupo únicamente.

Este modelo de entrevista permitió identificar qué tan involucrado ha estado el regulador en la implementación de la norma, al querer confirmar tanto con la Banca como con los representantes de los Reguladores, las posteriores orientaciones impartidas por estos últimos sobre cómo ejecutar esta norma, dónde hacer énfasis, o excepciones permitidas.

El Anexo 2 - Modelo de Entrevista para Regulador se enfocó en los criterios financieros exigidos a los inversionistas calificados tales como los fondos o patrimonio exigidos, o las inversiones realizadas. Con las preguntas se intentó confirmar si el regulador estaba consciente de la cantidad de población económicamente activa que podía alcanzar los límites exigidos, o saber sus opiniones al hacerle notar cuán flexible o estricto su norma se percibía con respecto a los demás países con los que se comparó en esta investigación.

También, se intentó ahondar en criterios como el de ubicación o licencias y registros otorgados por los mismos reguladores, para entender la razón para incluirlos como criterios en estas normas.

En el capítulo 5 se describen los resultados de estas entrevistas organizados por categoría comparada entre las dos normas de ambos países. En el mismo se observaron tres puntos muy importantes que aclararon ciertas suposiciones iniciales:

1. El alcance de estas normas en los procesos internos de los bancos que la implementan, o como su implementación tuvo un alcance limitado dado que los procesos de evaluación de clientes están determinados más por otras normas como el KYC, o por la mitigación de

riesgos derivados del tipo de producto, que las exigencias determinadas para inversionistas calificados;

2. La implementación de esta norma en ambos países hace inferir que el país con la norma más “estricta” en términos de criterios financieros exigidos, termina siendo la ejecutada de manera más flexible.

3. La implementación de esta norma depende mucho del tipo de cliente que participe en los mercados locales analizados, ejemplo Argentina, donde la banca suele recibir participantes que ya se encuentran regulados por la CNV o la Ley de Intermediarios Financieros, y, en consecuencia, la norma termina siendo secundaria en el análisis o evaluación del cliente.

5. RESULTADOS DE COMPARACIÓN DE VARIABLES

5.1 Comparación de variables según entrevistas

A continuación, se detallan los comentarios extraídos de las entrevistas realizadas a los representantes de la banca y los reguladores en ambos países, a partir de las variables identificadas en la comparación de la categoría Inversionista Calificado.

Cuadro 5.1 Análisis de variables entre Argentina y Colombia de acuerdo a las entrevistas realizadas

Variable	Entrevista	Resultados	
		Argentina	Colombia
Marco Normativo	¿Cuáles han sido los procesos establecidos por los intermediarios financieros para la evaluación de los criterios exigidos por el regulador para la calificación del Inversionista Calificado?	El tipo de actividad que realiza el banco en Argentina no implica la participación en el mercado de valores por cuenta de terceros, sólo por cuenta propia, y los clientes que se aceptan son las contrapartes que generalmente son empresas que ya se encuentran categorizadas como Inversionistas Calificados, ya que están regulados bajo la Ley de Intermediarios Financieros. En los pocos casos que ha habido inversionistas individuales, se les solicita completar un cuestionario propuesto por la CNV, enfocado en determinar el apetito de riesgo que tiene el inversor para identificar un perfil de inversionista, entre Bajo, Moderado y Arriesgado.	Después del proceso de “onboarding” del cliente, se evalúa su patrimonio para determinar si se clasifica como Inversor Profesional o no, el cual debe superar los 3.500.000.000,00 de pesos colombianos para ser categorizados como Profesionales. Los que poseen un patrimonio menor a ese límite son categorizados como Cliente Inversor.

<p>Limitaciones / Beneficios entre categorías</p>	<p>1. ¿Qué tipo de productos usualmente se limitan a Inversionistas Calificados solamente?</p> <p>2. ¿Qué tipos de controles de riesgos se aplican a los Inversionistas Calificados? ejm. límite de apalancamiento, cierre de posiciones de clientes cuando la garantía se consume, restricciones de incentivos, advertencia de riesgos y límite general garantizado de pérdidas?</p> <p>3. ¿En Argentina, las limitaciones a valores negociables emitidos por PYMES tienen algún objetivo puntual relacionado a quién puede invertir en PYMES?</p>	<p>1. El banco entrevistado indicó que no establece un límite de productos por la calificación. El límite de productos está determinado por la actividad en la que el banco local participe en sí, ejemplo bonos de títulos públicos, bonos corporativos, operaciones de futuros. Cuando se realiza el KYC para determinar el apetito de riesgo del cliente, se determinan de una vez los tipos de productos en los que el cliente participará, en este caso como Contraparte, para que el resultado contenga los riesgos derivados de la actividad.</p> <p>2. Los clientes que ingresan son analizados de acuerdo a las normas de la Unidad de Información Financiera (UIF) y al BCRA para completar el proceso de KYC y así confirmar su correcto gobierno corporativo, estructura accionaria, y determinar los riesgos derivados de su actividad, para asegurar que no haya ningún tipo de ilicitud de fondos. A partir del resultado, el área de Créditos determina los límites por producto derivados del perfil de riesgo resultante, entre otros.</p> <p>3. Según el regulador argentino, las normas CNV establecen que quienes invierten en productos PyMES revistan la calidad de inversores calificados, por cuanto las emisoras PyMES cuentan con un régimen con menores requisitos de información, para facilitar su acceso al Mercado de Capitales y al financiamiento.</p>	<p>1. En lo que respecta a la actividad local, en Colombia no hay un límite de productos, el cliente se registra en la filial con el producto de su interés ya identificado, y luego se determina su categoría como inversor.</p> <p>2. Al cliente ser categorizado, la filial sólo utiliza esta información para orientar al cliente en el producto en que se centra la actividad de intermediación, y se controlan los riesgos en función al producto a negociar. Dichos controles no se establecen en función a la categoría del cliente, sólo en función al producto, y el cliente asume con el banco la total responsabilidad en caso de pérdidas. El representante del banco comentó que es relativamente nueva la implementación de esta clasificación en la filial en Colombia.</p>
--	---	--	---

<p>Criterio Financiero - Fondos</p>	<p>1. ¿Cuántos de la población económica total en Argentina / Colombia estima podrían alcanzar el nivel de valores negociables exigidos?</p> <p>2. ¿Por qué en Colombia son tan altos los fondos exigidos comparados con US inclusive (USD 1mm en EEUU vs USD 1,3mm en Colombia)?</p>	<p>1. El entrevistado por parte del regulador destacó que la finalidad de ese requisito fue establecer cierto grado de historial de inversiones (o fondos) en distintos intermediarios del sistema financiero, fijando un monto mínimo y no en moneda local para no tener que estar actualizando la normativa con cierta frecuencia. El entrevistado indicó no estar en condiciones de responder, ya que necesitaría conocer qué porcentaje de la población de todo el país puede ser considerado inversor financiero. También indicó que al momento de establecer dicho mínimo se hicieron los análisis estadísticos pertinentes (hace un poco más de 4 años y medio).</p>	<p>1. El entrevistado por parte del regulador considera que no se encuentra en condiciones de responder esta pregunta, ya que no está al tanto del total de inversores profesionales en Colombia actualmente. También indica que esta información tendría que ser recolectada en cada uno de los bancos.</p> <p>2. El entrevistado no cuenta con la normativa vigente en Estados Unidos, para hacer un juicio al respecto, sin embargo, considera que, para determinar los fondos exigidos en esta regulación colombiana, la Superintendencia realizó los análisis estadísticos necesarios que, de hecho, implicaron la actualización de estos montos en el año 2020.</p>
<p>Criterio Profesional - Licencias/ Registros</p>	<p>1. ¿Cuáles son las principales características del Registro de Idóneos de la CNV usado para comprobar el conocimiento profesional del inversor?</p> <p>2. ¿Cuáles son las principales características de las certificaciones profesionales usadas para calificar en Colombia? ¿Quién la otorga?</p>	<p>1. El Registro de Idóneos CNV no tiene esta sola finalidad. Está normado en el capítulo V del Título de TRANSPARENCIA de las Normas CNV. Dicho Registro es público y en él deben inscribirse todas las personas que desarrollen actividades de venta, promoción o prestación de cualquier tipo de asesoramiento con el público inversor, a través de un Agente registrado en CNV. El requisito principal es rendir y aprobar el examen de idoneidad conforme las características que determine la CNV.</p>	<p>2. El Certificado Profesional de Operador otorgado por el Autorregulador de Mercado de Valores (AMV) tiene distintas finalidades. Es un registro público otorgado a partir de un examen que debe pasar el operador si desea desarrollar actividades de compra y venta de valores en el mercado colombiano, así como promoción o prestación de cualquier tipo de asesoramiento en contacto con el público inversor en el ámbito del Mercado de Capitales, a través de un Agente Intermediario.</p>

Criterio de Ubicación	¿Por qué el criterio de ubicación fue considerado por el regulador?	Fue incluido porque en Argentina existen personas con domicilio en el exterior y/o legalmente constituidas en el extranjero que revisten la calidad de clientes de Agentes con matrícula CNV y realizan inversiones en el Mercado de Capitales local.	Fue incluido porque en Colombia existen personas con domicilio en el exterior y legalmente constituidas allí que revisten la calidad de clientes de Agentes con matrícula en sus países y realizan inversiones en el Mercado local.
Proceso	<p>¿Ha habido algunas orientaciones por parte de los reguladores hacia los intermediarios financieros en materia de implementación de la designación de Inversionista calificado?</p> <p>La diferencia entre el criterio financiero de la regulación argentina y la regulación colombiana es 400% más alta en el caso de Colombia.</p> <p>¿Considera entonces que la regulación argentina es más flexible?</p>	No ha habido orientaciones adicionales, tampoco se ha solicitado de acuerdo al conocimiento del entrevistado. Según el regulador, por el momento se considera que la norma vigente es suficiente y satisfactoria.	<p>No ha habido orientaciones adicionales respecto a la clasificación, sin embargo, se han publicado regulaciones de la SFC sobre el requerimiento de políticas y procedimientos para la clasificación del cliente, elaborar el perfil del cliente, clasificar complejidad de los productos, elaborar un perfil de producto, analizar si ambos perfiles se adecuan entre sí, suministrar las recomendaciones profesionales, gestión de documentación y registro de asesoría, evaluar la claridad y pertinencia de la información suministrada al cliente, definición de tarifas y comisiones.</p> <p>La actividad de la filial colombiana sí es más tradicional como intermediario por cuenta de terceros, comparado con la Argentina, por ende, el regulador no ve como excesiva la diferencia.</p>
Frecuencia	¿Con cuál frecuencia se revisan los criterios con los que el cliente calificó como Inversionista Calificado?	Dependiendo del nivel de riesgo resultante en el proceso de Conozca a su cliente, se debe renovar este proceso anualmente en el caso de los clientes categorizados como de riesgo Alto, cada 3 años si es Medio y cada 5 años si es de riesgo Bajo.	Dependiendo del nivel de riesgo resultante para el cliente, se debe renovar este proceso anualmente para clientes con riesgo Alto, cada 3 años si es Medio y cada 5 años si es Bajo. Este criterio es adicional a la clasificación del cliente como inversionista profesional, se realiza a partir de los resultados del proceso

			de KYC, y está determinado por tipo de producto que el cliente va a operar, en qué tipo de jurisdicción va a operar, en cuál moneda, si es una persona políticamente expuesta, si el negocio tiene una exposición a un sector de alto riesgo, entre otros.
--	--	--	--

Fuente: Entrevistas (Elaboración propia 2023)

5.2. Similitudes y Diferencias entre Inversionista Calificado en Argentina y Colombia en el 2021

A continuación, se resumen las similitudes y diferencias encontradas a partir del análisis de las normas en cuestión y los comentarios recibidos en las entrevistas realizadas.

Cuadro 5.2 Cuadro comparativo entre Inversionista Calificado en Argentina y Colombia en el 2021

Variable	Similitudes	Diferencias
Marco Normativo	1. Normas recientemente actualizadas, y en paralelo a cambios en EEUU y UE. 2. Ambas hacen distinciones en algunos criterios sobre requisitos para individuos y entidades.	Se describen en detalle por categoría. Se destaca que la regulación colombiana no distingue los requisitos entre individuos y entidades, por cada categoría, como sí lo hace Argentina.
Limitaciones / Beneficios entre categorías	A nivel regulaciones, ambos países indican que se pueden reducir requisitos a los inversionistas calificados y acceder a productos limitados, ejemplo productos en oferta pública. Sin embargo, en la práctica se pudo notar como los bancos de hecho no se enfocan a limitar a los inversionistas de acuerdo a su calificación. Las limitaciones de hecho en ambos casos van alineadas con el producto que el propio intermediario ofrece o participa.	Argentina enfoca los productos limitados a los emitidos por Pymes, y utiliza al inversionista calificado como conductor de análisis de riesgo para las PyMES aspirantes a emisión de deuda pública. En el caso de Colombia, no limita productos a un tipo de emisor, sólo a contenido crediticio, transferencia temporal de valores y modalidad no estandarizada. También, en el caso de Colombia, la definición sólo va a implicar que el banco les exija a sus clientes una declaración asumiendo la responsabilidad de las pérdidas en dado caso.

<p>Criterio Financiero - Fondos</p>	<p>Las normas no detallan requisitos específicos para la comprobación de los fondos mínimos exigidos. Debido a que ambas normas fueron recientemente actualizadas, los representantes de los reguladores indican que, al momento de establecer dichos montos mínimos, se hicieron los análisis estadísticos pertinentes. Sin embargo, para poder comprobar la población de estos países que puede realmente alcanzar estos niveles, se tendría que hacer un estudio estadístico más profundo con los principales intermediarios financieros de cada país, ya que no es un dato centralizado por el regulador.</p>	<p>El patrimonio en Colombia supera en 400% aproximadamente los fondos exigidos que en Argentina.</p>
<p>Criterio Profesional - Licencias/Registros</p>	<p>Ambos permiten la presentación del certificado emitido para operadores en el mercado de valores como soporte único para la obtención de la calificación y comprobación de conocimiento. Ambas certificaciones tienen el mismo propósito en sus mercados locales.</p>	<p>Inicialmente no se observan diferencias ya que ambas regulaciones permiten el uso de certificaciones preexistentes para la calificación.</p>
<p>Criterio de Ubicación</p>	<p>Ambas incluyen criterios de ubicación para inversionistas extranjeros. En ambos casos no se aclara que sean criterios secundarios, sin embargo, en la práctica los bancos pueden utilizar este criterio acompañado de otro de los listados anteriormente, para clasificar como Inversionista Calificado.</p>	<p>Colombia limita a una región determinada por la asociación económico-política en la que este país participa.</p>
<p>Proceso</p>	<p>No se encontraron similitudes destacables en materia de procesos para la calificación de los clientes. En materia de medición de experiencia, las regulaciones no especifican procesos para la medición de experiencia más allá de la recepción de certificaciones.</p>	<p>La regulación colombiana detalla un procedimiento para la comprobación de la existencia de los valores negociables por ubicación y tipo de instrumento, y limitado a los que estén a nombre del aspirante a inversionista calificado. La regulación argentina sólo se limita a recibir una declaración jurada sin exigencia de verificaciones.</p>

Frecuencia	A nivel regulación no se encontraron similitudes, sin embargo, en la práctica, los representantes de bancos entrevistados aseguraron que hay un esquema de revisión periódica de acuerdo a las evaluaciones iniciales del cliente, con lo cual asumen un criterio más conservador que lo exigido en la regulación.	Argentina contempla una revisión periódica por regulación, no exigida en Colombia.
-------------------	--	--

Fuente: Argentina.gob.ar y www.funcionpublica.gov.co (Elaboración propia 2023)

6. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Para responder a las preguntas de investigación y objetivos específicos, fue necesario identificar primero la importancia del concepto central de este estudio en la eficiencia del mercado de valores. El Inversionista Calificado por un lado busca garantizar que los instrumentos financieros complejos sean ofrecidos a aquellos que están en capacidad de asumir sus riesgos; por otro lado, busca garantizar que aquellos que no están en capacidad de entenderlos, obtengan la asesoría suficiente y oportuna, por parte de su agente financiero en su papel de intermediario.

En este sentido, su rol con la eficiencia del mercado está relacionado al papel que juegan los intermediarios financieros en proveer información suficiente y oportuna a los inversionistas, dependiendo de sus necesidades de conocimiento y entendimiento, para evitar que estos tomen decisiones basadas en la incompreensión de un producto financiero.

Teóricos citados en esta investigación indican que el verdadero valor de un instrumento financiero surge una vez toda la información del mismo está disponible para los participantes del mercado, y que la eficiencia del mercado a su vez depende de qué tan rápido el precio de un producto se ve impactado por la información disponible. Es decir, hay una relación entre participante, información disponible, el precio del instrumento financiero y la eficiencia del mercado. En consecuencia, si uno o más participantes del mercado acceden a la información correcta sobre un instrumento financiero determinado, pero no la entiende y accionan en función a esa mala interpretación, el verdadero valor de ese producto no se reflejará en el mercado hasta que la selección adversa concluya.

Así como lo indica Stiglitz en el Marco Teórico de esta investigación, debido a los desafíos en el mercado de valores sobre las asimetrías en el acceso a la información incentivado por los emisores y las firmas financieras, en su interés de generar más ganancia a partir de la falta de transparencia y el riesgo moral inherente, y también por los ejemplos citados del Reino Unido sobre el impacto que puede tener el mal entendimiento de instrumentos financieros de forma masiva, conjugado con otros factores externos de la economía financiera, está más que justificada la necesidad de tener regulaciones que garanticen el entendimiento de los jugadores, ya sean institucionales o individuales.

Una vez aclarada la importancia de normas que categoricen el nivel de conocimiento de los Inversionistas, la investigación se enfocó en la descripción y comparación de las normas en los países unidades de análisis. En este análisis comparativo, se identificaron variables constantes en ambas regulaciones que ayudaron a resumir las similitudes y diferencias en la definición del Inversionista Calificado de Argentina y Colombia en el 2021. Estas variables fueron el Marco Normativo, Procesos, Frecuencia, Límites y Beneficios, Criterios Financieros, Profesiones y de Ubicación.

A partir del análisis comparativo de estas variables, y las aclaraciones obtenidas en las entrevistas, se desarrollaron las siguientes conclusiones:

Respecto al Marco Normativo, más allá de que ambas regulaciones ofrecen al menos dos o más criterios para la categorización de Inversionistas Calificados, en la práctica el patrimonio en Colombia y el tipo de entidad ya regulada como intermediaria financiera en Argentina, son las variables más usadas por los bancos al momento de la evaluación.

En cuanto a los Procesos, las normas no detallan los pasos que se deberían seguir, sin embargo, de acuerdo a las entrevistas al sector bancario, la implementación de esta evaluación en ambos países está determinado por el proceso de KYC, y reforzado por las experiencias de sus filiales en otros países, que resultan en perfiles de clientes entre Alto, Moderado y Bajo riesgo. La intención de esta evaluación que ya incluye el criterio de Inversionista Calificado es identificar el apetito de riesgo de los clientes, tolerancia a pérdidas y niveles de conocimientos en el mercado, para ser agrupados y expuestos a asesorías más profundas a los clientes menos expertos, o a ninguna asesoría a clientes más profesionales.

Sobre los Límites y Beneficios, a partir de las entrevistas se pudo observar que los bancos no establecen límites de acceso a productos dependiendo de la categoría del cliente, y

realmente los límites se basan en la propia actividad del banco, es decir, los productos que ofrecen, y los límites de riesgos tradicionalmente exigidos.

En cuanto a la Frecuencia de la evaluación del cliente, según los bancos entrevistados, en la práctica esto está más determinado por los resultados en la evaluación inicial donde los clientes más riesgosos reciben una evaluación anual, mientras que los de bajo riesgos cada 5 años, con lo cual la práctica termina siendo más estricta para el mercado colombiano, y más flexible en el caso argentino donde la norma pide una revisión anual.

Sobre los Criterios Financieros, si bien este sería el indicador cuantitativo más tangible que proponen ambas normas en Argentina y Colombia, en la práctica para Argentina termina siendo una referencia secundaria al lado del tipo de entidad regulada, que es el más común usado allí. En el caso de Colombia, los entrevistados de bancos indicaron que el límite de patrimonio es de hecho un poco menor que el indicado en la norma colombiana. Y a pesar de que es el criterio más usado allí, en Colombia la misma sólo determinará el nivel de asesoría que el banco pretender proveer al cliente, no límite alguno a productos. También se pudo notar que en Colombia sólo esta variable es evaluada, y se ignoran los demás criterios financieros de la norma.

Por otra parte, vale la pena destacar que ambos países han actualizado estos valores recientemente (menos de 5 años), sobre la base de estudios estadísticos realizados por el Regulador, según las partes entrevistadas.

El Criterio Profesional en ambos países es contemplado para adquirir el estatus de Inversionista Calificado, y hace referencia a certificados multipropósitos, emitidos por los reguladores para individuos que desean participar en el mercado como operadores o agentes. Los bancos también coincidieron en que este es el segundo criterio más usado.

El Criterio de Ubicación en ambas regulaciones es utilizado por los bancos para agilizar la participación de agentes constituidos en el extranjero que cuentan con certificaciones locales para desempeñarse como agentes, con lo que se puede decir que la forma de utilizarlo en la práctica es más eficiente, que como se describe por sí sola en la regulación.

Con las descripciones y comparaciones realizadas en el Desarrollo y en la primera parte de las Conclusiones de esta investigación, se dan por cumplidos los Objetivos Específicos 1 y 3, así como las preguntas iniciales de este estudio. Sin embargo, el objetivo específico orientado al impacto de esta norma en los niveles de participación de clientes no pudo ser

concluido, ya que se requieren datos como la cantidad de inversionistas calificados en ambos países durante un periodo determinado, no público hoy en día, para medir el impacto a partir de los cambios. Para ello se necesitaría un estudio de un ente centralizado como el regulador financiero de ambos países, para consolidar dicha data proveniente de cada intermediario financiero.

Uno de los aspectos que motivó esta investigación fue la incorporación de la experiencia y conocimiento como criterio para calificar como Inversionista Calificado. En esta comparación se pudo observar que, en el caso de Colombia, esta incorporación no generó un nuevo proceso de evaluación, por el contrario, los bancos se reorientaron a la solicitud del Certificado Profesional de Operador de la AMV, con lo cual dejan esta determinación en las manos del regulador. Asimismo, para Argentina, este aspecto no era nuevo porque la norma ya incluía el Certificado equivalente (Registro de Idóneos CNV) para garantizar el conocimiento del cliente.

Finalmente, sobre el empleo más accesible, más restrictivo y, en definitiva, más eficiente de esta norma en ambos países, se encontró que, para determinar una respuesta justificada cuantitativamente, se requería medir un impacto en la cantidad de participantes como recién se mencionó. Sin embargo, algunos aspectos se pueden destacar a continuación:

Para Argentina, la lista de tipo de entidades excluidas de esta evaluación hace presumir un riesgo no monitoreado si se toma en cuenta que Provincias o empresas del Estado no necesariamente tengan el conocimiento para entender instrumentos complejos; esto sumado a que las evaluaciones a clientes pueden ser cada 3 y 5 años.

Asimismo, en el caso de Colombia se pudo observar que los bancos entrevistados no limitan el acceso a productos con base en esta norma, sino con base en los límites de riesgos tradicionales como riesgo de crédito, de mercado, entre otros. Por el contrario, el uso de esta norma sólo impulsa a los bancos colombianos a adquirir acuerdos internos con los clientes para que estos asuman la responsabilidad total en caso de pérdida, acción que no se alinea con el propósito de la norma.

Más allá de esta evaluación de inversionista calificado, los bancos tanto en Argentina como en Colombia se sirven de límites de riesgos establecidos por tipo de producto y por perfil de cliente que salvaguardan la salud financiera de estos países, sin embargo, no deja de llamar la atención que los mismos no implementan esta norma completamente, al aplicar los anteriores mencionados por ser más conservadores, pero en consecuencia, terminan

ignorando la necesidad de evaluar la capacidad del cliente de entender los instrumentos financieros complejos a los que puede acceder, y con ellos los riesgos que asumirá.

Por último, se pueden destacar un par de recomendaciones que resultaron tras este análisis y que puede contribuir a posteriores investigaciones tanto a nivel académico como a nivel regulatorio. Primero, se recomienda la realización de un estudio centralizado por parte de los entes reguladores de estos países, donde contabilizan la cantidad de inversionistas calificados y no calificados por banco, para totalizar el estatus por país, y que esta estadística sirva como base para futuros análisis donde, por ejemplo, se quiera medir el impacto de los cambios en esta norma en estas categorías.

Segundo, tomar como referencia el estudio realizado en el 2016 por la FCA, mencionado en el Marco teórico de esta investigación, como estrategia para utilizar esta estadística. Allí se estudió el desempeño de inversionistas no calificados a través de CFD, el cual evidenció altas pérdidas en este voluminoso grupo, e impulsó al regulador a recategorizar el producto como complejo, y a exigir nuevos controles. En consecuencia, realizar análisis sobre el desempeño de estos grupos de inversionistas en tipos de productos específicos, ayudaría a identificar desempeños, impacto, riesgos y controles necesarios.

7. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Ball, L. (2009). *Money, Banking and Financial Markets*. [Archivo PDF].

www.academia.edu/35407120/MONEY_BANKING_AND_FINANCIAL_MARKETS

Banco Central de la República Argentina. (2022). *Marco Legal del Sistema Financiero Argentino 2022*. [Archivo PDF]

www.bcra.gob.ar/Pdfs/SistemasFinancierosYdePagos/MarcoLegalCompleto.pdf

Banco Central de la República Argentina. (2021). *Política financiera y crediticia*.

www.bcra.gob.ar/SistemasFinancierosYdePagos/Politica_financiera_crediticia.asp

Banco Central de la República Argentina. (2021). *Unidad de Valor Adquisitivo*.

www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/Principales_variables_datos.asp

Banco de la República de Colombia. (2021). Tasa Representativa del Mercado (TRM - Peso por dólar). www.banrep.gov.co/es/estadisticas/trm

Banco Mundial. *Indicadores de Sector Económico - Colombia, Argentina (2021)*.

www.datos.bancomundial.org/indicador/FI.RES.TOTL.CD?locations=CO-AR

Banco Mundial. *Indicadores de Sector Financiero - Colombia, Argentina (2020)*.

www.datos.bancomundial.org/indicador/FD.AST.PRVT.GD.ZS?locations=CO-AR

Banco Mundial. (2021). *Indicadores de Sector Social, Económico, Financiero - Colombia, Argentina*. www.datos.bancomundial.org/?locations=CO-AR

Canal DW Español. (11 de diciembre de 2022). *Qué señales lanzan los mercados y advierten de una tormenta como la de Reino Unido*. Youtube.

www.youtube.com/watch?v=uciOj5XeVGA&t=7s

Comunicación "A" 3500 [Banco Central de la República Argentina]. (01/03/02)

Decreto 1291 de 2020. [Presidencia de la República de Colombia]. Disposiciones para la determinación del tipo de cambio de referencia. 02 de marzo de 2020.

Decreto 2555 de 2010. [Presidencia de la República de Colombia]. De la definición de Inversionista Profesional y Cliente Inversionista. 15 de julio de 2010.

Directiva 2004/39/CE de 2004. [Parlamento Europeo y del Consejo]. Relativa a los mercados de instrumentos financieros. 21 de abril de 2004.

Directiva 2014/65/UE de 2014. [Parlamento Europeo y del Consejo]. Relativa a los mercados de instrumentos financieros. 15 de mayo de 2014.

Financial Stability Board. (10 de noviembre de 2022). *To G20 Leaders*. www.fsb.org/wp-content/uploads/P111122.pdf

Hernández Sampieri, R., Fernández, C. y Baptista, P. (2014). *Metodología de la Investigación*. Editorial Mc Graw Hill Education.
www.drive.google.com/file/d/0B7fKI4RAT39QeHNzTGh0N19SME0/view?resourcekey=0-Tg3V3qROROH0Aw4maw5dDQ

Mishkin, F. (2008). *Moneda, banca y mercados financieros*. Pearson Educación.
Librodigital.sangregorio.edu.ec/librosusgp/13056.pdf

Moreno Basso, P. (2019). *Contratos por diferencia dentro de los mercados de capitales y su impacto sobre los inversionistas no calificados en Chile* [Tesis de Maestría, Universidad de Chile]. Repositorio Académico de la Universidad de Chile.

Nohlen, D. (2020). *El Método Comparativo*. Instituto de Investigaciones Jurídicas de la Universidad Nacional Autónoma de México. DOI: <https://tinyurl.com/y2lh7foq> - UNAM

Payet, J. (1995). El mercado de valores y la protección de los inversionistas. *Revista Ius et Veritas*. (12). 69-79. www.dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=6083127

Real Academia Española. (2005). Diccionario panhispánico de dudas.

Resolución General 509/2007 de 2018. [Comisión Nacional de Valores]. Relativa a PYMES - Inversores Calificados. 7 de junio de 2007.

Resolución General 510/2007 de 2018. [Comisión Nacional de Valores]. Relativa a Valores de Corto Plazo - Inversores Calificados. 28 de junio de 2007.

Resolución General 761/2018 de 2018. [Comisión Nacional de Valores]. Relativa a la definición de Inversores Calificados. 6 de septiembre de 2018.

Salario Mínimo Colombia. (2021). *Así quedó el Salario Mínimo para 2021*.
www.salariominimocolombia.net/2021

Sartori, G. (1984). *La política, lógica y método en las ciencias sociales*. Fondo de Cultura Económico.

Securities Act of 1933. General Rules and Regulations, Securities Act of 1933. 27 de mayo de 1933.

Silva Figueroa, I. (2015). Análisis comparativo sobre la viabilidad que tienen las pymes para acceder al mercado de capitales en Colombia y Argentina. [Tesis de Especialización, Universidad de Buenos Aires]. Repositorio Digital Institucional de la Universidad de Buenos Aires.

Stiglitz, J. (2017). *The revolution of information economics: the past and the future* [Archivo PDF]. www.nber.org/system/files/working_papers/w23780/w23780.pdf

Superintendencia Financiera de Colombia. (2022). *Acerca de la SFC*. www.superfinanciera.gov.co/inicio/nuestra-entidad/acerca-de-la-sfc-60607

The Forum of European Securities Commissions. (2000). *Implementation of Article 11 of the ISD: Categorisation of Investors for the purpose of Conduct of Business Rules*. www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/00_fesco_a.pdf

Tonon, G. (2011). La utilización del método comparativo en estudios cualitativos en ciencia política y ciencias sociales: diseño y desarrollo de una tesis doctoral. *KAIROS. Revista de Temas Sociales*. Año 15. N° 27. www.revistakairos.org/wp-content/uploads/Tonon.pdf

U.S. Securities and Exchange Commission. (18 de diciembre de 2015). *Press Release: SEC Issues Staff Report on Accredited Investor Definition*. www.SEC.gov/news/press-release/2015-284

U.S. Securities and Exchange Commission. (26 de agosto de 2020). *Press Release: SEC Modernizes the Accredited Investor Definition*. www.SEC.gov/news/press-release/2020-191

8. ANEXOS

Anexo 1 – Modelo de Entrevista para Banca

1. ¿Cuáles han sido los procesos establecidos por los intermediarios financieros para la evaluación de los criterios exigidos por el regulador para la calificación del Inversionista Calificado?
2. ¿Qué tipo de productos usualmente se limitan a Inversionistas Calificados solamente?
3. ¿Qué tipos de controles de riesgos se aplican a los Inversionistas Calificados? ejm. límite de apalancamiento, cierre de posiciones de clientes cuando la garantía se consume, restricciones de incentivos, advertencia de riesgos y límite general garantizado de pérdidas?
4. ¿Ha habido algunas orientaciones por parte de los reguladores hacia los intermediarios financieros en materia de implementación de la designación de Inversionista calificado?
5. ¿Con cuál frecuencia se revisan los criterios con los que el cliente calificó como Inversionista Calificado?
6. ¿Sólo el acceso a ciertos productos y reducción de requisitos son los beneficios destinados a Inversionistas Calificados? ¿los intermediarios financieros definen qué se limita y qué se ofrece a esta categoría?

Anexo 2 - Modelo de Entrevista para Regulador

1. ¿Ha habido orientaciones adicionales por parte de los reguladores hacia los intermediarios financieros en materia de implementación de la designación de Inversionista calificado, además de la regulación? Si la respuesta es afirmativa, puede dar ejemplos. Si es negativa, ¿puede indicar por qué no ha habido orientaciones adicionales?
2. ¿Por qué el criterio de ubicación fue considerado por el regulador (Personas humanas con domicilio real en el extranjero / Personas jurídicas constituidas en el extranjero.)?
3. ¿Cuántos de la población económica total en Argentina / Colombia estima podrían alcanzar el nivel de valores negociables exigidos por la regulación en el criterio financiero de depósito o inversiones realizadas por individuos o entidades?

Para Regulador argentino:

4. La diferencia entre el criterio financiero de la regulación argentina (número de depósitos, inversiones realizadas) y la regulación colombiana es 400% más alta en el caso de Colombia. ¿Considera entonces que la regulación argentina es más flexible? Argumente su respuesta si es posible.
5. ¿Cuáles son las principales características del Registro de Idóneos de la CNV usado para comprobar el conocimiento profesional del inversor?
6. ¿En Argentina, las limitaciones a valores negociables emitidos por PYMES tienen algún objetivo puntual relacionado a quién puede invertir en PYMES (Ref. R. G. 509/2007 PYMES – INVERSORES CALIFICADOS)?

Para Regulador colombiano:

7. ¿Por qué en Colombia son tan altos los fondos exigidos comparados con US inclusive (USD 1mm en EEUU vs USD 1,3mm en Colombia)?
8. ¿Cuáles son las principales características de las certificaciones profesionales usadas para calificar? ¿Quién otorga la certificación en Colombia? ¿Se pueden obtener ejemplos de estas certificaciones?