

Tendencias internacionales y otras experiencias sobre protección del inversor y educación financiera

INICIATIVAS DE LA UE Y TENDENCIAS INTERNACIONALES (OCDE, G20) EN LA PROTECCIÓN DEL INVERSOR FINANCIERO

Miguel Mora Hidalgo

Vocal Asesor de la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera. Ministerio de Economía y Competitividad. España

MODELO DE AUTORREGULACIÓN, SUPERVISIÓN Y ENFORCEMENT EXPERIENCIA DE ANBIMA

Patricia Fresch Menandro

Gerente de Estudios Regulatorios. ANBIMA

FONDOS DE GARANTÍA DE INVERSORES. LA EXPERIENCIA DEL FOGAIN EN ESPAÑA

Ignacio Santillán Fraile

Director General de la Gestora del FOGAIN

INICIATIVAS DE LA UE Y TENDENCIAS INTERNACIONALES (OCDE, G20) EN LA PROTECCIÓN DEL INVERSOR FINANCIERO

Miguel Mora Hidalgo

Vocal Asesor de la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera. Ministerio de Economía y Competitividad. España

■ 1. INICIATIVAS EN LA UNIÓN EUROPEA

La mejora de la regulación de los servicios financieros en la Unión Europea (UE) tuvo su despegue fundamental a partir de la Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables, por la que se establecieron las condiciones para que las empresas de inversión y los bancos autorizados pudieran prestar determinados servicios o establecer sucursales en otros Estados miembros con el llamado pasaporte común que otorgaba la autorización del Estado de origen, el cual tenía también atribuida la competencia de supervisión.

El presupuesto básico era la necesidad de construir sólidamente un mercado único financiero, lo que sería imposible sin una legislación suficientemente armonizada y con un tratamiento similar de todas las entidades que desearan actuar en el ámbito de la Unión Europea.

Esta tendencia se completó en buena parte con la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros que, con algunas insuficiencias, concernientes sobre todo al registro, compensación y liquidación de los valores, ha venido a ofrecer un marco regulatorio general al sector financiero bursátil.

Como ha puesto de manifiesto la llamada crisis financiera, a partir de 2008 son muchas las lagunas regulatorias existentes, fruto, como es bien conocido, de los afanes desregulatorios dominantes en los últimos años.

Parte de estas lagunas se están ahora intentando colmar en la UE, y es la propuesta de revisión de la Directiva antes mencionada el mayor empeño en curso que se relaciona directamente con el tema de la protección del inversor, y que se analiza a continuación.

1.1. Propuesta de Directiva de reforma de la Directiva 2004/39/CE sobre mercados de instrumentos financieros (21-10-2011.COM (2011) 656 final)

La Directiva inicial (MiFID) de 2004 estableció un marco regulatorio para la prestación de servicios de instrumentos financieros (tales como la intermediación, asesoramiento, negociación, gestión de carteras, etc.) por parte de bancos y empresas de servicios de inversión y por la gestión de mercados regulados por parte de los operadores de mercados, así como las facultades y las obligaciones de las autoridades nacionales competentes en relación con esas actividades.

Desde su aplicación tras su incorporación a las legislaciones nacionales en noviembre de 2007, se han producido cambios que justifican la revisión de dicha Directiva.

El objetivo general de la reforma es completar la integración, la competitividad y la eficiencia de los mercados financieros de la UE. Para ello se extiende el ámbito de los mercados a plataformas alternativas y se amplía el "pasaporte" para prestar los servicios en toda la UE tan solo sujetándose al cumplimiento de los requisitos organizativos e informativos exigidos, así como al cumplimiento de las normas que aseguren la protección del inversor, lo que explica que introduzcamos en este Estudio un amplio resumen de la propuesta de la UE.

Las ventajas ya comprobadas desde la aplicación de la MiFID se pretenden aumentar y consolidar, a saber: la mayor competencia entre plataformas de negociación de los valores y más posibilidades de elección para los inversores en cuanto a los prestadores de servicios y a los valores disponibles, todo ello favorecido por los avances tecnológicos. Además, los costes de negociación han disminuido, al tiempo que ha aumentado la integración de los mercados.

Pero también se han puesto de manifiesto algunas dificultades. En particular, la competencia ha aumentado la fragmentación de los mercados y las dificultades para recoger y transmitir la información. Al tiempo, se ha reducido la transparencia entre las plataformas, aumentando los riesgos de las empresas de inversión.

Por otra parte, la crisis financiera ha mostrado la debilidad de la regulación de instrumentos financieros distintos de las acciones, negociados sobre todo entre inversores profesionales, lo que debería corregirse con mayores niveles de transparencia, supervisión y protección del inversor.

Por tanto, la revisión de la MiFID constituye una parte integral de las reformas previstas para conseguir un sistema financiero más seguro y sano, más transparente y más

responsable para favorecer al sistema económico y a la sociedad en su conjunto para superar la crisis financiera, así como para asegurar un mercado financiero en la UE más integrado, eficiente y competitivo. Es también un instrumento esencial para cumplir el compromiso del G20 (cumbre de Pittsburg, de septiembre de 2009) de superar los aspectos menos regulados y más opacos del sistema financiero y mejorar la organización, la transparencia y la supervisión de varios segmentos del mercado, especialmente en relación con los instrumentos financieros negociados mayoritariamente fuera de los mercados (instrumentos OTC —"over the counter"—), complementando la legislación ya propuesta sobre derivados OTC, contrapartidas centrales y registros de operaciones (septiembre, 2010).

También se considera necesario mejorar la supervisión y la transparencia de los mercados de derivados con subyacente de materias primas. Ahí también se necesita mejorar la protección del inversor.

La reforma se pretende realizar a través de dos instrumentos legislativos:

- Una Directiva que revise los requisitos para prestar los servicios de inversión, el ámbito de las excepciones en cuanto a su aplicación, los requisitos exigidos a las empresas de inversión en cuanto a su organización y normas de conducta, los requisitos para las plataformas de negociación, la autorización y las obligaciones de los proveedores de servicios, las facultades de las autoridades competentes, las sanciones y las reglas aplicables a empresas de terceros países que operan a través de sucursales.
- Un Reglamento que establece los requisitos en cuanto a publicación de datos de las operaciones para el público y de los datos de negociación para las autoridades competentes; remueve las barreras que puedan discriminar en cuanto al acceso a las plataformas de compensación; la obligatoriedad de negociar los derivados en plataformas organizadas; acciones supervisoras específicas en cuanto a derivados; y prestación de servicios por empresas de terceros países sin sucursales.

Los aspectos concretos más destacados de la reforma se exponen a continuación.

- **Igualdad de condiciones para ejercer las actividades en los mercados**

Siempre ha de ser a través de plataformas organizadas (mercados regulados y plataformas multilaterales de negociación), con iguales requisitos de pre y posttransparencia en la negociación, así como iguales exigencias organizativas y de supervisión, teniendo en cuenta los diferentes tipos de instrumentos financieros (principalmente, acciones, bonos y derivados) y de negociación (sobre todo, con el sistema de libro de órdenes o con el sistema de cuotas).

Se ha de asegurar también una igualdad de tratamiento en las plataformas multilaterales organizadas que admiten una mayor discrecionalidad, así como en la llamada "internalización sistemática", con la que cabe ejecutar operaciones contra el propio capital del "internalizador", pero no puede mediar entre clientes.

- **Extensión de la MiFID a productos y servicios similares**

La revisión pretende que gocen de la misma protección que ofrece la MiFID todas las operaciones realizadas para inversores minoristas, que satisfagan similares necesidades de los inversores y que planteen dificultades comparables en cuanto a protección. También se extiende la aplicación de la MiFID a empresas de inversión y entidades de crédito que emiten y venden sus propios valores.

Por otra parte, se debe también aplicar la MiFID cuando se trata de servicios prestados sin asesoramiento.

Otro problema que se pretende solucionar es el que surge como consecuencia de las diferencias de legislación aplicable por lo que concierne a servicios no sujetos a la MiFID hasta ahora en algunos países. Se pretende que los inversores estén protegidos de manera similar independientemente del territorio del prestador del servicio o de la naturaleza del mismo.

En suma, se amplía la aplicación de las exigencias de la MiFID, en particular lo relativo a normas de conducta y a conflictos de interés aplicables a la venta por parte de entidades de crédito de depósitos estructurados, incluyendo los supuestos de empresas de inversión y de crédito que venden sus propios valores sin prestar asesoramiento.

- **Revisión de las excepciones previstas en la MiFID**

La MiFID exige autorización para los servicios y actividades relativas a instrumentos financieros contratados por cuenta propia. Sin embargo, se establecieron tres excepciones: las operaciones realizadas por cuenta propia como actividad exclusiva, como actividad secundaria de una sociedad no financiera o como parte de una actividad no financiera de comercio de materias primas.

Teniendo en cuenta que esos supuestos también pueden generar riesgos, la revisión consiste en limitar las excepciones a actividades menos centrales para los objetivos de la MiFID porque se trate de operaciones de naturaleza más comercial o que no constituyan negociación de alta frecuencia.

- **Mejora del marco de la estructura del mercado**

Se ha comprobado que los tres tipos de sistemas de negociación previstos en la MiFID (mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación y la internalización sistemática) no han cubierto todas las necesidades. Por ello, se crea una nueva categoría para sistemas organizados de negociación con características distintas a los ya existentes, con estrictos requisitos organizativos e idénticas normas de transparencia, para conseguir una mayor competitividad y mayor actividad transfronteriza debido a los avances tecnológicos y al propio marco de la MiFID.

- **Mejora en gobierno corporativo**

Ya en la vigente MiFID se exige que las personas que dirigen una empresa de inversión tengan buena reputación y suficiente experiencia para asegurar una gestión adecuada y prudente.

Ahora la revisión pretende —en línea con otras reformas ya adoptadas en temas de gobierno corporativo en el sector financiero— aumentar las exigencias en cuanto a las cualidades, las funciones y las responsabilidades tanto de los directores ejecutivos como no ejecutivos, así como conseguir un mayor equilibrio en la composición de los órganos de gestión. En particular, se pretende que tengan suficientes conocimientos y experiencia que posibiliten una adecuada gestión de los riesgos, todo ello en interés de los inversores y de la integridad del mercado.

- **Refuerzo de los requisitos organizativos para salvaguardar un eficiente funcionamiento y la integridad de los mercados**

El desarrollo tecnológico en la negociación de los instrumentos financieros plantea tanto oportunidades como dificultades. En general, sus efectos son positivos para la liquidez del mercado, mejorando su eficiencia, especialmente para asegurar un tratamiento adecuado de las amenazas que plantean la contratación algorítmica y la de alta frecuencia. Se pretende que en la MiFID existan suficientes salvaguardas organizativas, de modo que exista control de riesgos apropiado para mitigar la negociación desordenada. Además, se pretende asegurar la supervisión y el control de tales actividades por parte de las autoridades competentes.

- **Refuerzo del marco de protección del inversor**

Se pretende mejorar la protección del inversor en relación con la prestación de asesoramiento en la inversión y en la gestión de carteras, así como la posibilidad para las empresas de inversión de aceptar incentivos de terceros y de clarificar las

condiciones y acuerdos con los inversores para que estos negocien libremente en el mercado sobre determinados instrumentos no complejos con obligaciones mínimas o con protección ofrecida en nombre de su empresa de inversión. Además, se introduce un marco para contratar con prácticas de ventas cruzadas para asegurar que los inversores sean informados adecuadamente y que estas prácticas no les sean perjudiciales.

Las propuestas también refuerzan los requisitos en cuanto al manejo de fondos e instrumentos pertenecientes a los clientes por parte de las empresas de inversión y sus agentes y clasifica como un servicio de inversión la custodia de instrumentos financieros en nombre de los clientes. En general, se mejora la información que debe darse a los clientes en relación con los servicios que se les presta y en cuanto a la ejecución de las órdenes.

- **Mejora de la protección en la prestación de servicios de inversión a los clientes no minoristas**

La clasificación de los clientes introducida por la MiFID (minoristas, profesionales y contrapartes elegibles) aún siendo muy completa, debe, sin embargo, completarse en cuanto a transacciones sobre instrumentos complejos realizadas por autoridades locales. Por otra parte, si bien muchos requisitos sobre normas de conducta establecidos para contrapartes elegibles no son significativos en muchas de sus múltiples operaciones diarias, sin embargo, el principio básico de actuar honestamente y profesionalmente se debe aplicar a todas las categorías de clientes.

También se propone que se facilite mejor información y documentación a las contrapartes elegibles sobre los servicios prestados.

- **Nuevos requisitos para las plataformas de negociación**

Aunque la MiFID incide en la necesidad de transparencia de los datos tanto antes como después de la negociación, sin embargo, también son relevantes otras informaciones, como el número de órdenes canceladas antes de la ejecución o sobre la velocidad de la ejecución. En consecuencia, se introducen requisitos para las plataformas de negociación en relación con la publicación anual de datos sobre la calidad de la ejecución.

Asimismo se propone que los contratos sobre derivados con materias primas tengan límites apropiados o acuerdos alternativos que hagan funcionar el mercado ordenadamente y las condiciones de liquidación. Asimismo, se establece que suministren información sistemática y formalizada sobre diferentes tipos de contratantes financieros y comerciales (incluyendo la categoría y la identidad del cliente final) y de los

miembros del mercado (incluyendo solo las posiciones agregadas de categorías de clientes finales).

Se prevé que los detalles normativos se establezcan mediante actos delegados de la Comisión UE o incluso que la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) pueda establecer medidas adicionales.

- **Mejora en el régimen de los mercados de las PYMES**

Se propone crear una nueva subcategoría de mercados que se llamará mercados para el crecimiento de las PYMES. Normalmente se trataría de Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN). Se conseguiría de este modo armonizar en el ámbito de la UE los requisitos para responder a las necesidades de las PYMES, manteniendo altos niveles de protección del inversor.

- **Régimen de terceros países**

Se pretende crear un marco armonizado para conceder el acceso a los mercados UE de entidades y mercados de terceros países para superar la actual fragmentación normativa y asegurar un marco igual para todos los actores de servicios financieros en el territorio de la UE. En primer lugar, es preciso realizar un análisis de equivalencia del régimen del país tercero por parte de la autoridad de la UE. La prestación de servicios a minoristas requerirá el establecimiento de una filial. La empresa del país tercero deberá ser autorizada en el Estado miembro donde se establezca la filial que quedará sujeta a los requisitos UE en áreas determinadas (requisitos organizativos, normas de conducta, conflictos de intereses, transparencias y otros).

Los servicios prestados a contrapartes elegibles no requerirán el establecimiento de una filial. Las empresas de terceros países prestarán los servicios según el registro hecho en ESMA.

La supervisión se hará en su lugar de origen. Si fuera necesaria la coordinación se hará según acuerdo entre autoridad de origen y ESMA.

- **Aumento y mejora de la consolidación de datos**

Además de lo ya regulado en MiFID, se exigirá a las empresas públicas sus datos en el Acuerdo de Publicación Aprobado (APA), para superar la fragmentación de datos actual, para poder conseguir una comparación eficiente de precios y operaciones de los distintos mercados.

- **Fortalecimiento de las facultades de las autoridades competentes sobre posiciones en derivados**

Se pretende superar la actual fragmentación de facultades de las autoridades para controlar y supervisar las posiciones. Estarán facultadas para pedir información de cualquier persona sobre las posiciones mantenidas en instrumentos derivados, de tal manera que puedan intervenir en cualquier momento. También estarán facultadas para limitar posiciones, de manera no discriminada. Todo ello será notificado a ESMA.

- **Sanciones efectivas**

Cuando se produzcan infracciones, las autoridades competentes podrán imponer sanciones, como la retirada de la autorización, amonestación pública, dimisión de la dirección y sanciones pecuniarias.

Además de lo ya previsto en la MiFID, se establece la obligatoriedad de la publicación de las sanciones, salvo que pudieran perjudicar gravemente a los mercados financieros.

1.2. Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre mercados de instrumentos financieros y de enmienda del Reglamento sobre derivados OTC, contrapartes centrales y registros de operaciones (EMIR) (21-10-2011. COM (2011) 652 final)

Como ha quedado expuesto en el apartado anterior, la reforma de la MiFID se pretende hacer por medio de dos instrumentos legislativos: una Directiva cuyo contenido principal ya ha quedado resumido (se revisan los requisitos para prestar los servicios de inversión, los requisitos exigidos a las empresas de servicios de inversión en cuanto a su organización y normas de conducta, los requisitos para las plataformas de negociación, la autorización y las obligaciones de los proveedores de servicios, las facultades de las autoridades competentes, las sanciones y las reglas aplicables a empresas de terceros países que operan a través de sucursales), y un Reglamento que establece los requisitos en cuanto a publicación de datos de las operaciones y de los datos de negociación para las autoridades competentes; remueve las barreras que puedan discriminar en cuanto al acceso a los sistemas de compensación; la obligatoriedad de negociar los derivados en sistemas organizados; acciones supervisoras específicas en cuanto a instrumentos financieros y posiciones en derivados; y la prestación de servicios por empresas de terceros países sin sucursales.

En resumen, el Reglamento pretende crear normas uniformes para el mejor funcionamiento del mercado interior, en tanto que la Directiva versa fundamentalmente sobre el acceso a la actividad de prestación de servicios financieros.

El Reglamento es necesario para otorgar específicas competencias directas a ESMA en áreas que conciernen a la intervención de los productos y facultades sobre la gestión de los agentes de los mercados. En relación con la transparencia de la negociación y sobre la información de las transacciones, normalmente se realizan mediante la aplicación de controles numéricos y códigos de identificación. De ahí que haya que evitar diferencias nacionales que llevarían a distorsionar el mercado y a producir "arbitrajes regulatorios", impidiendo el desarrollo de un campo igual de juego.

Además, el Reglamento propuesto también permitirá que las empresas de inversión sigan las mismas reglas en todos los mercados de la UE, lo que aumentará la seguridad jurídica y facilitará su actuación en los distintos países miembros.

Por otra parte, el legislador mediante Reglamento también facilitará la introducción de modificaciones en el futuro. Toda la reforma habrá también de facilitar las relaciones con terceros países.

A continuación se exponen los aspectos más importantes del Reglamento propuesto.

- **Igualdad de tratamiento legal**

Un objetivo central de la propuesta es que toda negociación organizada se desarrolle en un sistema regulado: mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación (MTFs) y sistemas organizados de negociación (OTF). A todos los sistemas se les exigirá los mismos requisitos de transparencia (pre y postnegociación).

Los requisitos exigibles en cuanto a organización y supervisión son casi idénticos. Ello significa una igualdad de régimen para actividades similares. En los tres sistemas el operador es neutral.

Los mercados regulados y los MTF se caracterizan por una ejecución de las transacciones no discrecional, es decir que se ajustan a reglas predeterminadas.

Por el contrario, el operador de un OTF tiene un grado de discrecionalidad sobre la operación de una transacción. En consecuencia, el operador está sujeto a las normas de protección del inversor, normas de conducta y requisitos de "mejor ejecución", con respecto a los clientes que usen esa plataforma. Por tanto, si bien las normas de acceso y de ejecución de un OTF tienen que ser transparentes y claras, sin embargo, se permite al operador prestar un servicio a los clientes que es cualitativamente diferente, aunque no funcionalmente, de los servicios prestados por mercados regulados y MTFs. Por consecuencia, es necesario prohibir a un operador OTF negociar contra su propio capital.

También existe la llamada "internalización sistemática" en los mismos sistemas organizados. Con ella se ejecutan transacciones de clientes contra su propio capital, pero no puede realizar conjuntamente compras y ventas con un tercero. Por tanto, no es una plataforma de negociación. Ello no impide que se apliquen las reglas de mejor ejecución y las normas de conducta, así como los requisitos de transparencia y de acceso.

Por consiguiente cualquier operación de empresas de inversión por cuenta propia con sus clientes o con otras empresas de inversión se considera como operaciones no de mercado (OTC, "over the counter").

- **Ampliación de las normas de transparencia a más instrumentos financieros**

El objetivo es facilitar al inversor el acceso a información sobre las actuales oportunidades de negocio, la formación de precios y la mejor ejecución de las operaciones.

Ahora se trata de extender las normas sobre transparencia vigentes para las acciones a otros valores como los certificados de depósito, los bonos cotizados y otros instrumentos similares emitidos por las sociedades.

- **Mayor congruencia en la aplicación de excepciones en la transparencia pre-negociación para los mercados de valores**

Hay que mejorar, en cuanto a la obligación de publicar en tiempo real las actuales órdenes y cotizaciones, el calibre, el actual contenido y la consistencia. Se obliga, por tanto, a las autoridades competentes a informar a ESMA acerca del uso de las excepciones en sus mercados.

- **Ampliación de las normas de transparencia a las obligaciones, a los productos financieros estructurados y a los derivados**

Se establecen nuevos requisitos sobre transparencia pre y postnegociación en cuanto a obligaciones, productos financieros estructurados y otros instrumentos financieros similares, que se negocian la mayor parte de las veces fuera de los mercados.

Los requisitos son los mismos que los vigentes para mercados regulados, MTF y OTF, pero calibrados con arreglo al tipo de instrumento.

Las excepciones se establecerán mediante actos delegados. Las autoridades competentes deberán notificar a ESMA sus diferencias propuestas y ESMA emitirá su opinión.

- **Aumento de la consolidación de datos y mayor eficiencia**

Se trata de reducir el coste para los obligados a dar la información, incluso sin coste en determinados supuestos. Esto complementa lo previsto en la propuesta de Directiva sobre los "Acuerdos de Publicación Aprobados".

- **Transparencia para las empresas de inversión que negocian OTC, incluyendo los internalizadores sistemáticos**

Las actuales reglas se aplican a las acciones y similares, en tanto que las nuevas reglas se extienden a obligaciones, productos financieros estructurados admitidos a negociación en un mercado regulado y derivados que puedan compensarse o admitidos a negociación en un mercado regulado, en un MTF o un OTF.

- **Información sobre transacciones**

La reforma pretende mejorar la calidad de la información que ya es obligatorio aportar al supervisor. Se establece una nueva obligación para los mercados regulados, MTF y OTF, consistente en mantener un archivo de datos, por al menos cinco años, accesible a los supervisores.

Así, se controlará el abuso de mercado y la manipulación de las órdenes. Tendrá toda la información relativa a las transacciones, en particular, la identificación del cliente y de las personas responsables de la ejecución de la transacción, como puede ser los intermediarios o los algoritmos de computador.

La obligación de información se extiende a la mayor parte de los instrumentos, con algunas excepciones, cuando no tengan incidencia en los mercados.

También se identifica mejor a los clientes por los que actúa la empresa de inversión y a los responsables de la ejecución.

Cabe revisar la regulación tras dos años de aplicación, incluso prevé la posibilidad de informar directamente a ESMA.

- **Negociación de derivados**

Se sigue al G20 que ha acordado que la negociación de derivados OTC normalizados debe hacerse en mercados o en plataformas electrónicas. Ello está en línea con la propuesta de Reglamento de la UE (aún pendiente de publicación) sobre derivados OTC, contrapartidas centrales y registro de operaciones, que pretende aumentar la

compensación central de derivados OTC. La propuesta de Reglamento que se está resumiendo y que enmienda al anterior requerirá la negociación sobre determinados derivados solo en plataformas elegibles, que son los mercados regulados, los MTF y los OTF. Ello será obligatorio para contrapartidas financieras y no financieras que excedan el límite de compensación que se establezca en el Reglamento sobre derivados.

Serán la Comisión y ESMA quienes establezcan la lista de derivados elegibles, teniendo en cuenta la liquidez de los específicos instrumentos.

- **Acceso no discriminatorio a la compensación**

Además de las exigencias ya previstas en la Directiva MiFID, deben también evitarse otras barreras comerciales que impiden la competencia en la compensación. Pueden darse en las contrapartidas centrales que no facilitan servicios de compensación a determinadas plataformas de negociación, o en plataformas de negociación que no facilitan datos a potenciales nuevos compensadores o información sobre referencias o índices que no se facilitan a compensadores o a sistemas de negociación.

Las reglas que se ofrecen prohibirán las prácticas discriminatorias e impedirán barreras que imposibiliten la competencia en la compensación de instrumentos financieros para bajar los costes de inversión y de préstamo, eliminar ineficiencias e impulsar la innovación en los mercados europeos.

- **Supervisión de productos y posiciones**

Se ha comprobado la necesidad de dotar a las autoridades competentes con nuevas facultades, especialmente para controlar productos y servicios que se prestan.

En particular, establecer prohibiciones de productos o de prácticas o actividades en coordinación con ESMA o por la misma ESMA temporalmente. Todo ello con el objetivo de proteger al inversor o para evitar el mal funcionamiento de los mercados o la estabilidad del sistema financiero.

También se propone que las autoridades puedan gestionar posiciones y establecer límites, incluyendo la coordinación de ESMA.

- **Prestación de servicios de inversión por empresas de terceros países sin sucursal**

Se crea un marco armonizado para conceder acceso a los mercados de la UE a empresas y operadores de mercado establecidos en un tercer país para superar la actual

fragmentación en los regímenes nacionales y, por tanto, una igualdad de trato para todos los actores en el territorio UE. El régimen propuesto consiste primeramente en un examen de equivalencia en las jurisdicciones de terceros países, por parte de la Comisión. A continuación las firmas examinadas podrán pedir autorización para prestar servicios en la UE. Si los servicios se van a prestar a minoristas, se les exigirá el establecimiento de una sucursal, con autorización del Estado miembro correspondiente sobre determinados aspectos (requisitos organizativos, normas de conducta, conflicto de intereses, transparencia y otros). Los servicios que se presten a contrapartes elegibles no requerirán el establecimiento de una sucursal. Tan solo se exigirá el registro de la empresa en ESMA. La supervisión corresponderá al país de origen. Se establece la necesidad de un acuerdo de cooperación entre los supervisores de los terceros países y las autoridades nacionales UE y también con ESMA.

A la fecha actual todavía no se ha concluido la negociación de las mencionadas propuestas. Por tanto, su aprobación y puesta en aplicación no se producirá hasta bien avanzado el 2013.

■ 2. INICIATIVAS EN LA OCDE

La OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos) se ha ocupado desde hace tiempo del problema relativo a la protección del inversor financiero. En 2003 lanzó un programa internacional sobre educación financiera. Su primer fruto fue la Recomendación sobre Principios y Buenas Prácticas para la Educación Financiera, que fue acordada en 2005¹⁶⁰. En ella se destaca la importancia de desarrollar programas eficientes de educación financiera. En colaboración con INFE (OECD-International Network on Financial Education), los Comités de Mercados Financieros y de Seguros fijaron las directrices del programa para su control y evaluación. Tras la realización de diversos documentos, se llegó en 2011 a elaborar un documento (DAF/CMF (2011)10) que presenta los principios de alto nivel para la Evaluación de Programas de Educación Financiera¹⁶¹, que pretenden complementar la Recomendación de 2005. En principio se refieren al control y evaluación de una gran variedad de propuestas de educación financiera, desde cursos individuales y seminarios hasta programas de gran escala y campañas de prensa.

Por otra parte, la OCDE ha especificado su dedicación a esta materia constituyendo un Grupo de trabajo sobre Protección del Consumidor Financiero, que ha elaborado unos principios generales y que se resumen a continuación (DAF/CMF/FCP/WD (2012)2).

160. <http://www.oecd.org/daf/financialmarketsinsuranceandpensions/financialeducation/35108560.pdf>

161. <http://www.oecd.org/daf/financialmarketsinsuranceandpensions/financialeducation/49373959.pdf>

Los ministros de Finanzas y los Gobernadores de Bancos Centrales del G20, en su reunión de octubre de 2011, asumieron esos principios y solicitaron a la OCDE y al FSB (Consejo de Estabilidad Financiera)¹⁶² que informaran sobre el cumplimiento de los mismos a futuras cumbres y que los desarrollaran, si fuera conveniente.

Está en curso de desarrollo un programa para establecer unas directrices, sobre la base de consultas a las autoridades nacionales, organismos internacionales y otras partes interesadas.

Ahora se ofrece un resumen de los aspectos más importantes que serán objeto de desarrollo en tres fases, que se prolongarán hasta 2014, de cada uno de los principios generales:

Principio 1: Marco legal, regulatorio y supervisor

- La protección del consumidor financiero debe ser una parte integral del marco legal, regulatorio y supervisor. Debe reflejar la diversidad de circunstancias nacionales y del mercado global, así como la evolución normativa dentro del sector financiero.
- La regulación debe reflejar las características, el tipo y la variedad de productos financieros y de consumidores, sus derechos y responsabilidades.
- Se debe responder de los nuevos productos, tecnologías y mecanismos de prestación de servicios.
- Deben establecerse mecanismos adecuados para supervisar esos nuevos mecanismos, incluyendo el uso del móvil, la distribución por correo electrónico y otros sistemas de distribución sin tener sucursal.
- Deben existir mecanismos legales, judiciales y de supervisión fuertes y eficaces para proteger a los consumidores frente a fraudes financieros, abusos y errores.
- Los proveedores de servicios financieros y demás intermediarios autorizados deben ser regulados y supervisados adecuadamente, teniendo en cuenta el sector específico y el servicio prestado.
- Las partes interesadas no gubernamentales incluyendo la industria y las organizaciones de consumidores, sectores profesionales y de investigación deben ser consultados cuando se adopten políticas de protección y educación del consumidor financiero.

162. <http://www.oecd.org/daf/financialmarketsinsuranceandpensions/financialmarkets/48892010.pdf>
Posteriormente, en junio de 2012 los Jefes de Estado del G20 —reunidos en Los Cabos, México—, respaldaron los Principios de la OCDE sobre las Estrategias Nacionales para la Educación Financiera, reforzando el papel de los principios como uno de los instrumentos de orientación globales clave en materia de educación financiera.

Principio 2: Función de los entes supervisores

- Deben existir entes de supervisión explícitamente responsables de la protección del consumidor financiero, con la autoridad necesaria para cumplir sus mandatos.
- Deben exigirse responsabilidades claras y objetivamente definidas y una gobernanza apropiada; una independencia operativa; fiabilidad en sus actividades, facultades adecuadas; recursos y competencias; un marco ejecutivo definido y transparente; y procedimientos regulatorios claros y consistentes.
- Los entes supervisores deben tener altos niveles profesionales, incluyendo apropiados niveles de confidencialidad del consumidor e información del propietario; y evitar los conflictos de interés.
- Cooperación con otras autoridades supervisoras de servicios financieros y entre autoridades o departamentos responsables de asuntos sectoriales. Debe establecerse un instrumento igual para los servicios financieros, y que se establezca una adecuada cooperación internacional entre entes supervisores, por lo que concierne a las transacciones internacionales.

Principio 3: Tratamiento de los consumidores equitativo y honesto

- Todos los consumidores financieros deben ser tratados equitativa y honestamente en todas las fases de su relación con los proveedores de servicios financieros.
- El trato honesto de los consumidores debe ser una parte integral del buen gobierno y cultura corporativa de todos los proveedores de servicios financieros y de los demás intermediarios autorizados.
- Se debe dedicar una especial atención a las necesidades de los grupos vulnerables.

Principio 4: Información y transparencia

- Los proveedores de servicios financieros y demás intermediarios deben facilitar a los consumidores la información que les permita conocer los beneficios, riesgos y condiciones fundamentales del producto financiero. También deben informar sobre los conflictos de interés asociados con los intermediarios.
- Se debe, en particular, facilitar información sobre aspectos materiales del producto financiero.
- La información se debe facilitar en todas las fases de la relación con el cliente.
- Todas las promociones financieras deben ser precisas, honestas, comprensibles y no engañosas.

- Se debe facilitar información precontractual formalizada, cuando sea posible para permitir hacer comparaciones entre productos y servicios de la misma naturaleza.
- Deben existir mecanismos de información específicos, incluyendo posibles advertencias cuando se ofrezcan productos y servicios complejos y arriesgados.
- Debe ayudarse al consumidor, cuando sea posible, para asegurar y mejorar la eficacia de las exigencias de información.
- El servicio de asesoramiento debe ser lo más objetivo posible y basarse en general en el perfil del consumidor, considerando la complejidad del producto, los riesgos con él asociados, así como los objetivos financieros del cliente, conocimientos, capacidad y experiencia.
- Los consumidores deben ser precavidos sobre la importancia de que los proveedores de servicios financieros los presten facilitando información precisa, principal y disponible.

Principio 5: Educación financiera y precaución

- Se debe promover la educación financiera y la precaución para todas las partes interesadas y la información clara en la protección del consumidor. Los derechos y las responsabilidades deben ser fácilmente accesibles a los consumidores.
- Se debe disponer de mecanismos apropiados para ayudar a los actuales y a los futuros consumidores a tener conocimientos, experiencias y confianza para entender adecuadamente los riesgos, incluidos los riesgos financieros y las oportunidades; para hacer opciones con fundamento; para saber dónde pedir asistencia; y actuar de manera efectiva para mejorar su propia prosperidad financiera.
- Se debe promover el facilitar una amplia educación financiera, así como información para profundizar los conocimientos del consumidor financiero y su capacidad, especialmente en relación con grupos vulnerables.
- Se debe fomentar la educación y la precaución, teniendo en cuenta las circunstancias nacionales como partes de una estrategia de protección y de educación del consumidor financiero más amplia, facilitada a través de canales diversos y apropiados, que debe empezar a edad temprana y ser accesible a todas las edades. Hay que adoptar programas específicos para grupos vulnerables.
- Todas las partes interesadas deben ser animadas para realizar los principios y directrices internacionales sobre educación financiera elaborados por la Red Internacional sobre Educación Financiera de la OCDE (INFE). Las instituciones nacionales deben compilar toda la información nacional e internacional comparables para poder verificar y aumentar la eficacia de los programas de educación financiera.

Principio 6: Normas de conducta responsables de los proveedores de servicios financieros y demás intermediarios

- Los proveedores de servicios financieros y demás intermediarios autorizados deben tener como objetivo trabajar en interés de sus clientes y ser responsables de mantener la protección del consumidor.
- Los proveedores de servicios financieros deben también ser responsables de las acciones de sus agentes autorizados.
- Los proveedores de servicios financieros deben verificar la capacidad, situación y necesidades de sus clientes, teniendo en cuenta la naturaleza de las transacciones, y con la base de información que les hayan facilitado, antes de aceptar prestarles un servicio o asesoramiento.
- Los empleados financieros (en especial, los que se relacionan directamente con los clientes) deben tener la cualificación y el entrenamiento adecuados. Si se presentan conflictos de interés, los proveedores de servicios y demás intermediarios autorizados deben evitarlos. Cuando no puedan ser evitados, los proveedores y sus agentes deben asegurar la adecuada información, mediante los mecanismos adecuados para controlar tales conflictos o declinar el prestar los servicios en cuestión.
- La estructura de remuneración de los empleados de los proveedores y de sus agentes autorizados debe establecerse de modo que favorezca normas de conducta responsables y el tratamiento honesto de los consumidores y evitar los conflictos de interés. Tal estructura de remuneración debe facilitarse a los consumidores cuando corresponda, como, por ejemplo, cuando conflictos de interés potenciales no puedan ser controlados o evitados.

Principio 7: Protección de los activos del consumidor frente a fraudes y abusos

- Se debe facilitar al consumidor suficiente información y mecanismos de control y protección adecuados y con un alto grado de seguridad, en relación con los depósitos, ahorros y otros activos financieros similares, que sirvan para evitar el fraude, la apropiación indebida y otros abusos.

Principio 8: Protección de los datos y la privacidad del consumidor

- La información financiera y personal del consumidor se debe proteger con mecanismos de control y protección adecuados. Esos mecanismos deben servir según los objetivos previstos para los que los datos hayan de servir, ser procesados, mantenidos, usados y revelados (especialmente, a terceras personas).
- Los mecanismos deben también observar los derechos de los consumidores a ser informados sobre el uso de los datos, el acceso a los mismos y a obtener pronta corrección de datos mal usados o ilegalmente recogidos.

Principio 9: Sistemas de reclamaciones

- Las autoridades competentes deben asegurar que los consumidores tengan acceso a un adecuado sistema de reclamaciones, que sea accesible, capaz, independiente, honesto, fiable, rápido y eficaz. Su coste debe ser razonable, así como su tiempo de actuación y demás cargas para los consumidores.
- De acuerdo con lo anterior, los proveedores de servicios financieros y demás intermediarios autorizados deben disponer de mecanismos para el tratamiento y resolución de las reclamaciones.
- También debe existir el recurso a un procedimiento independiente de arreglo de reclamaciones que no hayan sido resueltas eficientemente a través de los sistemas internos de los proveedores de servicios y demás intermediarios de resolución de disputas.
- Las reclamaciones y sus resoluciones deben hacerse públicas, como mínimo con información agregada.

Principio 10: Competitividad

- Deben crearse mercados competitivos tanto en el marco nacional como internacional, con el objetivo de ofrecer a los consumidores las mayores posibilidades de elección entre servicios financieros y crear presión competitiva entre proveedores para ofrecer productos competitivos, promover la innovación y mantener una alta calidad de servicios.
- Los consumidores deben ser capaces de buscar, comparar y, en su caso, relacionar productos con proveedores fácilmente y a un coste razonable y conocido.

Los principios expuestos habrán de ser desarrollados en el plazo de 2 años. Las directrices que se establezcan servirán para orientar la acción de los países interesados, puesto que la OCDE, como es sabido, no tiene competencias normativas de carácter vinculante. Por tanto, sus trabajos tienen, en su caso, el carácter de recomendaciones.

Es claro que no es este el procedimiento con mayor incidencia en el arreglo de los problemas e insuficiencias que se manifiestan con los mercados financieros. Pero no se puede desdeñar la influencia que las recomendaciones de la OCDE han tenido en muchos países que han decidido convertir las recomendaciones en normas de obligado cumplimiento y, en ocasiones, también han tenido influencia en la legislación de la Unión Europea.

MODELO DE AUTORREGULACIÓN, SUPERVISIÓN Y ENFORCEMENT. EXPERIENCIA DE ANBIMA

Patricia Fresch Menandro

Gerente de Estudios Regulatorios. ANBIMA

■ INTRODUCCIÓN

- Acerca de ANBIMA

ANBIMA representa a las instituciones que operan en los mercados financieros y de capitales brasileños. Son parte de la asociación un número grande y heterogéneo de miembros —más de 340— que trabajan en diversos segmentos del mercado. Entre ellos podemos encontrar a bancos comerciales y múltiples, bancos de inversión, gestores y administradores de fondos, agentes y corredores de valores, y gestores de activos.

Con el fin de contribuir al fortalecimiento de las instituciones y al mercado, la asociación ha organizado sus actividades en torno a cuatro compromisos: la *representación* de los intereses de los asociados; la *autorregulación* de las actividades de mercados representados; la contribución a la *capacitación* de los inversores y profesionales que trabajan en el mercado brasileño; y la oferta de *información* acerca de los segmentos que la asociación representa.

Con el fin de estimular el diálogo entre los miembros de ANBIMA y representarlos adecuadamente frente al gobierno y otros organismos en Brasil y en el extranjero, la asociación cuenta con un área de representación que consta de más de 600 profesionales de las instituciones asociadas, que participan voluntariamente en comités, subcomités y grupos de trabajo. Con la experiencia que tienen, ellos actúan para definir las estrategias de acción que contribuyan al desarrollo del mercado y estén en consonancia con las necesidades de los miembros.

Con respecto al ámbito internacional, ANBIMA participa y preside en la actualidad la IIFA (Asociación Internacional de Fondos de Inversión) y FIAFIN (Federación Iberoamericana de Fondos de Inversión); además, es miembro de IOSCO (Organización Internacional de Comisiones de Valores) y preside el Comité Consultivo de Autorregulación de esta organización, conocido como SROCC; adicionalmente, participa en asociaciones como la ICSA (Consejo Internacional de Asociaciones de Valores) y la ICMA (Asociación Internacional del Mercado de Capitales), y en el IFIE (Foro Internacional para la Educación del Inversor) en el que, además de formar parte de su

Consejo Administrativo, es responsable de la coordinación de la División de las Américas que está elaborando el foro.

Los miembros de ANBIMA se comprometen a seguir las mejores prácticas empresariales para los sectores en que operan. La organización promueve la articulación amplia entre los representantes de cada segmento, que proponen normas y las formalizan en códigos de autorregulación.

La calificación en el sentido amplio es también una condición esencial para el desarrollo sostenible del mercado de capitales. Para contribuir a la formación de los profesionales que trabajan en el segmento, ANBIMA mantiene un amplio programa de Certificación Profesional, y un área de capacitación que ofrece una extensa red de cursos. Con el propósito de consolidar una relación madura y sostenible entre las instituciones de mercado y los inversores, la entidad apoya una serie de iniciativas de educación de los inversores, con el mantenimiento de sus propias actividades y con el apoyo a programas de educación financiera del gobierno y de otras instituciones en los sectores público y privado.

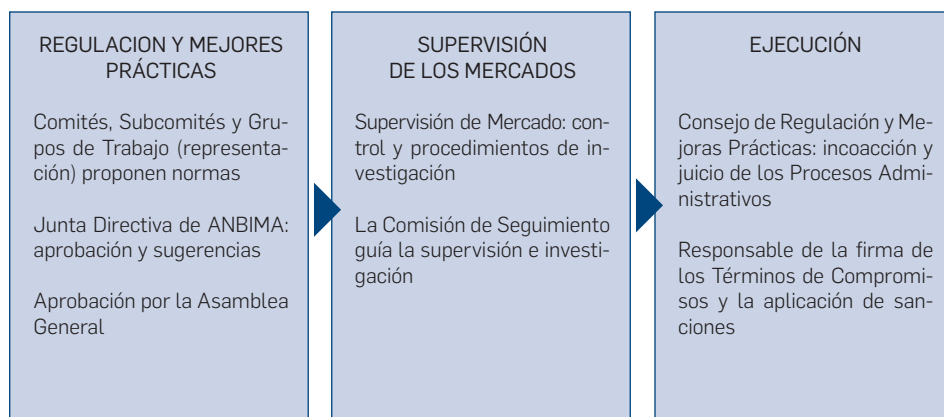
A lo largo de su historia, la asociación se ha convertido en un importante proveedor de información, manteniendo la mayor base de datos privada acerca del mercado de capitales brasileño, difusión de indicadores, estadísticas, precios indicativos para los títulos públicos y privados e informes analíticos visando fomentar la transparencia y consolidar el conocimiento sobre el mercado de capitales. El área de Productos y Servicios de ANBIMA también desarrolla soluciones basadas en el concepto de "servicios compartidos", con el fin de proporcionar a las instituciones condiciones adecuadas y competitivas de costos de los servicios esenciales para sus operaciones.

- **Modelo de autorregulación de ANBIMA**

La autorregulación de ANBIMA se organiza en forma de regulación voluntaria privada y cubre tres actividades que integran el concepto de regulación (ver cuadro 1): la elaboración de normas, desarrollada en los comités del área de representación de la asociación, la supervisión y el *enforcement*, que reúne las iniciativas para hacer cumplir y sancionar el incumplimiento.

Las normas establecidas en los códigos son más estrictas que las exigidas por el regulador, pero nunca en contra de ellas. La afiliación es voluntaria, pero obligatoria para los miembros que llevan a cabo las actividades reguladas en los 10 códigos que existen en la actualidad, y formalizada mediante la adhesión formal y documentada, válida para fines de procesos de sanción. La externalización de servicios por las Instituciones Participantes (miembros o asociados) requiere la contratación de otra Institución Participante, en lo que respecta a las actividades reguladas por los Códigos.

Cuadro 1. Modelo de Autorregulación de ANBIMA



1. EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y ESTRUCTURA DE AUTORREGULACIÓN

Las discusiones sobre la actividad de autorregulación en ANBIMA se iniciaron en la década de 1990. En 1998 se hizo la presentación del Código de Oferta Pública de la Asociación. Instituciones que actuaban como coordinadores en la emisión de obligaciones se adhirieron al documento, lo que ha supuesto un éxito en el establecimiento de procedimientos mínimos y normas de conducta para este segmento de participantes del mercado.

Con el tiempo, las normas establecidas en el Código se convirtieron en prácticas comunes y fueron tan generalizadas que la CVM (Comisión de Valores Mobiliarios), autoridad reguladora del sector, ha incorporado parte de ellas a la legislación gubernamental. El Código de Ofertas continuó y continúa sufriendo cambios y mejoras, incorporando nuevos desarrollos, productos y procedimientos, definidos como mejores prácticas para y por sus participantes.

En el año 2000, este exitoso experimento se extendió al segmento de Fondos de Inversión, con la puesta en marcha del Código de Fondos. Se debe tener en cuenta que, mientras que el Código de Ofertas está dirigido hacia ciertas emisiones de valores donde se verifica su presencia en cada oferta mediante el análisis de la documentación enviada a ANBIMA, en el caso del Código de Fondos la verificación del cumplimiento de los preceptos se hace desde el respectivo lanzamiento y distribución de las cuotas, y continuamente a partir de estos eventos. Se han extendido, de esta manera, las normas aplicables al administrador, a su organización/estructura, a

la gestión de conflictos de interés, a la composición de la cartera, a los controles internos, entre otros procedimientos que se han de seguir.

En ambos códigos, ya existía la estructura básica de la actual autorregulación de ANBIMA. Las normas que integran y actualizan los códigos están redactadas por Comités compuestos por representantes de las instituciones que operan en los respectivos segmentos.

La edición de las normas depende de la aprobación de los textos por parte de la Junta de la Asociación, previa consulta a través de audiencia pública y aprobación de la Asamblea General de Socios. Cada Código establece los organismos de supervisión y evaluación ocasional y/o de sanción en caso de incumplimiento: las áreas de Supervisión, las Comisiones de Seguimiento y los Consejos de Regulación y Mejores Prácticas (ver cuadro 2). Cabe señalar que tanto los miembros del Comité como del Consejo firman el Término de Compromiso que establece la confidencialidad de los temas tratados en estos organismos.

Cuadro 2. Organismos de Autorregulación de ANBIMA

Área de Supervisión: la creación de Códigos ha requerido la conformación de equipos de supervisión propios compuestos por personal de ANBIMA, con el fin de verificar el cumplimiento de las normas por las Instituciones Participantes. Todos los empleados firman un término de confidencialidad en el momento de la contratación, además de adherirse formalmente al Código de Ética y Conducta y a la Política de Seguridad de Información de la Asociación.

Comisión de Seguimiento: en general, está formada por ejecutivos de las instituciones asociadas de ANBIMA, que son designados como representantes del segmento debido a la especialización y conocimientos técnicos en el área. Son nombrados por un período de dos años, después de la revisión y aprobación de la Junta de la Asociación. La Comisión apoya y orienta las actividades de los Supervisores con la realización de reuniones periódicas para revisar los informes, estadísticas y herramientas de supervisión, y para establecer los estándares de desempleo.

Consejo de Regulación y Mejoras Prácticas: los casos considerados como posibles irregularidades y con fuerte evidencia de incumplimiento del Código, detectados por los Supervisores, se remiten al Consejo Regulador después de la evaluación de la Comisión de Seguimiento, para decidirse acerca de los procesos punitivos. Al Consejo le corresponde la función de incoar procedimientos, juzgarlos y decidir sobre la pena aplicable, cuando esta sea aplicable. Este organismo está compuesto por representantes de ANBIMA y por una mayoría de representantes invitados de otras asociaciones y entidades del mercado brasileño, en general, a fines de asegurar la representatividad de otros sectores pertinentes en cada segmento bajo supervisión, lo que trae la necesaria imparcialidad de las decisiones adoptadas. El Consejo tiene autonomía frente a la Junta de ANBIMA y es la más alta instancia en el caso de juicio de los procesos sancionadores. Las sanciones incluyen cartas de advertencia, multas, suspensión del uso del sello y el término de la afiliación.

En 2002, se puso en marcha el Código de Certificación, que incluye la certificación de las instituciones y personas que realizan transacciones con los clientes. En 2004, la creación del Código de Custodia introdujo aspectos de control de la estructura y los riesgos en la autorregulación de ANBIMA, así como los procedimientos y equipos que participan en la supervisión directa (*in situ*) de los procesos adoptados por las Instituciones Participantes. En 2005, ANBIMA se convirtió en miembro de IOSCO, ocupando un puesto de miembro de su Comité de Autorregulación, para discutir los principios internacionales existentes a aquellas entidades y promover el intercambio de experiencias en el modelo de regulación privada voluntaria con otros afiliados. En 2006, junto con el lanzamiento del Código de Actividades de Banca Privada, el Código de Custodia ganó reglas relativas a la Contraloría, convirtiéndose en el Código de Servicios Calificados.

Los nuevos frentes y el crecimiento de los segmentos anteriormente señalados han promovido una importante maduración de los organismos de supervisión y de los procesos sancionadores que culminaron con la creación del Código de Procesos en 2007, que reúne en un solo documento las actuaciones y los procedimientos mejorados a lo largo del tiempo. Además de promover la consolidación de las disposiciones que estaban dispersas en otros Códigos, que podían causar eventuales distinciones no planificadas, el Código ha formalizado las condiciones de participación y defensa de los implicados, las cuales eran antes poco claras y muy restrictivas. Entre los objetivos principales del documento, que actualmente deliberan sobre el proceso de *enforcement* en ANBIMA, se incluyen:

- Unificación/estandarización: procedimientos, competencia de los organismos y plazos.
- Seguridad: claridad y precisión de las normas relativas a la aplicación de los procesos y a los derechos de los participantes.
- Legitimidad: reducción de los riesgos legales.
- Credibilidad: documento público oficial a consolidar los procedimientos.
- Defensa amplia y "contradictorio": oportunidad justa de desafío, confrontación y mejora de la función de los participantes con respecto al proceso.
- Posibilidad de presentación de los Términos de Compromiso por las partes implicadas (Instituciones Participantes).

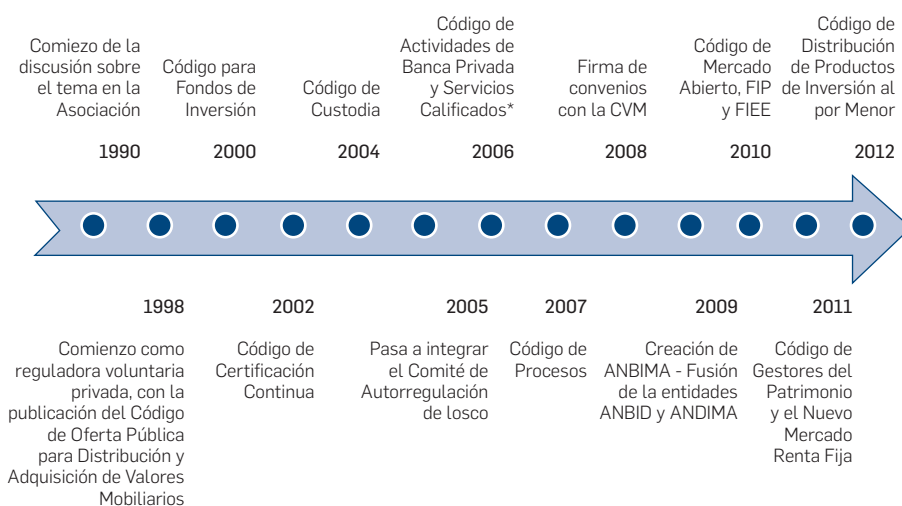
El proceso de construcción de la estructura de autorregulación de ANBIMA estuvo aún marcado en el 2008 por la firma de dos convenios con la CVM. El convenio CVM/ANBIMA acerca del procedimiento simplificado de registro para la oferta pública de valores estableció el proceso de análisis previo de la oferta pública de obligaciones, creando las condiciones para acelerar el proceso de análisis y concesión del registro de oferta. El otro convenio, con respecto a la aplicación de sanciones y a la firma de

términos de compromiso, permite a ambas instituciones considerar mutuamente sus procesos sancionadores.

El proceso de análisis previo de ANBIMA se ha consolidado con respecto a las ofertas de obligaciones, y en el 2012 el Convenio fue ampliado para incluir una gama más amplia de títulos y ofertas. En el 2012, además, la CVM utilizó por primera vez el Convenio de sanciones, teniendo en cuenta en su decisión el resultado de un proceso sancionador concluido en ANBIMA, frente a una Institución Participante, en el área de los Fondos de Inversión.

En los últimos años nuevas actividades fueron cubiertas por los códigos de autorregulación de ANBIMA, lo que refleja una mayor pluralidad de la asociación y de los mercados que ella representa y autorregula. Se crearon los Códigos de Mercado Abierto (estructuración y negociación de renta fija en OTC), el de Gestión de Patrimonios y el de Fondo de Inversión de Capital Privado y Fondo de Inversión en Empresas Emergentes (Venture Capital y Private Equity Funds), siendo este último en colaboración con la ABVCAP (Asociación Brasileña de Private Equity & Venture Capital). La iniciativa de establecer la autorregulación de los títulos corporativos de largo plazo, con condiciones específicas para sus mercados primarios y secundarios, y con el fin de estimular el uso del mercado de capitales como fuente de financiación para inversiones a largo plazo, dio origen al Código Nuevo Mercado de Renta Fija, que ya tiene sus primeras emisiones (la evolución histórica de los Códigos puede verse en el siguiente cuadro).

Cuadro 3. Historia de los Códigos



* El Código de Servicios Certificados incorporó el Código de Custodio e incluyó el capítulo de Contralonia.

Los procedimientos actuales del área de Supervisión refuerzan las iniciativas encaminadas a preservar las mejores prácticas en los mercados autorregulados por ANBIMA, con una creciente contribución de las actividades conexas, tales como la certificación —después de haber sido creadas alternativas de especialización voluntaria, pero en línea con la calificación necesaria de profesionales— y la educación de los inversores, ampliando el uso del sello ANBIMA para las emisiones del Novo Mercado, el sitio web “Cómo Invertir” y otros canales de información. La expansión de la supervisión *in situ* —avanzando hacia la supervisión unificada— ha caminado mano a mano con el aumento del uso de herramientas de SBR (Supervisión Basada en Riesgo): factores de riesgo, como historia de supervisión y sanciones, controles internos, el “tamaño” de la institución, entre otros, dispuestos en una matriz de riesgo (Impacto/Probabilidad) son considerados para la definición de la supervisión. El enfoque de prácticas orientadas a la capacitación de profesionales y procedimientos, el fortalecimiento de la supervisión y la preocupación por preparar los inversores para un mercado más sofisticado y asequible está alineado con las directrices establecidas después de la crisis financiera internacional en los mercados mundiales de capital.

2. SUPERVISIÓN DE MERCADOS EN ANBIMA

La actividad de supervisión de los mercados en ANBIMA tiene como objetivo primordial garantizar el cumplimiento de los principios y normas contenidas en los Códigos de la Asociación, establecidos por los propios agentes del mercado voluntariamente.

Cuadro 4. Universo de Supervisión, hasta junio 2012

Instituciones participantes		
Código	2011	2012
Fondos de Inversión	641	662
FIP/FIEE	108	159
Certificación	1.187	1.222
Ofertas Públicas	340	338
Actividades de Banca Privada	21	21
Servicios Calificados	41	42
Mercado Abierto	149	151
Gestión de Patrimonio	27	28

Para alcanzar esos retos, el área de Supervisión de Mercados, además de la supervisión directa (*in situ*), cuyas metodologías se han desarrollado en colaboración con una gran empresa de consultoría y aprobado por los Comités y Consejos correspondientes, realiza aun supervisión indirecta, mediante el análisis de datos/informaciones y la documentación requerida por los Códigos.

El área cuenta con más de 40 profesionales, organizados en grupos para responder a los diferentes Códigos existentes. La organización en segmentos permite una especialización adecuada en el seguimiento de los asuntos relativos a cada Código o grupo de Códigos, combinándose temas que requieren procedimientos similares.

Como ya fue mencionado, ha sido un esfuerzo cada vez mayor para agregar las tareas relativas a la supervisión directa, la consolidación de los equipos de inspección de los diferentes segmentos en un solo punto de control unificado. Además de reducir costos y tiempo, la supervisión unificada permite identificar los factores "cruzados" o intersecciones que no se notan en las visitas aisladas, y elaborar un solo informe que se presentará a las Instituciones Participantes y a la Comisión de Seguimiento.

Cuadro 5. Supervisiones Directas, hasta agosto 2012

Supervisión Directa realizada (Cantidad / Instituciones)		
	2011	2012
Fondos (Administradores)	–	19
Fondos (Gestores)	20	34
Certificación	22	26
Ofertas Públicas	22	26
Servicios Calificados	19	22

La supervisión directa se realiza actualmente en los siguientes segmentos:

- Custodia y Controlaría.
- Certificación.
- Actividades de Banca Privada.
- Fondos de Inversión (Adm. y Gestión).

Cuadro 6. Supervisiones Indirectas, por Código, hasta agosto 2012

	2011	2012
Fondos		
Publicidad	877	351
Valoración a Mercado - carteras administradas	176	44
Mandato (Filtros de Rutina)	234	103
Voto por Procuración	425	458
Certificación		
Seguimiento de Bases de Datos	3.020	473
Seguimiento de Certificado Caducado	1.071	1.035
Ofertas Públicas		
Oferta registradas (Autorregulación)	51	31
Ofertas registradas (Convenio)	9	13
Actividades de Banca Privada		
Publicidad	78	108
Sitios web (Anuncio de Sello+Código)	75	63
Informe de Idoneidad	20	21
Actualización de documentos	20	992
Base de datos	31	42
Servicios Calificados		
Sitio web (Anuncio de Sello+Código)	27	17
Informe de Auditoría independiente	36	47
Rankings de Custodia y Controlaría	24	14

	2011	2012
Mercado Abierto		
Idoneidad	86	17
Registro de Operadores	–	4.435
Negociación con Títulos Privados	680	11.324
Negociación con Títulos Públicos	–	8.304
Comercio de Derivados	37.767	0
Controles de Organización	233	141
Prácticas de Intermediación	–	46
Gestión de Patrimonio		
Sitio web (anuncio de Sello)	–	26
Informe de Idoneidad	–	27

La supervisión indirecta se compone de dos tipos de verificación, cualitativo y cuantitativo, conforme a la frecuencia y naturaleza. Siendo cualitativa, la verificación del cumplimiento de lo dispuesto en el Código, incluye el registro obligatorio de documentación, políticas, manuales e informes, así como un análisis del material publicitario. Los equipos analizan la documentación en sus exámenes y pueden requerir información adicional o modificación de ciertos documentos. La actualización de estos, cuando se realiza, debe ser reportada y registrada por las Instituciones Participantes en ANBIMA. La supervisión cuantitativa se refiere al registro de información básica y envío de estadísticas diarias o periódicas a la asociación, con el fin de establecer el registro y actualizar los números en la base de datos de la supervisión. La base de datos permite el seguimiento constante del comportamiento de los segmentos y el desarrollo de filtros estadísticos para apoyar estos hallazgos.

La supervisión indirecta requiere el registro y verificación de:

- Documentación inicial, por ejemplo, reglas y prospecto (fondos), escritura, prospecto e información del emisor (oferta pública).
- Declaraciones iniciales, por ejemplo, la existencia de director responsable de un área en particular, la existencia de segregación de áreas, la existencia de área de cumplimiento de la exención requerida para su funcionamiento.
- Manuales, políticas e informes, como el Manual de Precios (valor de mercado) de Control de Gestión de Liquidez e Informe de Idoneidad (fondos), Políticas de Adecuación de Derivados (mercado abierto), Informe de los Certificados Profesionales (certificación) informes de auditoría.

- Registro de datos e información numérica periódica.
- Encuestas numéricas específicas.

Las herramientas de supervisión también utilizan la supervisión temática o puntual, guiada por ciertos factores, tales como estadísticas dispares, informes de prensa y evolución macroeconómica. La supervisión temática generalmente requiere un informe específico: para un conjunto determinado de operaciones, en cuanto a conducta utilizada para cierto producto u operación, datos de emisiones, negocios en un periodo determinado. Recientemente, se llevaron a cabo en áreas tales como fondos de inversión y mercado abierto, supervisión temática de productos complejos o transacciones que resulten en comportamiento atípico y cerrado.

El área de Supervisión está facultada para imponer multas por incumplimiento, cuando se produce retraso o incorrección en el envío de una información o dato registrado. Las herramientas y factores determinantes de las supervisiones puntuales o temáticas son discutidos y aprobados por la Comisión de Seguimiento.

Cuadro 7. Procedimientos de supervisión utilizados

Procedimientos de supervisión utilizados
Directa: <i>In situ</i> , se centra en los controles y procesos internos y estructura
Indirecta: comprobación de documentos oficiales, de Manuales y declaraciones Cualitativa: formuladas para la Supervisión, verificación de los informes periódicos
Indirecta: bases de datos y filtros estadísticos para supervisar el comportamiento Cuantitativa: de los indicadores
Tema/Puntual: verificación de números o información sobre una transacción, Producto o negocio en un periodo

- **La aplicación de sanciones**

Además de las multas en caso de incumplimiento, el área de Supervisión también puede emitir Cartas de Orientación o iniciar un Proceso de Apuración de Irregularidades (PAI), conforme a lo dispuesto en el Código de Procesos de ANBIMA, lo que puede culminar en un proceso sancionador contra una Institución Participante, debiendo ser analizado por la Comisión de Seguimiento y decidido por el Consejo de Regulación.

Un resumen de las penas se da a conocer periódicamente en el sitio web de la asociación, convirtiéndose así en conocimiento público. Los Términos de Compromiso también se publican brevemente. Por lo general, estos Términos de Compromiso incorporan medidas como la capacitación y la asistencia financiera a ANBIMA.

Todos los recursos financieros recaudados de las multas y los Términos de Compromiso firmados en el ámbito de la Supervisión de la asociación se destinarán íntegramente a la esfera de la Educación de Inversores y sus proyectos. Se destaca, incluso, que la creación de esta área en ANBIMA fue apoyada por recursos financieros de la firma de un Término de Compromiso.

En varios segmentos monitoreados por ANBIMA, la atención a las mejores prácticas es atestiguada por el permiso de uso del Sello ANBIMA por parte de la institución, producto o actividad. Esta es una manera de ANBIMA de orientar al consumidor en cuanto a la adhesión a las mejores prácticas relacionadas con dicho producto o servicio, y así extender los beneficios de la Supervisión para el inversor final.

Un segundo aspecto se refiere a los cambios culturales promovidos por la existencia de Supervisión en la estructura de autorregulación ANBIMA: el objetivo último de la autorregulación no es observar y castigar irregularidades, sino garantizar la ejecución de las operaciones en un entorno seguro y bien regulado. En consecuencia, el área de Supervisión promueve visitas educativas, capacitación y talleres a fines de difundir las mejores prácticas entre los miembros y afiliados de los Códigos, trabajando además en la prevención de irregularidades.

Cuadro 8. Investigaciones y Sanciones, por Código, hasta agosto de 2012

	2011	2012
Fondos de Inversión		
Solicitud de Esclarecimientos Adicionales	434	136
PAI (Proceso de Apuración de Irregularidades)	3	7
Procesos Administrativos Incoados	9	1
Cartas de Orientación (Supervisión)	82	33
Multas Objetivas (Supervisión)	472	68
Término de Compromiso para suspender el PAI	0	2
Término de Compromiso para suspender el Proceso Administrativo	18	0
Sanciones del Procedimiento Administrativo (Advertencia, Multa, Suspensión del sello, Destitución)	2*	0

* 1 Carta de Advertencia y 1 exclusión de miembro.

	2011	2012
Certificación		
Solicitudes de Aclaración	344	264
PAI (Proceso de Apuración de Irregularidades)	7	2
Procesos Iniciados	1	0
Cartas Educativas	56	71
Cartas de Orientación	152	16
Multas Objetivas	42	10
Cartas de Recomendación	6	0
Términos de Compromiso	0	2
Carta de Nota	0	1
Ofertas Públicas (Autorregulación)		
Solicitud de Esclarecimiento Adicionales	4	0
PAI (Proceso de Apuración de Irregularidades)	8	0
Procesos Iniciados	2	0
Cartas de Orientación (Supervisión)	5	0
Multas Objetivas (Supervisión)	12	1
Cartas de Recomendación (Comisión y Consejo)	0	1
Término de Compromiso para Suspender el Proceso Administrativo	1	0
Actividades Banca Privada		
Solicitud de Aclaración	10	18
Cartas de Orientación	22	27
Multas Objetivas	10	7
Cartas de Recomendación	2	0

	2011	2012
Servicios Calificados		
Solicitud de Aclaración	17	33
Informe de Sanciones	5	3
PAI (Proceso de Apuración de Irregularidades)	1	1
Cartas de Orientación (Supervisión)	38	16
Multas Objetivas (Supervisión)	29	20
Cartas de Recomendación (Comisión y Consejo)	0	2
Término de Compromiso para suspender el PAI	1	0
Mercado Abierto		
Solicitud de Aclaración	56	93
Cartas de Orientación	102	111
Gestión de Patrimonio		
Cartas de Orientación	0	3
Multas Objetivas	0	3

Cabe señalar que los Códigos predicen la posibilidad de las Instituciones Participantes para formalizar quejas con respecto a ocasionales infracciones cometidas por otras Instituciones Participantes, que deben ser apuradas por el área de Supervisión.

Así, el modelo de autorregulación construido por los asociados de ANBIMA tiene características únicas que lo diferencian de otras experiencias en autorregulación en la comunidad internacional: el modelo de autorregulación voluntaria y privada se compone de todos los pilares clásicos característicos de las estructuras la regulación de mercado (definición de normas, supervisión y *enforcement*), y también se complementa con una serie de actividades llevadas a cabo por la asociación en consonancia con los compromisos con sus socios y la sociedad brasileña: los de *representar* a las instituciones, proporcionando *información* que contribuya al desarrollo sostenible de los mercados y fomentar la *cualificación* profesional y la *educación de los inversores*.

- **Evolución reciente**

La reciente incorporación del segmento de distribución minorista a la estructura reguladora de ANBIMA debe promover una mayor proximidad de las iniciativas reglamentarias de la asociación con respecto a aquellos centrados en la educación de los inversores. Un creciente número de normas y actividades de supervisión centradas en el régimen de información de los productos ofrecidos y títulos distribuidos, así como la incorporación de prácticas y procedimientos de ventas. Incrementar la preparación y el conocimiento de los inversores está a favor de la tendencia hacia un mercado más seguro y sólido, aunque con una mayor sofisticación y democratización de las alternativas de inversiones para distintos públicos.

A finales de 2012, la asociación lanzó un nuevo código, ampliando sus actividades de autorregulación para los segmentos minoristas y de alto poder adquisitivo. En febrero de 2013 entró en vigor el Código de Distribución de Productos de Inversión al por Menor, que establece los requisitos mínimos y las mejores prácticas para las instituciones que operan en el segmento, ofreciendo productos para personas privadas en las sucursales bancarias u otras plataformas de distribución dirigidas a ese público.

El Código establece requisitos mínimos para la distribución de productos de inversión. Las instituciones, por ejemplo, deben contar con profesionales certificados para atención al cliente, establecer políticas de formación de los profesionales, e incluir en los contratos con los agentes de distribución subcontratados la obligación de cumplir con los requisitos de autorregulación. Más allá de los requisitos mínimos, el Código establece la necesidad de que las instituciones sigan directrices relativas a la publicidad, al envío de información a la base de datos y a la aplicación del análisis de perfil del inversor (idoneidad). Las directrices serán definidas y divulgadas por el Consejo de Regulación y Mejores Prácticas de Distribución de Productos al por Menor después del final de la audiencia pública.

■ **3. EDUCACIÓN DE INVERSORES**

El programa de certificación profesional, creado en 2002, correspondía a la preocupación de las instituciones asociadas de ANBIMA en capacitar a sus empleados para llevar a cabo sus funciones correctamente, lo que requiere un conjunto de habilidades que se consideren necesarias para el servicio de atención a los inversores. Mientras que la certificación atendía a una parte importante del proceso educativo, las instituciones participantes también reconocieron la necesidad de proporcionar

información adecuada a los inversores, de manera que los brasileños puedan tomar decisiones conscientes de inversión. Volver la atención a la educación y al entrenamiento de los inversores fue el paso natural después de la creación del programa de certificación.

Con la consolidación del modelo de autorregulación, la asociación también cuenta ahora con una nueva fuente de financiación por medio de las multas y sanciones impuestas en los casos de supervisión y *enforcement*.

Las instituciones asociadas con ANBIMA se han comprometido a utilizar los recursos para financiar iniciativas educativas diseñadas por la asociación. Así, en septiembre de 2004 se creó el Comité de Educación de ANBIMA, que ahora reúne mensualmente los representantes de las instituciones miembros para discutir y proponer iniciativas en materia de educación. Desde entonces, es parte de las funciones del Comité diseñar todas las iniciativas de educación, que se pueden dividir en dos pilares principales: iniciativas de educación al inversor e iniciativas de educación para el desarrollo de conocimiento e investigación en nuestros mercados.

En este último grupo están los premios académicos ofrecidos por la asociación y los eventos dirigidos a la difusión de información sobre la autorregulación. Establecido en 2005, el Premio Mercado de Capitales ofrece becas para estudios de maestría y doctorado en temas de interés para los distintos segmentos del mercado de capitales. En 2007, se creó el Premio de Renta Fija, que selecciona los mejores artículos científicos acerca de este segmento en Brasil, con incentivo monetario a los ganadores.

En el mismo año de la creación de la Comisión de Educación, 2004, también se pusieron en marcha iniciativas que conforman el segundo grupo de acciones, que tenían como objetivo ofrecer a los brasileños información clara, imparcial y educativa sobre el proceso de decisión de inversión y sobre productos y servicios disponibles en Brasil. En 2004, el Comité publicó dos folletos que se distribuyeron ampliamente a sus destinatarios: la *Guía del Inversor* y la *Guía del Estudiante*. La *Guía del Estudiante* reflejaba una preocupación creciente no solo en Brasil y que hoy es aún más fuerte: la que más allá de todos los temas tradicionales que deben formar parte de la formación de los jóvenes, es imperativo que se les instruya a la cuestión de la inversión, para ayudarles a pensar en el futuro y en sus economías.

También con el fin de llegar a un público más joven, la asociación puso en marcha, en 2004, la página web "Cómo Invertir" (www.comoinvestir.com.br), cuyo

propósito es concentrar la oferta de información didáctica y fácil de entender para ayudar a los inversores a tomar decisiones conscientes de ahorro e inversión. Cabe señalar que todas las instituciones participantes del Código de Fondos deben, en sus páginas web, indicar la dirección del sitio a sus clientes, con el fin de dar visibilidad y difundir la información proporcionada en el "Cómo Invertir".

En 2011, una investigación realizada por un renombrado instituto brasileño a petición de ANBIMA reveló que las dos primeras fuentes de información sobre inversiones utilizadas por los brasileños son el gerente de instituciones financieras e Internet. De hecho, la encuesta reveló un mayor acceso a Internet con este fin. Así, el Programa de Certificación sigue teniendo un papel muy importante en el proceso de educación de los inversores, ya que ha contribuido a la capacitación de los profesionales de servicios de atención, hoy la fuente más popular para tratar el tema. Por otra parte, el creciente acceso a Internet basó la decisión estratégica de la Asociación de fortalecer la presencia en línea del sitio "Cómo Invertir", y multiplicar los puntos de contacto de la asociación con los inversores: la modernización de las páginas web, con la creación de canales en Youtube, Facebook y otras redes sociales. Hoy, además del contenido ya tradicional en las finanzas personales, que trata sobre presupuestos y disciplina para ahorrar, con herramientas para ayudar a los usuarios a organizar sus vidas financieras, la página cuenta con los principales productos de inversión disponibles en Brasil: fondos de inversión, acciones, obligaciones y títulos públicos.

Aunque el objetivo de la asociación es la educación del inversor, los miembros de ANBIMA comprenden la importancia y la necesidad de difundir y fomentar la educación financiera en el sentido más amplio. Por lo tanto, la asociación apoya las iniciativas de educación del gobierno de Brasil y de otras instituciones públicas, cuyo objetivo es ayudar a los brasileños a tener una relación sana con el dinero. La asociación es miembro del CONEF (Consejo Nacional para la Educación Financiera), una organización de la que participan instituciones públicas y privadas, y cuyo objetivo es determinar las directrices de la ENEF (Estrategia Nacional para la Educación Financiera), política estatal cuya misión es difundir los conceptos de educación financiero para los ciudadanos brasileños.

La ENEF comenzó con un proyecto piloto que implementó la educación financiera en 800 escuelas secundarias en Brasil. Finalizado en 2011, el proyecto piloto fue evaluado por el Banco Mundial, que encontró pruebas del éxito en el cambio de comportamiento de los jóvenes en relación con las decisiones que involucran dinero. Para ayudar en la creación e implementación de nuevos proyectos y para difundir el proyecto piloto, ANBIMA ha creado junto con las entidades del mercado

(Febraban, BM&FBovespa y CNSeg) la ABEF (Asociación Brasileña de Educación Financiera), que implementa programas de educación conforme a las directrices de la ENEF, visando la búsqueda de recursos privados para financiar dichos proyectos.

FONDOS DE GARANTÍA DE INVERSORES. LA EXPERIENCIA DEL FOGAIN EN ESPAÑA

Ignacio Santillán Fraile

Director General de la Gestora del FOGAIN

1. LOS SISTEMAS DE INDEMNIZACIÓN DE INVERSORES

La protección de los inversores se persigue en el ámbito regulatorio por diferentes vías. En realidad, podría decirse que una parte muy relevante de la regulación de los mercados financieros y, particularmente, de los mercados de valores —de una forma u otra— persiguen en último término esa protección de los inversores, de todos los inversores. Así, por ejemplo, medidas tendentes a mejorar la transparencia o la integridad del mercado, se podrían incluir entre ellas.

Uno de los ámbitos donde la regulación ha identificado necesidades de protección de los inversores —y más señaladamente de los inversores minoritarios o de *retail*— ha sido en la relación de estos con las entidades financieras que prestan servicios de inversión.

En este ámbito se dan dos tipos de medidas regulatorias. Unas vienen a tratar de equilibrar, en lo posible, la diferente intensidad de información y conocimiento entre estas entidades y sus clientes, introduciendo medidas orientadas a equilibrar la situación, propias de la protección de consumidores (establecimiento de normas de conducta, obligación de gestión de situaciones de conflictos de interés, establecimiento de obligaciones de información al y del cliente, obligatoriedad de cumplimentación de determinados documentos contractuales, de registros, etc.).

Otras medidas vienen orientadas a proteger más directamente los intereses patrimoniales de los clientes de estas entidades. Serían medidas regulatorias tales como aquellas que establecen normas para la llevanza de la custodia de valores, la separación de los activos propios de los de los clientes, las normas de inversión de los fondos de clientes, la prohibición de la utilización de los activos de los clientes por cuenta propia sin autorización, etc.

Dentro de estas medidas regulatorias orientadas a la protección de los intereses patrimoniales de los inversores —que se verán complementadas con otras medidas en el ámbito del derecho de sociedades, de representación de valores o concursal—, es una realidad extendida, la creación de sistemas de indemnización de inversores

que, de alguna manera, suponen un elemento de cierre en este esquema de protección.

Son muchas las jurisdicciones que cuentan con sistemas de indemnización de inversores. Fundamentalmente, se trata de sistemas organizados para poder compensar patrimonialmente a aquellos inversores, clientes de entidades financieras, que puedan ver defraudadas sus expectativas de recuperación del dinero, valores o instrumentos financieros confiados a una entidad, en caso de que la misma resulte insolvente.

La finalidad de este tipo de instituciones no es la de cubrir a los inversores de los riesgos propios de las inversiones —el riesgo de inversión o el riesgo de crédito—, sino la de cubrir su posición como cliente de una entidad financiera. Así, con carácter general, es la falta de disponibilidad del dinero o valores confiados a una entidad, la que se cubre con un sistema de esta naturaleza.

Para comprender la incardinación de estos sistemas en la estructura institucional del mercado de valores, resulta relevante tener en cuenta que la realización de inversiones implica básicamente dos tipos de riesgos. Por un lado, los propios de la evolución de las inversiones en sí, lo que incluye la evolución de precios, la posibilidad de una pérdida del valor del instrumento en cuestión por su propia estructuración —sería el caso, por ejemplo, de los instrumentos estructurados— o la imposibilidad por parte del emisor de hacer frente a sus obligaciones de pago tanto de rendimientos de los instrumentos, como al vencimiento de los mismos.

Pero las inversiones, necesariamente, se realizan a través de entidades profesionales —miembros del mercado o simples *brokers* receptores y transmisores de órdenes o buscadores de contrapartidas—, al tiempo que la custodia de las inversiones en numerosas jurisdicciones requieren también de la participación de entidades profesionales que puedan realizar esta actividad. Por último, la profesionalización en estos ámbitos abarca también a las actividades de gestión de carteras y asesoramiento de inversión.

Estos tres elementos, necesaria intermediación, labores de custodia y actividades de gestión de patrimonios, tienen como denominador común el que los inversores deben convertirse, al tiempo que en inversores, en clientes de entidades autorizadas para la prestación de estos servicios. Es necesario, pues, para invertir requerir el concurso de este tipo de entidades.

En la dinámica propia de la relación de los inversores con estas entidades, los clientes tienen con las entidades posiciones de riesgo. No de riesgo de inversión, sino

típicamente de riesgo operacional cuando el cliente ha entregado dinero para adquisición de valores, o valores u otros instrumentos financieros en custodia, o se delega la gestión del patrimonio propio.

Se puede decir que es la propia regulación —al incorporar como necesaria la participación de estas entidades restringiendo ciertas actividades precisamente, a aquellas que tengan licencia— la que prevé este tipo de riesgo en el proceso de inversión —riesgo que se añade al propio de la inversión realizada—, y es la regulación la que, en ocasiones, viene a intentar reducir este riesgo, por medio de la creación de los sistemas de indemnización de inversores.

Es, por tanto, en este ámbito de limitación del riesgo que supone para los inversores la necesaria conversión en cliente de entidad financiera para poder invertir, en el que surgen los sistemas de indemnización de inversores. Y es esta realidad la que define, también, su ámbito de cobertura, centrado como hemos señalado en la cobertura de los riesgos derivados de la intervención de una entidad financiera en todo el proceso de inversión, custodia y gestión.

Identificada la finalidad de este tipo de instrumentos, resulta claro que la primera consecuencia de su existencia es el reforzamiento de la confianza de los inversores, que podrán solo tener en cuenta los riesgos propios de la inversión. Así, no necesitarán realizar una *due diligence* o análisis del intermediario que utilicen, ya que el riesgo de la utilización del intermediario estará cubierto por un sistema de indemnización de inversores, si bien es cierto que con limitaciones, como veremos.

Y esto nos lleva a una característica general de este tipo de sistemas. Su cobertura se extiende a clientes a quienes no resulta exigible, por carencia de medios o de conocimientos, la realización de la referida *due diligence* de los intermediarios con que opera. Por ello, se suele limitar a cubrir clientes de los denominados de retail o minoritarios.

Este tipo de sistemas, por otro lado, tiene como consecuencia un incremento del nivel de confianza de los inversores en las entidades financieras.

Dicho lo anterior, se puede añadir que los fondos de garantía de inversiones constituyen instrumentos con una finalidad real múltiple ya que, centrados en la protección del inversor, sus efectos se extienden a otros ámbitos del mercado de valores.

Así, clientes más protegidos y, por tanto, con un nivel de confianza más elevado, permitirán un potencial mayor desarrollo de negocio de las empresas que prestan servicios de inversión, lo que implica una potencial mayor inversión en valores negociables.

Asimismo, estos sistemas suponen un elemento de rebaja de los niveles de tensión social y presión sobre supervisores y autoridades judiciales, cuando una situación de insolvencia de una entidad financiera prestadora de servicios de inversión pueda afectar a una colectividad de inversores.

Por tanto, sobre la finalidad inicial y clara de protección de los intereses patrimoniales de los inversores en ciertos supuestos, se debe añadir el efecto colateral positivo que este tipo de instituciones tiene para las entidades mismas, el mercado, los supervisores y las autoridades judiciales.

Estas utilidades han podido ser claramente confirmadas por la experiencia española del Fondo de Garantía de Inversiones para empresas de servicios de inversión (el FOGAIN) como detallamos más adelante.

Este tipo de instituciones no son solo “cajas de dinero”, sino que deben tener una vocación de instrumento útil en la resolución de los diversos problemas específicos que pueden presentar situaciones de insolvencia en entidades prestadoras de servicios de inversión, particularmente en lo que toca a la protección patrimonial de los clientes, inversores.

En este sentido, los sistemas de indemnización de inversores pueden responder a diseños organizativos, de financiación, de cobertura y de funcionamiento diferentes.

Así, un sistema puede estar más vinculado a una gestión pública o privada del mismo, puede estar financiado *ex ante* o *ex post* y las fuentes de financiación pueden ser diferentes; puede cubrir a diferentes tipologías de clientes, de entidades o de operativas, pueden participar con más o menos potestades en la gestión de las situaciones de insolvencia, o promover la satisfacción de las indemnizaciones sometiéndolas a procedimientos y comprobaciones diferentes.

Los aspectos organizativos, operativos, funcionales y financieros permiten identificar sistemas con características diferentes en diversas jurisdicciones, pero las cualidades positivas señaladas más arriba pueden ser predicadas, con más o menos matizaciones, de todos ellos.

Casos con una significativa repercusión internacional han puesto de manifiesto la importancia de la existencia de sistemas adecuadamente organizados, preparados y financiados, para atender situaciones de insolvencia de entidades que presten servicios de inversión. Estamos hablando de casos como Lehman Brothers —con implicaciones en numerosas entidades y jurisdicciones— Madoff o MF Global. En lo que toca particularmente a España, casos como el de AVA Asesores de Valores,

A.V., S.A., o el de Gescartera Dinero, A.V., S.A., han sido los que más claramente han puesto de manifiesto la utilidad de este tipo de sistemas de indemnización de inversores.

2. BREVE SEMBLANZA DE LA SITUACIÓN GLOBAL EN MATERIA DE SISTEMAS DE INDEMNIZACIÓN DE INVERSORES

La figura de los fondos de garantía de inversiones se encuentra presente en diversos ámbitos regionales del mundo.

Así, a nivel europeo, la Directiva 97/9/CE de 3 de marzo, "relativa a los sistemas de indemnización de inversores", exigió a todos los Estados miembros de la Unión Europea el establecimiento de sistemas de indemnización de inversores. Esta Directiva armoniza tan solo unos mínimos que estos sistemas deben cumplir, y ello ha llevado a la existencia de sistemas de esta naturaleza en todas las jurisdicciones de la Unión Europea, si bien organizados de forma diferente en cuanto a su financiación, cobertura, funcionamiento, organización, etc.

La Comisión Europea lanzó en febrero de 2009 una consulta pública acerca de la necesidad de mejorar esta regulación europea, para promover el papel de este tipo de sistemas, garantizando mejor su misión como instrumento de garantía de los intereses patrimoniales de los inversores, clientes de las entidades que prestan servicios de inversión. Posteriormente, en julio de 2010 publicó una propuesta de Directiva que planteaba, como consecuencia de la experiencia y también como reacción a las situaciones de crisis vividas, una modificación de esta Directiva que promoviese una mayor armonización, una mejora de los mecanismos de financiación de los sistemas y una extensión de su ámbito de cobertura.

En concreto, la propuesta planteaba, junto a algunos aspectos de adaptación de esta Directiva a regulaciones europeas posteriores (como la cobertura de ciertas actividades o de determinados clientes) una mayor armonización en cuanto a la cobertura máxima, que en la actualidad se fija en 20.000 euros por clientes, pero que en cada jurisdicción puede incrementar; la extensión del principio de financiación de los fondos ex ante, es decir, la obligación de que se trate de sistemas que estén prefinanciados con aportaciones de las entidades cubiertas; lo que incluye intentar determinar un mínimo tamaño objetivo de los fondos; el análisis de la posible cobertura por la insolvencia de los subcustodios o de los depositarios de instituciones de inversión colectiva; mejoras en la tramitación y en el plazo de resolución de las solicitudes de indemnización por los inversores, etc.

Si bien este Proyecto se encuentra en la actualidad en discusión en las diferentes instituciones europeas y algunos de sus aspectos no están resultando sencillos de armonizar a nivel europeo, esta iniciativa de la Comisión es una clara manifestación de la importancia que se otorga a este tipo de sistemas.

En Estados Unidos, el sistema de indemnización de inversores se gestiona por el SIPC (Securities Investor Protection Corporation). Este sistema fue creado por la Securities Investor Protection Act de 1970. Recientemente, ha debido atender algunos de los casos más relevantes a nivel internacional, como son los casos Lehman Brothers, Madoff o MF Global.

En una manifestación más de la relevancia que se otorga al funcionamiento eficiente de este sistema, en junio de 2010 se creó un Grupo de Trabajo formado por miembros de alto nivel y presidido por el Presidente del SIPC, con la finalidad de estudiar medidas de mejora y modernización del SIPC. Este Grupo de Trabajo produjo en febrero de 2012 un informe que contenía quince recomendaciones para la mejora y modernización del SIPC.

En China, el Securities Investor Protection Fund (SIPF) tiene un tamaño considerable y una vocación de protección de los clientes de firmas de inversión, incluyendo un sistema de indemnización en caso de insolvencia de las entidades cubiertas.

Otras jurisdicciones relevantes como Canadá (Canadian Investor Protection Fund, o CIPF), recientemente activa en el caso de MF Global en Canadá, Japón (Japan Investor Protection Fund) y otros países asiáticos cuentan asimismo con sistemas de protección de inversores.

Todo lo anterior, lleva a considerar que los sistemas de protección de inversores constituyen un instrumento ampliamente establecido en diferentes regiones del mundo y valorado positivamente en todas ellas, si bien con diferentes esquemas organizativos, funcionales o financieros, como hemos señalado anteriormente.

■ 3. EXPERIENCIA DEL FOGAIN EN ESPAÑA

- Existencia del fondo en el sistema financiero español

En el año 2001 se aprobaron las normas que dieron cobertura a la creación en España de un fondo de garantía de inversiones para empresas de servicios de inversión y también para extender la cobertura de los fondos de garantía de depósitos de entidades de crédito a las inversiones de sus clientes. Con base en esta regulación,

se creó el Fondo General de Garantía de Inversiones (FOGAIN) que cubría inicialmente a las Sociedades y Agencias de Valores (esta cobertura se extendió posteriormente a las Sociedades Gestoras de Carteras y a algunas Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva). Las entidades de crédito están cubiertas por el Fondo de Garantía de Depósitos.

Debe decirse que la creación del FOGAIN no fue una tarea sencilla, como no puede serlo crear una organización desde cero, en la que debían —por exigencia legal— estar involucradas todas las sociedades y agencias de valores, en un número superior al centenar, y en el que hay que determinar los criterios de aportación de sus miembros, al tiempo que elaborar y aprobar la correspondiente regulación, en una materia nueva por entero. No eran temas menores el análisis de las implicaciones que las aportaciones pudiesen tener en las entidades aportantes, los mecanismos de remisión de información que permitiesen calcular dichas aportaciones, o la organización corporativa de la gestión del sistema.

A estos elementos, debe añadirse que el FOGAIN nació con cobertura retroactiva. Su normativa de creación hacía caer bajo su cobertura aquellos casos de insolvencia de sociedades o agencias de valores que hubiesen sido declaradas insolventes desde julio de 1993, fecha de entrada en vigor de la Directiva europea sobre Servicios de Inversión.

Esta cobertura retroactiva tuvo dos consecuencias inmediatas: la primera, la necesidad del FOGAIN de empezar a funcionar desde el día primero de su existencia— aún sin dotación de medios materiales y personales— y segunda, la necesidad de atender pagos de indemnizaciones sin tener aún un patrimonio acumulado suficiente. La primera de las consecuencias se gestionó con la dedicación e involucración de un Consejo de Administración formado por representantes del sector, con una estrecha colaboración del supervisor, y con la contratación de forma rápida de los medios y el personal necesario. La segunda se cubrió por medio de regulación. La Ley estableció que con carácter extraordinario y solo para la cobertura de los casos afectados por la retroacción de la cobertura del FOGAIN, los Fondos de Garantía de Depósitos ya existentes y financiados en España aportarían una parte significativa de la cuantía de dinero necesaria.

Por tanto, entre 2001 y 2002, el FOGAIN organizó su estructura de gobierno —que incorpora a representantes de las entidades más relevantes del sector, con representantes de la CNMV y otro de cada una de las comunidades autónomas con competencia en materia de mercados organizados de valores— puso en funcionamiento su estructura operativa, e inició sus procesos de indemnización a inversores, junto con los procesos orientados a la recuperación de lo pagado.

Puede decirse, por tanto, que la creación y puesta en funcionamiento del FOGAIN requirió del sector un esfuerzo importante, si bien contó con la colaboración positiva de las entidades en general y el apoyo cercano de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), lo que permitió dar los pasos adecuados, en el sentido correcto.

Además de la necesidad de organizar una estructura adecuada, el FOGAIN se encontraba ante una situación en la que todos los elementos eran nuevos y se sentía una lógica presión por atender con rapidez el pago de indemnizaciones a los clientes de entidades como Gescartera Dinero, A.V., S.A., o AVA Asesores de Valores, A.V., S.A.

El Consejo de la Gestora del FOGAIN tuvo como objetivo, en todo momento, la eficiencia y rapidez en atender tales indemnizaciones, solventando las complicaciones técnicas, operativas y jurídicas que todo nuevo sistema de esta naturaleza tiene que afrontar.

- **Estructuración del FOGAIN**

El FOGAIN se ha articulado legalmente como un patrimonio separado —denominado Fondo General de Garantía de Inversiones— nutrido de las aportaciones anuales que realizan las entidades adheridas, más el rendimiento de las inversiones de este patrimonio, más el importe de las cantidades que el Fondo pueda recuperar de los importes satisfechos en indemnizaciones. Asimismo, una sociedad gestora —denominada Gestora del Fondo General de Garantía de Inversiones, S.A.— es la que gestiona el Fondo, mantiene los medios personales y materiales necesarios, atiende las solicitudes de indemnizaciones y dirige las gestiones de recuperación.

Se trata de un esquema cuya financiación es estrictamente privada. La Gestora tiene un Consejo de Administración compuesto, en la actualidad, por 14 de las entidades cubiertas más relevantes. Cuenta, asimismo, con una Comisión Delegada del Consejo, un Comité de Auditoría y un Director General responsable del funcionamiento diario de la Gestora y el Fondo.

Como se ha señalado, esta estructura privada se ve complementada con el sometimiento del FOGAIN a la supervisión de la CNMV, y como una muestra del seguimiento por esta del funcionamiento de aquel, la Ley prevé que un representante de la CNMV esté presente en el Consejo de la Gestora del FOGAIN con voz pero sin voto. Este representante velará porque los acuerdos del Consejo se ajusten a la regulación del FOGAIN y a su finalidad legal. A tal fin, tiene la capacidad legal de solicitar de la CNMV la suspensión de los efectos de acuerdos del Consejo cuando los entienda contrarios a tal regulación y fines.

Adicionalmente, hay un representante en el Consejo de la Gestora del FOGAIN, de cada una de las tres comunidades autónomas con competencias en materia de mercados organizados de valores, esto es País Vasco, Cataluña y Comunidad Valenciana.

Esta estructura de gobierno se ha revelado como realmente útil a la consecución de los fines del FOGAIN. Combina un diseño donde las decisiones son tomadas por el sector, tanto en cuanto a la determinación misma de si la cobertura debe extenderse a un caso concreto, como en cuanto a cuál es la mejor forma de proceder cuando se presentan circunstancias concretas que requieren análisis tanto jurídicos como operativos de la situación y de la posición de clientes concretos. Así, por ejemplo, en la identificación de potenciales situaciones fraudulentas de entidades o clientes frente al sistema de cobertura, o en el entendimiento de la estructura de servicios a clientes, el valor añadido de la experiencia de los miembros del Consejo ha sido extremadamente útil.

Esto, unido al contacto estrecho con el supervisor en todo momento, con quien se coordinan las actuaciones, ha permitido una gestión eficiente de las situaciones que el FOGAIN ha debido atender.

Esta característica de tratarse de un esquema de aportación privada, donde es la representación del sector quien tiene la responsabilidad de su gestión, ha llevado a que se haya aprovechado la infraestructura del FOGAIN para acoger Grupos de Trabajo que permitan el tratamiento de diversas cuestiones que pueden afectar a las empresas de servicios de inversión y hacer llegar el resultado de los mismos a las autoridades. Durante los últimos cinco años, esta actividad ha supuesto un mecanismo para que el sector pueda trasladar sus opiniones acerca de las iniciativas de regulación tanto a nivel nacional como europeo.

Esta actividad ha tenido un desarrollo positivo, lo que ha concluido con un representante del FOGAIN en el Comité Consultivo de la CNMV y en el Comité Consultivo de ESMA —European Securities and Markets Authority— correspondiente al ámbito de protección de inversores e intermediarios.

Por estas dos vías, y por medio de Grupos de Trabajo que cubren ámbitos específicos de actividad (cumplimiento normativo, operativa de mercados, y contabilidad y solvencia), se han trasladado opiniones sectoriales a las autoridades y supervisores respecto de decenas de iniciativas normativas o regulatorias, o de medidas supervisoras de carácter general, con un significativo apoyo de las entidades involucradas. Adicionalmente, el FOGAIN trata en este mismo ámbito cualquier iniciativa de sus entidades adheridas que puedan afectar al sector como tal.

Se puede resaltar también el efecto que la involucración del sector en la gestión de un sistema de indemnización de inversores puede llegar a tener en el reforzamiento de la disciplina de mercado. Así, el hecho de que la insolvencia de una entidad adherida pueda llevar a descapitalizar el fondo del dinero aportado por todas las entidades, junto con la posibilidad legal de que el FOGAIN pueda pedir la aportación de derramas extraordinarias en caso de insolvencia de una entidad adherida, acentúa la sensibilidad de las entidades respecto de potenciales malas prácticas que pueden, en último término, afectar patrimonialmente al resto de entidades.

En este sentido, es relevante el que en el caso más recientemente cubierto por el FOGAIN, este haya apoyado y promovido la declaración de responsabilidad de los administradores de la entidad insolvente en cuanto incumplieron normas de conducta relevantes en lo que toca a la separación y no utilización por cuenta propia del efectivo perteneciente a los clientes.

Por último, todas las entidades adheridas al FOGAIN deben ser accionistas de la sociedad Gestora. A tal efecto, todos los años se adapta el capital social para reflejar una participación proporcional a la aportación que a cada una corresponda realizar en cada ejercicio. De esta manera, todo el sector tiene capacidad legal de pedir información a la Gestora, al estar asistidos por los derechos propios de los accionistas de una sociedad anónima. Adicionalmente, las cuentas anuales tanto del Fondo como de la Gestora se someten a auditoría de cuentas externa con carácter anual, por una empresa auditora de máximo nivel, en la actualidad Pricewaterhousecoopers. Las cuentas anuales de ambos —Fondo y Gestora— junto con los informes de auditoría y la gestión del Consejo son sometidos a aprobación de la Junta General de Accionistas, conforme establece la normativa de sociedades anónimas.

Todo ello resulta en un nivel de transparencia hacia las entidades adheridas y de sometimiento de la gestión a su control que también es considerada idónea.

De acuerdo con lo anterior, tanto desde la perspectiva de la experiencia y el saber hacer en la gestión de situaciones de cobertura del FOGAIN, como en las labores de apoyo al sector, en el efecto positivo sobre la disciplina de mercado, y en la transparencia y sometimiento a control del sector, la estructura de gobierno basada en la gestión por el sector del FOGAIN, con una colaboración estrecha con el supervisor, se ha manifestado eficiente.

- **Entidades cubiertas**

La cobertura de los fondos de garantía de inversiones se debe extender a todas las entidades que pueden prestar servicios de inversión de los que se derive que clientes

cubiertos puedan tener confiados a una entidad financiera efectivo y/o valores para la prestación de tales servicios de inversión.

La esencia de estos sistemas, como hemos mencionado, es la de cubrir a determinado perfil de clientes —típicamente aquellos denominados de retail o minoritarios— de los riesgos que puedan tener con la entidad que les presta el correspondiente servicio. Este riesgo puede ser de custodia o de gestión. Ambos tienen como elemento común la exposición del cliente al riesgo de una actuación inadecuada que lleve a la pérdida de los valores o el efectivo pertenecientes al cliente.

En España, se ha separado la cobertura de las entidades de crédito de las del resto de entidades. La cobertura para los inversores clientes de entidades de crédito corresponde al Fondo de Garantía de Depósitos. La cobertura del resto de entidades —aquellas que no son entidades de crédito— corresponde al FOGAIN.

Las entidades cubiertas por el FOGAIN, y cuya adhesión al mismo es legalmente obligatoria, son aquellas cuya autorización les permite prestar a clientes cubiertos por el FOGAIN servicios de inversión que son susceptibles de poner a tales clientes en una posición de riesgo de custodia o de gestión frente a la entidad.

En concreto, se trata de las Sociedades de Valores, las Agencias de Valores, las Sociedades Gestoras de Carteras y aquellas Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva (SGIIC) que, además de realizar la actividad de gestión de IIC, también vienen habilitadas por una extensión de su declaración de actividades y términos de autorización, a prestar servicios de inversión a clientes individuales, diferentes de las IIC.

Las Sociedades de Valores y las Agencias de Valores pueden prestar servicios de custodia a sus clientes, aparte del servicio de intermediación y de gestión de carteras. Adicionalmente, las Sociedades de Valores pueden operar frente al mercado y frente a sus clientes —prestando dinero para la adquisición de valores, por ejemplo— por cuenta propia, asumiendo riesgo frente a su balance. Las Agencias de Valores solo pueden operar profesionalmente por cuenta de terceros.

Las Sociedades Gestoras de Carteras no pueden prestar el servicio de custodia, pero sí el de gestión de carteras.

Por último, las SGIIC pueden extender sus actividades a la gestión individualizada de carteras. Solo aquellas que lo hagan —y, por tanto, no se limiten a la gestión de Instituciones de Inversión Colectiva (IIC)— tendrán que adherirse al mismo.

En la actualidad, el FOGAIN cuenta con un total de 142 entidades adheridas.

- **Financiación del Fondo y aportaciones de sus entidades**

El FOGAIN como sistema de financiación *ex ante* ofrece una imagen de seguridad y capacidad operativa que no tendría de ser un fondo sin patrimonio acumulado, evitando el efecto procíclico de los esquemas de financiación *ex post*.

Como acabamos de precisar, el FOGAIN tiene en este momento un total de 142 entidades adheridas que realizan aportaciones anuales al mismo y participan como accionistas en la Gestora que gestiona el FOGAIN en la misma proporción que las aportaciones anuales que realizan al mismo. Los criterios para la determinación de las aportaciones a realizar por las diferentes entidades adheridas se fijaron por el artículo 8 del Real Decreto 948/2001.

Estos criterios son el reflejo de dos tipos de consideraciones. Por un lado, tratándose de un sistema de cobertura, el coste de la misma debe imputarse a las entidades de acuerdo con el potencial uso de la misma que se debiese hacer en caso de darse uno de los supuestos legales para su despliegue. Esto significa que habrá que tener en cuenta elementos de naturaleza variable que permitan ajustar el importe de las aportaciones al volumen de riesgo potencial que cada entidad adherida, a su vez, aporte al sistema.

Pero, por otro lado, resulta claro que la previsión y cuantificación concreta de los riesgos en este ámbito no es sencilla. No aporta más riesgo necesariamente quien tenga más clientes o más valores, en un escenario en el que el riesgo fundamental es de naturaleza operacional (fraude, errores administrativos, falta de control interno) con la excepción de la quiebra de un subcustodio, donde tal riesgo operacional es más limitado y se refiere más a dicho subcustodio.

Esta realidad hace una medición ajustada de riesgos más compleja y ha llevado a fijar para todas las entidades adheridas un mínimo de aportación anual, cuya cuantificación proviene de un criterio de capacidad económica y no directamente de actividad directamente vinculada al riesgo que potencialmente debiera cubrir el sistema. Por ello, se establece una aportación fija —escalable, no obstante— de acuerdo con el volumen bruto de comisiones percibidas en el ejercicio precedente.

Otra de las características es que la determinación de la posición de riesgo de las entidades o, en general, del cálculo de las aportaciones se realiza solo una vez por cada ejercicio. Esto implica que el sistema no está diseñado para adaptarse de una manera permanente al perfil de riesgo de las entidades. Pedir información a las entidades con periodicidad menor a la anual y calcular aportaciones en periodos menores implicaría un incremento de costes administrativos y operativos probablemente

no justificados. En este sentido, no debe perderse la perspectiva. Los criterios de aportación a un fondo de garantía de inversiones vienen a tratar de ajustar los perfiles de riesgo en lo posible, pero suponen, ante todo, una aportación a un sistema colectivo de cobertura. Esto quiere decir que cada entidad no está aportando para cubrir a sus clientes, sino que está realizando una aportación a un sistema de cobertura colectiva, cuya cuantificación, eso sí, tiene en cuenta los elementos señalados más arriba. Esto hace que estos sistemas sean algo menos costosos y más eficientes en su funcionamiento y gestión que soluciones basadas en contratos de seguros.

De acuerdo con lo anterior, los criterios de cuantificación de las aportaciones anuales de las entidades tienen en consideración el importe bruto de ingresos por comisiones, el número de clientes cubiertos y el importe de los valores y del efectivo confiados a la entidad ya sea en custodia o gestión, por clientes cubiertos.

- **Actuación de los fondos de garantía de inversiones**

La experiencia, tanto nacional como internacional, permite concluir que los casos de insolvencia de las empresas de servicios de inversión son difíciles de prever. El resultado de esto es que cuando ocurren y se muestran, el sistema de indemnización de inversores no suele tener información previa y debe actuar de forma reactiva y con rapidez.

No se puede minusvalorar en modo alguno la importancia que tiene una buena supervisión de las entidades en la disminución de los efectos perjudiciales de la insolvencia de una entidad de esta naturaleza. Que los hechos que pueden potencialmente dar lugar a situaciones de insolvencia no sean siempre previsibles, no quiere decir que no se pueda disponer de controles e información previa por el supervisor, que permitan realizar una gestión más rápida y eficiente de la situación de insolvencia a los diferentes órganos de gestión de la misma —Juez, Administración Concursal, Fondo de Garantía de Inversiones— reduciendo, en lo posible, el tiempo necesario para la resolución de la situación creada en caso de insolvencia.

Por tanto, se podrían señalar como elementos esenciales en la gestión de una situación de insolvencia de una empresa de servicios de inversión, desde la perspectiva del funcionamiento de un fondo de garantía de inversiones, los siguientes:

- Acceso a información. Ello implica que tanto el supervisor que tiene los antecedentes de la entidad insolvente, como los órganos del Concurso Judicial, proporcionen y faciliten acceso al gestor del Fondo a la información referente a operativas de clientes y de la propia entidad, saldos, etc.
- Colaboración de los órganos de gestión de la insolvencia (Juez, Administración Concursal).

- Método de trabajo predeterminado para atender las solicitudes de indemnización, tramitarlas, calcular posiciones netas de clientes, valorarlas y emitir propuestas de indemnización.
- Preparar desde el mismo inicio de la gestión de la situación de crisis, los pasos a dar en el ámbito de la recuperación. El sistema debe ser incisivo en tratar de recuperar el dinero que pague en indemnizaciones, buscando, en su caso, la determinación legal de responsabilidades por parte de terceras personas o entidades, incluidos los gestores de la entidad insolvente.

En perspectiva, podemos decir que la protección de los activos de los clientes es una cuestión que cubre diversos ámbitos de regulación como son: (1) la protección de los derechos de propiedad de los inversores con un régimen adecuado y seguro de registro de la titularidad de valores desmaterializados, (2) el establecimiento de normas de conducta que impidan la disposición de los valores y efectivo de los clientes sin su autorización expresa (3) normas estrictas de separación de los activos y dinero, en su caso, de los clientes respecto de los propios de la entidad, (4) una supervisión eficiente, (5) una regulación concursal que permita el reconocimiento inmediato de las posiciones titularidad de los clientes en caso de insolvencia de la entidad y su entrega a sus titulares y, por último, (6) un sistema rápido, eficiente e integrado de resolución de situaciones de insolvencia, en el que se in crustaría la existencia de un fondo de garantía de inversiones con conocimientos, capacidades técnicas y operativas, y financiación adecuadas, que permitan una tramitación y una satisfacción de los intereses patrimoniales de los clientes afectados lo más rápida posible.

Los sistemas de indemnización de inversores constituyen así un elemento de cierre de otras medidas regulatorias y supervisoras que deben hacer de la inversión a través de entidades financieras una actividad con unos altos grados de seguridad para los intereses patrimoniales de los inversores.

- **Casos atendidos**

El FOGAIN, hasta la fecha, ha atendido a clientes de seis entidades. De estas seis entidades tan solo una —Sebroker Bolsa, A.V., S.A.— ha sido declarada en Concurso Judicial con posterioridad a la creación del FOGAIN. En este caso, todos los inversores cubiertos por el FOGAIN —y gracias a su existencia— han recuperado, o están en condiciones de recuperar, la totalidad de sus inversiones y efectivo.

El resto de las entidades atendidas son entidades cubiertas por efecto de la cobertura retroactiva con que nació el FOGAIN. El total de indemnizaciones pagadas ha ascendido a casi 66 millones de euros pagados a algo más de 9.000 clientes.

Veamos brevemente las circunstancias de los dos casos más significativos, así como del único ocurrido con posterioridad a la creación del FOGAIN.

AVA Asesores de Valores, A.V., S.A., era una agencia de valores situada en Zaragoza. Estableció una operativa habitual con una entidad bancaria situada en un paraíso fiscal, a través de la que adquiriría repos financiados en un 50%. Este banco, a su vez, adquiriría los mismos repos en el mercado, financiados al 90%. Los valores así adquiridos por la agencia española se pignoraban a favor del banco en tanto este pignoraba los adquiridos en el mercado a favor de quien le otorgó la financiación. Al tiempo, la agencia española tenía depositado en este banco, una parte significativa del dinero confiado por sus clientes.

La declaración de insolvencia del banco implicó la ejecución de la garantía prendaria por parte de los acreedores financiadores del mismo, perdiendo la agencia española una parte muy importante de los valores adquiridos, la mayoría de ellos por cuenta de sus clientes. Al tiempo, la agencia no pudo recuperar el dinero depositado de sus clientes.

Esta circunstancia llevó a una declaración de suspensión de pagos de la agencia española, dentro de la cual se pudo devolver a los clientes una parte del dinero entregado a la entidad, en tanto los valores adquiridos a través del banco en cuestión no se pudieron devolver.

La labor del FOGAIN ha consistido en indemnizar por estos valores no percibidos y por la parte de efectivo no restituido hasta un importe a la fecha de 38,5 millones de euros.

Gescartera Dinero, A.V., S.A., desarrollaba diferentes operativas con sus clientes a los que clasificaba en clientes de renta variable o de renta fija. Las aportaciones que realizaban los clientes de renta fija no fueron invertidas realmente sino sustraídas, si bien los intereses sí se fueron pagando. Los clientes de renta variable tenían una actividad real, pero fueron siendo despojados de sus valores de forma gradual, recogiendo al tiempo beneficios para unos y pérdidas para otros que en ocasiones eran ficticios.

La labor del FOGAIN se vio facilitada en este caso por el trabajo previo realizado por peritos judiciales —designados en el ámbito de un procedimiento penal— que revisaron las cuentas de Gescartera Dinero y todas sus entidades vinculadas y responsables, al tiempo que los movimientos de valores y los estados de posición de los clientes.

La labor del FOGAIN consistió en indemnizar a los clientes en coherencia con esta información hasta un importe a la fecha de 25,7 millones de euros.

Sebroker Bolsa, A.V., S.A., era una entidad cuya principal actividad consistía en la gestión de carteras a través de *trading* para algunos clientes muy relevantes, vinculados a la propia entidad. Una rebaja en el rendimiento de la estrategia de inversión hizo a estos clientes dejar de utilizar la entidad. En este escenario de significativa reducción de ingresos, los responsables de la entidad utilizaron para atender obligaciones de pago de la misma, efectivo depositado por un colectivo de clientes minoritarios, que significaban una parte residual de la actividad de la entidad.

La labor del FOGAIN ha consistido en indemnizar a estos clientes por la parte de efectivo que no les ha podido ser restituida por un importe, hasta la fecha, de 816.000 euros.

Como puede verse, cada situación ha tenido unos perfiles diferentes, con circunstancias operativas y de relación de clientes con su entidad distintos.

No obstante, una de las características intrínsecas a los diferentes casos que el FOGAIN ha tenido que atender es la necesidad de conocer en profundidad el perfil de negocio y de clientes que las entidades en crisis tenían. Esto ha permitido identificar diversos perfiles de relación jurídica entre diferentes tipos de clientes y la entidad en crisis, lo que a su vez ha permitido identificar las posiciones acreedoras globales de cada cliente frente a la entidad en crisis, y proceder a su valoración conforme ordena la normativa.

Son numerosos los elementos a prestar atención en este tipo de situaciones. Así, la obtención de información, el análisis de la misma, la valoración de los activos, la evaluación de la situación y las cuentas de cada cliente, la evaluación de las situaciones de exclusión de cobertura — básicamente los inversores institucionales o los vinculados a la entidad en crisis—, la imputación de saldos compartidos en cuentas, etc. Todos estos elementos hacen de estos procesos algo necesariamente complejo, que debe ser desarrollado en el menor plazo de tiempo posible.

En la gestión de las situaciones atendidas, y en la fijación de criterios en estos procesos, el FOGAIN ha contado con la colaboración del supervisor —la CNMV— presente, como hemos señalado, en su Consejo a través del representante legal en el mismo, con quien coincide en la finalidad última del sistema, de protección del inversor minorista.

El FOGAIN ha tenido desde el principio muy presente su obligación de intentar recuperar lo posible de lo satisfecho en indemnizaciones, dado que en caso de poder recuperar (1) se habrán puesto en práctica los mecanismos legales teóricos para poder hacerlo y se podrá evaluar su eficacia o necesidad de mejora y (2) se incrementará el patrimonio del fondo.

Debemos señalar que las operaciones de recuperación han sido largas —como corresponde a los ámbitos judiciales donde las mismas se han desenvuelto— pero han dado resultados positivos desde las dos perspectivas señaladas anteriormente.

Así, en procesos de naturaleza criminal, se ha tenido al FOGAIN como perjudicado y se le ha reconocido en este ámbito el derecho a ser indemnizado y recuperar lo satisfecho de los responsables de los respectivos delitos. Esto ha sido posible, entre otras circunstancias, porque en el sistema procesal español, la acción civil derivada de delito se puede ejercitar conjuntamente con el proceso penal.

En el caso Sebroker Bolsa, se han obtenido resoluciones judiciales favorables a los intereses y perspectivas de recuperación, por medio de la determinación de la responsabilidad patrimonial de los antiguos gestores, si bien este es un asunto más reciente y pendiente de sucesivas instancias judiciales.

La experiencia de funcionamiento del FOGAIN permite concluir que la presencia de una institución de esta naturaleza, y con las funciones que tiene el FOGAIN, supone un elemento de utilidad a la hora de reducir la tensión propia de estas situaciones de crisis que pueden afectar a una multitud de inversores, y permitir una gestión de los incumplimientos más rápida y, sobre todo, más sencilla. En todos los casos, el FOGAIN ha encontrado una colaboración abierta de los profesionales de la judicatura y fiscalía, cuando ello ha sido preciso para acelerar y permitir en los diversos procesos, los pagos de indemnizaciones a los clientes perjudicados.

- **Valoración de la existencia de un sistema de indemnización de inversores en España**

El proceso de creación, funcionamiento, asentamiento y desarrollo del FOGAIN ha llevado a que, a día de hoy, se pueda afirmar que supone un elemento de seguridad añadida para los clientes de todas sus entidades adheridas.

Esto implica, además, una ayuda para el desarrollo del negocio de tales entidades adheridas, particularmente en situaciones de crisis como la que está experimentando el mercado, al tiempo que se ha demostrado su utilidad en situaciones de insolvencia que afectan a una multiplicidad de clientes y que pueden estar muy presentes en la opinión pública.

Sobre la creación, que fue obligatoria, de un instrumento de esta naturaleza, en la actualidad este cumple las funciones de (1) protección del inversor, e indirectamente (2) ayuda a la promoción del sector y (3) seguridad del sistema en su conjunto.

La faceta de instrumento coadyuvante al sector se ve reforzada por la labor de información a los inversores, atendiendo las solicitudes de información por vía telefónica y manteniendo una web (www.fogain.com) de formato pregunta y respuesta, pensada para una fácil comprensión de la cobertura y los derechos de los inversores.

En este sentido, es significativo que en los momentos más señalados de la crisis actual, el número de visitas a la web del FOGAIN ha tenido incrementos muy significativos. Estas visitas se han mantenido en un nivel relevante, habiendo recibido en los últimos ejercicios decenas de miles de ellas.

Dentro del proceso de creación y funcionamiento del FOGAIN podemos señalar, como elementos más relevantes, el éxito de su proceso de creación, la coordinación con el supervisor, la resolución adecuada de los casos atendidos, la puesta en práctica exitosa de los mecanismos de recuperación, la ayuda a la comunicación del sector con las autoridades y reguladores, y, por último, la percepción asentada en los clientes cubiertos de sus entidades adheridas de disponer de una cobertura que funciona.