

INTRODUCCIÓN

1. ASPECTOS GENERALES DEL ENFORCEMENT EN MATERIA DE PROTECCIÓN DEL INVERSOR
2. LA SUPERVISIÓN DE LA COMERCIALIZACIÓN DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS
3. EL ASESORAMIENTO EN MATERIA DE INVERSIÓN
4. LA EDUCACIÓN DEL INVERSOR
5. MECANISMOS DE SOLUCIÓN DE CONTROVERSIAS Y GARANTÍAS A FAVOR DEL INVERSOR
6. TENDENCIAS INTERNACIONALES Y OTRAS EXPERIENCIAS SOBRE PROTECCIÓN DEL INVERSOR Y EDUCACIÓN FINANCIERA

INTRODUCCIÓN

La reciente crisis financiera ha puesto en evidencia la necesidad de fortalecer el sistema regulatorio, así como la supervisión de la comercialización de productos y servicios que se ofrecen al inversor.

El objeto de este trabajo ha sido analizar las acciones públicas tendentes a fortalecer el sistema de regulación y supervisión de los mercados de valores de la región y a promover la educación financiera. Para ello, se describen los aspectos más relevantes para conseguir una protección eficaz —el *enforcement*, la supervisión de la comercialización, el asesoramiento financiero, la educación del inversor, y los mecanismos de resolución de conflictos y garantías a favor del inversor—, analizando con detalle los aspectos regulatorios de los 17 países participantes, y realizando algunas consideraciones para mejorar la protección del inversor. Adicionalmente, se ha dedicado un capítulo para describir las tendencias internacionales en estas materias —desde las iniciativas de la Unión Europea y la OCDE, hasta las experiencias de ANBIMA y del Fondo de Garantía de Inversores (FOGAIN) en España—. La inclusión de estos tres trabajos resulta especialmente útil para hacerse una idea del camino que se seguirá en el futuro más inmediato con respecto a la protección del inversor.

1. ASPECTOS GENERALES DEL ENFORCEMENT EN MATERIA DE PROTECCIÓN DEL INVERSOR

La existencia de poderes amplios para supervisar e investigar conductas practicadas en los mercados regulados es una condición necesaria para cumplir los objetivos de la regulación. La complejidad de los mercados requiere una capacidad efectiva de reacción, inclusive de *enforcement*, ante conductas irregulares, sea por el propio regulador, sea por otra autoridad gubernamental, sin que ese poder reduzca o impida la actuación de los propios perjudicados en defensa de sus derechos e intereses. Así pues, forma parte del menú mínimamente recomendado para cualquier comisión de valores el contar con amplios poderes para exigir informaciones, investigar, aplicar sanciones u otras medidas, firmar acuerdos y adoptar providencias que puedan llevar a la responsabilización penal cuando se detectan indicios de delitos financieros.

El *enforcement*, como parte integrante de una estrategia de regulación, no puede ser percibido de forma aislada. Se debe verificar el cumplimiento de las reglas y que estas sean específicas, precisas y detalladas; se deben identificar las infracciones y sancionarlas, existiendo una proporcionalidad entre la gravedad de la infracción y la imposición de la sanción.

La eficacia de todo el sistema nace en el momento en que se logra el equilibrio entre competencia y regulación, entre protección e innovación. La necesidad de compatibilizar la competitividad de los mercados y la protección de los inversores es precisamente uno de los retos de cualquier regulación actual del mercado de valores.

Frente a la detección de incumplimientos de las normas que regulan la protección de los intereses de los inversores, todas las jurisdicciones participantes en el Estudio contemplan la reacción disciplinaria consistente en la apertura de un expediente administrativo sancionador.

Sin embargo, esta no es la única forma de solventar los incumplimientos detectados. En efecto, con el fin de obtener reacciones disciplinarias eficaces y efectivas, podría ser recomendable evaluar la existencia de alternativas a los procedimientos administrativos sancionadores —mucho más formalistas—, para la resolución de las controversias surgidas entre una entidad y sus clientes, entendidos como colectivo. Estos procedimientos concluirían con un Acuerdo o Resolución, que debería recoger el compromiso de la entidad infractora de, al menos:

- Ceser en la actividad ilícita.
- Adoptar medidas para evitar que la irregularidad detectada se reproduzca en un futuro.
- Indemnizar los perjuicios ocasionados a sus clientes con dicha práctica.

Dichos Acuerdos o Resoluciones deberían adoptarse por parte del Órgano del Supervisor que posea poder suficiente para ello (Superintendente, Consejo, Comité Ejecutivo, etc.), y ser públicos a fin de que produzcan el mismo efecto disuasorio que se conseguiría con la publicidad de la sanción impuesta tras la tramitación de un procedimiento administrativo sancionador. Adicionalmente, podrían incorporar una sanción o no, dejando a criterio de cada jurisdicción si el cumplimiento de los compromisos asumidos por parte de la entidad ha de considerarse como una circunstancia eximente en un primer momento, considerándose como una atenuante en caso de reiteración de la conducta o, desde un primer momento, su consideración sería de mera atenuante.

Por último, deberían recoger el compromiso de la entidad afectada por el incumplimiento de no recurrir el Acuerdo, lo que traería como consecuencia su inmediata ejecutividad.

En definitiva, con estos acuerdos se conseguiría el mismo efecto disuasorio que con un procedimiento administrativo sancionador, pero reduciendo considerablemente el tiempo de reacción, lo que traería como consecuencia alcanzar el efecto deseado, la protección de los intereses de los inversores con una mayor celeridad.

Con respecto a las sanciones, existen jurisdicciones donde hay un límite máximo a la hora de cuantificar la sanción a imponer por la comisión de una infracción administrativa. Este hecho puede traer como consecuencia que, ante determinado tipo de irregularidades, la sanción máxima que se pueda imponer sea inferior al beneficio obtenido por el infractor, lo que supondría la vulneración de una de las vertientes del principio de proporcionalidad conforme al cual las sanciones pecuniarias deberán prever que la comisión de las infracciones tipificadas no resulte más beneficioso para el infractor que el cumplimiento de las normas infringidas, perdiéndose, en estos casos, el efecto disuasorio que debe tener la sanción.

Por tal motivo es aconsejable que o bien la horquilla de sanciones sea lo suficientemente amplia que impida que este hecho se produzca o que la cuantificación de la sanción se vincule a criterios variables, tales como el beneficio obtenido en la comisión de la infracción, los recursos propios de la entidad, etc.

Por otra parte, en algunos países no es posible sancionar a los miembros de Directorio o a los administradores o directivos responsables de las infracciones cometidas. La sanción impuesta a las personas físicas responsables, por acción o por omisión, de la infracción cometida por la entidad produce, si cabe, mayor efecto disuasorio que la impuesta a la persona jurídica, por cuanto, en esta última, el efecto de la multa se diluye entre los accionistas de la entidad, siendo, en la mayor parte de los casos, la publicidad de la sanción lo que perturba, en mayor medida, a la persona jurídica por el daño reputacional que produce.

Sin embargo, en el caso de personas físicas, tanto la multa como la publicidad tienen el mismo efecto, puesto que la multa ha de ser abonada por un individuo, con el efecto que sobre su patrimonio eso produce, y la publicidad supone, igual que en el caso de la persona jurídica, un claro descrédito reputacional.

2. LA SUPERVISIÓN DE LA COMERCIALIZACIÓN DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS

En general, las labores supervisoras en el ámbito de la comercialización de valores e instrumentos financieros dirigidos a clientes minoristas o no profesionales, se centran en dos aspectos claves:

- La verificación de la transparencia en la información. Es decir, que previamente a la contratación de un servicio o venta de un instrumento, las informaciones al cliente sean adecuadas y que el intermediario tenga constancia del perfil del inversor, y que este reciba toda la documentación contractual preceptiva e informativa sobre el servicio o producto que se les está ofreciendo.

- El análisis de las estructuras organizativas y procedimientos de control interno y de gestión de riesgos (prevención de conflictos de interés) del intermedio financiero.

Con respecto al perfil del inversor, los intermediarios deben procurar obtener información sobre los conocimientos y experiencia de sus clientes en materia de inversiones, sobre sus objetivos de inversión y, en general, obtener toda aquella información que les resulte necesaria para brindar un óptimo servicio.

En la mayor parte de las jurisdicciones participantes en el trabajo se exige a los intermediarios que apliquen los procedimientos necesarios que les permitan conocer a sus clientes, bien a través de normativas dictadas por los organismos reguladores y supervisores, bien por las entidades autorreguladas. Sin embargo, en pocas normativas se incluye la exigencia de la verificación de la adecuación de los productos y servicios al perfil del cliente.

Por otra parte, en las legislaciones de la región no existe diferenciación en el nivel de protección en función del tipo del inversor, aunque en algunos países existen ciertas limitaciones para adquirir productos en función del riesgo o complejidad, estando estos generalmente destinados únicamente a inversores institucionales o sofisticados.

En cuanto a la información que se entrega a los clientes, esta debería ser útil para adoptar decisiones de inversión y tener un lenguaje que permita su fácil comprensión. En toda regulación sobre comercialización de productos y servicios financieros, se debería tener en cuenta dos cuestiones de gran relevancia:

- El contenido y formato de las informaciones obligatorias que se deben entregar a los clientes. Deben incluir toda la información necesaria sobre el producto o servicio que va a contratar, sus riesgos y características. Sin embargo, hay que tener en cuenta que el hecho de incorporar demasiada información o demasiado extensa puede no contribuir a que el producto sea más claro, sino a lo contrario. Con respecto a los formatos, estos deberían ser sencillos y, en la medida de lo posible, atractivos para ser leídos y comprendido de forma rápida por el inversor.
- La redacción y el lenguaje utilizados en las informaciones obligatorias que se deben entregar a los clientes. En la redacción de las informaciones no deberían indicarse los beneficios si no se especifican también los riesgos, ni se deberían minimizar las advertencias y, por supuesto, no se deben incluir comparaciones mal justificadas. En cuanto al lenguaje utilizado, los intermediarios deberían buscar el equilibrio entre el rigor técnico necesario y la forma de expresarlo para que sea entendido por los clientes minoristas.

No existe una única estructura idónea de organización interna para los intermediarios financieros. Estos deben evaluar sus riesgos en función de su tipo de negocio y tamaño, y establecer el modelo de gobierno, estructura jerárquica y funcional. Sin embargo, en el ámbito de los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento exigidas a los intermediarios financieros para la protección del inversor, como mecanismos para evitar los conflictos de interés, es importante contar con un oficial de cumplimiento y con un departamento o servicio especializado de atención que tenga por objeto atender y resolver las quejas y reclamaciones que presenten sus clientes

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

Finalmente, con el fin de añadir transparencia en la relación económica entre la entidad y el cliente, se debe informar sobre los honorarios o las comisiones que perciben los intermediarios tanto en la provisión de un servicio como en la comercialización de un producto financiero. En este sentido, sería recomendable que en las regulaciones se identifiquen los incentivos que pueden percibir las empresas que prestan un servicio de inversión o las entidades comercializadoras de productos financieros.

■ 3. EL ASESORAMIENTO EN MATERIA DE INVERSIÓN

En la mayoría de los países analizados en este Estudio, la regulación no distingue o diferencia el asesoramiento como una actividad en sí misma y, por ende, no tienen cargas regulatorias diferenciadas de otras actividades que realizan los intermediarios financieros. En algunos casos, el asesoramiento está implícito en la gestión de carteras, y en otros no se distingue de la comercialización o "promoción de valores".

Sin embargo, hay que tener en cuenta que la mera divulgación de información o explicación de las características y riesgos de una operación o producto financiero, o la elaboración de informes de inversiones o análisis financieros u otras formas de recomendación general relativa a las operaciones sobre instrumentos financieros, no se considera asesoramiento financiero.

Los esquemas regulatorios específicos para regular este servicio tratan el asesoramiento como un proceso que contempla tres momentos claves de comunicación con el cliente, antes, durante y después de la prestación de dicho servicio. Desde antes de

iniciada la relación contractual entre la entidad y el cliente, es sumamente recomendable que los inversores cuenten con información respecto de las características del intermediario, los servicios que presta, las comisiones que cobra, entre otros. Una vez contratados los servicios, es recomendable que los intermediarios mantengan informados a sus clientes sobre cualquier eventualidad o dificultad surgida que pudiese impedir el cumplimiento de la recomendación ofrecida en los términos acordados durante la prestación del servicio. Adicionalmente, los prestadores del servicio de asesoramiento en materia de inversión deben mantener informados a sus clientes, en su caso, respecto de los términos y condiciones en que sus operaciones se llevarán a cabo, de conformidad con las recomendaciones proporcionadas.

Los organismos supervisores y reguladores deben exigir, con carácter general, a las entidades o personas que prestan asesoramiento en materia de inversión los siguientes requisitos mínimos:

- La autorización, registro y supervisión de la entidad que va a prestar el servicio, con la exigencia de requisitos mínimos, tanto organizacionales como de control interno. No menos importantes resultan los requisitos de cualificación para los prestadores del servicio, estableciendo mayores requisitos conforme la complejidad de los productos financieros aumenta.
- La exigencia de un contrato, con cierto contenido mínimo que regule las obligaciones entre las partes, así como la información detallada de los términos y condiciones en los que las recomendaciones serán ofrecidas.
- La obligación para la entidad o persona que preste el servicio de determinar el contexto en el que este se otorgará (puntual o recurrente) con los derechos y obligaciones que se deriven para las partes.
- La obligación de realizar la evaluación de la idoneidad de la recomendación, como un proceso por el cual las entidades cumplen con el principio de "conoce a tu cliente". Dicha evaluación debe entenderse como el proceso completo de recopilación de información sobre un cliente, entre otros, sobre sus conocimientos, experiencia, situación financiera, objetivos de inversión y tolerancia al riesgo, con el objetivo de recomendar los instrumentos financieros o las estrategias de inversión que más le convengan al cliente.
- La exigencia de informar sobre los gastos y costes asociados al servicio de asesoramiento, que incluya información pormenorizada de todos los honorarios, comisiones, gastos y costes asociados y todos los impuestos a liquidar a través de la entidad que presta el servicio.
- Aprobar y mantener una política de gestión de conflictos de interés adecuada al tamaño y complejidad de la actividad que garantice la independencia de las actuaciones, identifique las circunstancias que puedan provocar conflictos potencialmente perjudiciales para clientes y establezca procedimientos y medidas

para gestionar tales conflictos. En el caso de que las medidas organizativas o administrativas adoptadas para gestionar el conflicto de interés no sean suficientes para garantizar que se prevendrán los riesgos de perjuicio para los intereses del cliente, la entidad debe revelar previamente la naturaleza y origen del conflicto al cliente antes de actuar por cuenta del mismo.

- La exigencia de la llevanza de un registro de recomendaciones, que incluya la constancia escrita o fehaciente de la recomendación realizada al cliente. El registro debe incluir información sobre el cliente al que se le ha emitido la recomendación (comprar, vender, mantener, suscribir...) y el instrumento financiero o la cartera recomendada.
- La existencia de algún mecanismo de protección al cliente para hacer frente a eventuales responsabilidades por parte del prestador del servicio.
- La determinación de la información periódica que deben proporcionar tanto a sus clientes como a las autoridades financieras.

■ 4. LA EDUCACIÓN DEL INVERSOR

Es importante distinguir la educación financiera de la educación del inversor. La primera tiene que ver con mejorar las capacidades de todos los individuos, sean inversores o no, para la toma de decisiones en relación con el manejo de sus finanzas, con el fin de elevar su calidad de vida y facilitar la inclusión social y la conciencia ciudadana. La educación del inversor es aquella parte de la educación financiera que facilita a los individuos la adquisición de las competencias necesarias para tomar decisiones responsables en los mercados de valores, es decir, para que sean capaces de seleccionar, entre varias alternativas de inversión, las que resulten más convenientes de acuerdo con su perfil.

Se ha constatado que los países participantes en este trabajo cuentan con propuestas y actividades enfocadas en los tres ejes que abarcan la protección al inversor, a saber, orientación, información y educación al inversor, sin embargo, solo en algunos de ellos existen planes de educación financiera.

Por esta razón, y en la medida de lo posible, los organismos reguladores del mercado de valores deberían avanzar hacia iniciativas de educación financiera, como medio para elevar la calidad de vida y facilitar la inclusión social y la conciencia de los inversores.

No obstante, antes de iniciar cualquier proyecto de estrategia o plan nacional de educación financiera es importante contar con un diagnóstico de la situación de la educación o grado de cultura financiera de una jurisdicción. Además, antes de emprender

cualquier esfuerzo en esta materia, se requiere tener claro el propósito que se persigue, si el objetivo general está enmarcado en una ley o si obedece a una política nacional, de tal forma que responda a los requerimientos o necesidades particulares de cada país.

Por otro lado, sería recomendable involucrar e integrar en su diseño a todos los actores con competencias en este campo, como son los reguladores y autorreguladores, los ministerios u órganos encargados de las políticas educativas, económicas y sociales de los países, las defensorías de los consumidores, Bolsas de Valores, y cualquier otra empresa o entidad cuya participación sea clave para el proceso, lo cual permitirá evitar la duplicidad de esfuerzos, un óptimo uso de los recursos y una mayor efectividad en los resultados.

Los esfuerzos en materia de educación financiera deberían abarcar a todas las poblaciones, pero se debe poner especial interés en los niños de nivel escolar, por la posibilidad de inducir un cambio en sus conductas hacia el ahorro y la inversión desde las edades tempranas. En este sentido, los contenidos de los mensajes, los recursos que se empleen en los esfuerzos educativos, deben ser elaborados en función del público al que se van a dirigir.

En el caso de que no sea factible diseñar una estrategia o plan nacional de educación financiera, se recomienda articular esfuerzos con las partes involucradas dispuestas a apoyar proyectos en esta materia, voluntades que se deben concretar en un plan que considere: objetivos, público, alcance y plazo, recursos, mensajes, canales, materiales, logística y evaluación o retroalimentación. Para este fin es recomendable contar con el apoyo de grupos multidisciplinarios conformados por profesionales de varias disciplinas, tales como pedagogía, estadística, comunicación, mercadeo, entre otros, así como gestionar apoyo a través de los diversos organismos internacionales que dan soporte técnico y financiero a estos esfuerzos.

Finalmente, destacar la importancia de contar con mecanismos de evaluación y retroalimentación en cualquier plan o estrategia en esta materia, como un factor crítico que permitirá adoptar decisiones sobre la marcha y el futuro de los proyectos. Debe quedar claro que los frutos de esfuerzos solamente se obtendrán en el mediano y largo plazo, por lo que inicialmente se pueden formular evaluaciones de tipo sencillo y avanzar hacia modelos más complejos conforme maduren los programas.

5. MECANISMOS DE SOLUCIÓN DE CONTROVERSIAS Y GARANTÍAS A FAVOR DEL INVERSOR

En general, la formación de los contratos entre inversionistas e intermediarios financieros se desarrolla sobre la base del reconocimiento del derecho a la libre contratación. En las jurisdicciones analizadas, dado el interés general que reviste el adecuado funcionamiento del mercado de valores y la protección del inversor, mediante leyes y normas de distinta jerarquía, se establecen límites y condiciones a la autonomía de la voluntad de las partes, las cuales, en diferente medida, dependiendo de la exhaustividad del modelo regulatorio, van desde la exigencia de contemplar determinadas cláusulas consideradas como esenciales y la exigencia de prever cierto contenido para dichas cláusulas, hasta la aprobación de determinados formatos contractuales previamente revisados por la autoridad competente.

Además, en la mayoría de los países examinados en el trabajo existe regulación específica de protección al consumidor (en general) y del consumidor financiero (en particular), que confiere el derecho de denunciar la existencia de cláusulas abusivas (que son aquellas estipulaciones no negociadas que, en su perjuicio, causan un desequilibrio importante de los derechos y obligaciones de las partes), con la intención de hacerlas declarar nulas o ineficaces. Ello, con el propósito de restablecer el equilibrio contractual.

En este sentido, una controversia entre un inversionista y un intermediario financiero podrá implicar no solamente una contraposición de intereses que se sustentará en una distinta apreciación sobre el respeto de los derechos y obligaciones de cada uno, conforme lo establezca el correspondiente contrato y la regulación aplicable, sino que además —como producto de la evolución y expansión del derecho del consumidor— podrá implicar una distinta apreciación sobre la validez y eficacia de determinadas cláusulas que podrían estimarse abusivas en perjuicio del inversionista.

Un significativo número de países iberoamericanos cuentan con servicios centralizados y especializados de atención de consultas de los inversionistas y del público en general para resolver dudas o inquietudes de los inversionistas sobre aspectos normativos, servicios y productos existentes en los mercados de valores; y sobre sus derechos y los cauces legales para ejercerlos y defenderlos. Mediante los servicios de atención de consultas se procura informar y orientar con agilidad y eficacia a los inversionistas y al público en general, sin imponer formalidades ni costes que disuadan su acercamiento.

En general, salvo en algunas jurisdicciones, los servicios de atención de consultas de los inversionistas no constituyen una fase previa o preparatoria de los sistemas

de solución de controversias entre estos y los intermediarios financieros; y no tendrán efectos vinculantes en relación a personas, actividades o supuestos abarcados por la misma. Sin embargo, la concreción de dichos servicios permite a los inversionistas anticipar un posible resultado en una eventual controversia y, así, decidir con mayor información sobre si conviene entablarla formalmente o no.

Es conveniente asegurar en todas las jurisdicciones la existencia de mecanismos que provean soluciones rápidas, eficaces y legítimas ante las controversias que se presentan entre los intermediarios financieros y sus clientes, en consideración a que ello resulta de especial importancia para asegurar la adecuada protección de los inversionistas en el mercado de valores, lo que además afianza el adecuado funcionamiento y legitimidad de este mercado. Mientras los sistemas de solución de controversias desde el ámbito público cumplan las características antes señaladas, no se aprecia, a priori, que el modelo judicial o determinados modelos mixtos (que prevén la participación, en alguna medida, de órganos administrativos) sean *per se* más eficientes unos que otros, pues ello dependerá de las necesidades de cada jurisdicción.

En la mayoría de jurisdicciones existen espacios de coordinación entre las autoridades a cargo de la solución de controversias y las autoridades a cargo de la función supervisora y reguladora del mercado de valores, aun cuando estos espacios poseen diferentes niveles de intensidad e institucionalidad. Resulta de la mayor importancia la existencia de una estrecha y permanente relación entre dichas autoridades, debido a que la evaluación de una controversia puede evidenciar la existencia de un incumplimiento de obligaciones o la existencia de cláusulas contractuales abusivas, que sean contrarias a las normas que regulan la actividad de un intermediario financiero. En el ámbito de la labor correspondiente a la autoridad del mercado de valores, ello podría tener relevancia jurídica en relación con su función supervisora y reguladora.

La actuación procesal individual de los inversores está asegurada por los ordenamientos jurídicos, sea tanto desde un modelo judicial como desde un modelo mixto de solución de controversias, así como desde los medios alternativos de solución de controversias. Asimismo, la actuación procesal colectiva de los inversionistas puede desarrollarse en un número significativo de jurisdicciones iberoamericanas, conforme lo prevén las correspondientes legislaciones.

La reclamación directa del inversionista ante el intermediario financiero, como espacio de solución de controversias, coexiste en diferentes jurisdicciones, tanto con el modelo judicial como con los modelos mixtos de solución de controversias. Esta coexistencia permite soluciones eficientes a bajo coste y, en alguna medida, previene el tránsito de las controversias a medios de solución a cargo de autoridades del Estado o medios de solución alternativos como la mediación, la conciliación y el arbitraje.

Los medios alternativos de resolución de controversias (MARC) se caracterizan por no utilizar la vía judicial ni, en principio, la vía administrativa; y, como ventajas en comparación con el recurso a autoridades judiciales, en la mayoría de modelos, se evidencia mayor celeridad, menor coste, mayor legitimidad (al ser generalmente un medio elegido por las partes) y menores formalidades. En las diferentes jurisdicciones predominan modelos que responden a las categorías básicas identificadas como mediación, conciliación y arbitraje. En Iberoamérica no es posible hallar una tendencia única que responda exclusivamente a una administración pura desde el sector privado o desde el sector público.

Los principios fundamentales en los que se sustenta un proceso judicial, un proceso administrativo o un proceso arbitral son el principio de debido proceso, el principio de razonabilidad o de proporcionalidad, el principio de celeridad, el principio de imparcialidad y el principio de protección de los usuarios de servicios financieros o proconsumidor. Estos principios se expresan como garantías de los derechos de las partes, en el marco de un Estado de Derecho, en las diferentes jurisdicciones de Iberoamérica.

Una vez solucionada una controversia entre un inversor y un intermediario financiero, sea mediante un proceso judicial, administrativo o arbitral, de haber asistido la razón al inversionista en dicha controversia, la autoridad correspondiente podrá ordenar en su favor la ejecución de la garantía que haya constituido dicho intermediario para respaldar los compromisos a su cargo en el marco de su prestación de servicios en el mercado de valores.

En Iberoamérica, las garantías a favor del inversionista pueden ser individuales, que son aquellas constituidas individualmente por cada intermediario financiero al momento de recibir la autorización para desarrollar su actividad; o, colectivas, que son aquellas constituidas en un fondo de garantía, ya sea por mandato legal o voluntariamente por aporte de dichos intermediarios. En algunas jurisdicciones coexisten ambos tipos de garantías a favor del inversionista.

6. TENDENCIAS INTERNACIONALES Y OTRAS EXPERIENCIAS SOBRE PROTECCIÓN DEL INVERSOR Y EDUCACIÓN FINANCIERA

En su día, la Directiva MiFID estableció un marco regulatorio europeo común para la prestación de servicios de instrumentos financieros (tales como la intermediación, asesoramiento, negociación, gestión de carteras, etc.) por parte de las entidades financieras 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.

Tras la crisis financiera, se ha visto la necesidad de reformar esta Directiva ante 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.

La reforma se pretende realizar en la Unión Europea a través de dos instrumentos legislativos. Una Directiva que revisa 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. Y por otra parte, 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.

En materia de educación financiera, la OCDE lanzó en 2003 un programa internacional sobre educación financiera, cuyo primer fruto fue la Recomendación sobre Principios y Buenas Prácticas para la Educación Financiera, acordada en 2005. Además, creó un Grupo de trabajo sobre Protección del Consumidor Financiero, que ha elaborado unos principios generales —principios que habrán de ser desarrollados en el plazo de 2 años—, y 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.

Estas directrices que se establezcan servirán para orientar la acción de los países interesados, y aunque no tienen carácter de vinculantes, 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.

Con respecto a otras experiencias internacionales en materia de protección del inversor, hay que destacar las actividades desarrolladas por ANBIMA en Brasil. La autorregulación de ANBIMA se organiza en forma de regulación voluntaria privada y cubre tres actividades que integran el concepto de regulación: 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.

Dentro de las medidas regulatorias orientadas a la protección de los intereses patrimoniales de los inversores se encuentran la creación de sistemas de indemnización de inversores. 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.

Como ejemplo de este tipo de sistemas, se encuentra la experiencia española del FOGAIN, creado en el año 2001 como un fondo de garantía de inversiones para empresas de servicios de inversión. 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.