

DIRECCIÓN GENERAL DE ENTIDADES  
10 de abril de 2014

En los últimos años se viene observando una creciente sofisticación de los instrumentos financieros ofrecidos a los clientes minoristas, de forma que, en respuesta a la demanda de mayores rentabilidades, se les está facilitando el acceso a instrumentos complejos que, tradicionalmente solo adquirirían inversores profesionales. Debido a la complejidad de estos instrumentos se incrementa la dificultad para los inversores minoristas de comprender sus riesgos, costes o rendimiento esperado, motivo por el que numerosos supervisores nacionales (entre los que se encuentra la CNMV), y la Autoridad Europea de Valores y Mercados (en adelante ESMA) han llevado a cabo distintas iniciativas, con la finalidad de asegurarse de la adecuada aplicación de las normas de conducta contempladas en la normativa MiFID vigente y la correcta protección de los inversores.

En dicho contexto, el 7 de febrero y 27 de marzo de 2014, ESMA ha publicado sendos Dictámenes, el primero referido a prácticas MiFID para la comercialización de instrumentos financieros complejos, y el segundo referido a buenas prácticas para el diseño, emisión y comercialización de productos estructurados. En el primero de ellos se analizan aspectos como, los mecanismos de control interno, el análisis de conveniencia e idoneidad, la información a facilitar a los clientes, el control a realizar por la unidad de cumplimiento normativo y la ejecución de órdenes. En el segundo, específicamente referido a productos estructurados, se analizan aspectos como, los acuerdos originador – distribuidor, el diseño del instrumento y el testeo de su rendimiento esperado, la determinación del público objetivo, la estrategia de distribución, el mercado secundario y reembolso anticipado de dichos instrumentos, o la revisión del rendimiento que, con posterioridad a su emisión, tiene el instrumento.

Ambos Dictámenes de ESMA han sido emitidos al amparo del artículo 29 del Reglamento (UE) Nº 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados), donde se establece que ESMA debe desempeñar un papel activo en la consecución de unos procedimientos uniformes y en la instauración de prácticas coherentes en materia de supervisión.

Tal como ha señalado ESMA, el primero de estos Dictámenes recoge sus expectativas mínimas respecto a la conducta de las entidades cuando venden instrumentos financieros complejos, tanto en el ámbito del asesoramiento en materia de inversión, como fuera de él, que, en opinión de ESMA, deben ser tenidas en cuenta por las autoridades supervisoras nacionales en sus labores de supervisión. De hecho, ESMA utiliza el Dictamen como un

recordatorio a los supervisores de los preceptos relevantes de la Mifid relativos a las normas de conducta que deben imperar en las prácticas de venta.

El segundo Dictamen recoge un amplio conjunto, no exhaustivo, de ejemplos de buenas prácticas que podrían tomar en consideración las entidades cuando diseñan, emiten y comercializan productos estructurados a clientes minoristas. Aunque se refieren a productos estructurados, ESMA ha indicado en su comunicado público que las pautas señaladas pueden también aplicarse a otro tipo de productos y a los clientes profesionales. Adicionalmente, ESMA manifiesta su expectativa de que las autoridades supervisoras nacionales integren esas buenas prácticas en su práctica supervisora.

En línea con las actuaciones de otros supervisores europeos, la CNMV tenía previsto en su plan de 2013 la difusión de buenas prácticas para la comercialización de determinados productos complejos (bonos estructurados y operaciones OTC). Dicha actuación se postergó en espera de la difusión de los citados Dictámenes de ESMA.

Con la publicación del presente comunicado la CNMV confirma a las entidades que prestan servicios de inversión que tendrá en cuenta en su labor supervisora los contenidos de ambos Dictámenes de ESMA en su integridad. Sin perjuicio de ello, se destacan a continuación los aspectos de los Dictámenes que, conforme a la experiencia de la CNMV, tienen un especial interés supervisor, y se detallan otros aspectos que, sin estar contemplados en ellos, constituyen pautas que la CNMV considera buenas prácticas en la comercialización de instrumentos financieros complejos (sin perjuicio de que puedan emplearse otras medidas alternativas que permitan alcanzar un cumplimiento adecuado de la normativa).

En concreto, la CNMV desea destacar los siguientes aspectos por considerarlos de especial relevancia, a la luz de su experiencia supervisora, para la adecuada protección de los inversores a los que se comercializan instrumentos financieros complejos:

a) Requisitos organizativos y de control interno relativos a instrumentos complejos.

Entre otros aspectos, ESMA destaca que, cuando de acuerdo a su propio análisis interno (“due diligence”) del instrumento, las entidades puedan presumir que éste no va a cumplir con el principio de actuar en interés del cliente, deberían abstenerse de recomendar su compra, o incluso, de comercializarlo<sup>i</sup>.

De especial importancia resulta el establecimiento de procedimientos adecuados para evitar prácticas perjudiciales a los clientes<sup>ii</sup>. ESMA considera adecuado que dicho análisis interno (“due diligence”) abarque: i) la identificación y análisis del público objetivo para el que el instrumento resulta apropiado así como, en su caso, para el que no lo resulta<sup>iii</sup>, ii) la determinación de la metodología a emplear para establecer el precio final de los instrumentos<sup>iv</sup>, y iii) los procedimientos de evaluación de la adecuación del perfil de rentabilidad – riesgo del producto al público objetivo establecido, aspecto, este último, para el que pueden emplearse simulaciones respecto al rendimiento esperado del instrumento<sup>v</sup>.

Por otra parte, ESMA establece que las entidades deberían valorar si la venta de los instrumentos complejos conviene que se realice en el ámbito del asesoramiento en materia de inversión, o fuera de él<sup>vi</sup>. A este respecto, la CNMV considera que constituye una buena práctica que la distribución de productos estructurados y derivados OTC, especialmente complejos, se realice prioritariamente en el ámbito del asesoramiento en materia de inversión, o que, en su defecto, se informe al cliente de los objetivos generales y el perfil de riesgo del público objetivo para el que dichos instrumentos han sido diseñados, indicando asimismo, en su caso, aquéllos inversores para los que el instrumento no resulta apropiado.

Conviene también destacar la mención de ESMA a que las entidades deben asegurarse de que su personal cuenta con los conocimientos necesarios para entender las características de los productos comercializados y cuándo resultan adecuados a las características y circunstancias del cliente<sup>vii</sup>.

b) Información a clientes.

Entre otras cuestiones, ESMA insta a las autoridades a fomentar que la información relativa a costes y cargas totales aplicables se facilite en términos de efectivo (“cash value”) y que se incluya una indicación respecto al impacto relativo que dichos costes y cargas pueden tener en el resultado futuro del instrumento. En este sentido ESMA señala que podría proporcionarse a los clientes una indicación del valor de desinversión del instrumento inmediatamente después de la transacción, asumiendo que las condiciones de mercado se mantienen inalteradas<sup>viii</sup> y considera una buena práctica que se informe a los clientes minoristas el valor razonable del instrumento.<sup>ix</sup>

ESMA también considera adecuado que se informe a los clientes minoristas de las dificultades que pueden existir para obtener liquidez, de las consecuencias potenciales de intentar vender o cancelar anticipadamente el instrumento financiero y, en particular, del impacto que las comisiones o cargos de cancelación pueden tener sobre el importe a reembolsar. Adicionalmente, se identifica como una buena práctica que, en ausencia de un mercado líquido, se ofrezca a los clientes la posibilidad de cancelar anticipadamente su inversión, siempre que se definan de inicio metodologías objetivas y generalmente aceptadas para el cálculo del precio de cancelación y que éstas se detallen, inicialmente, a los clientes<sup>x</sup>.

ESMA incide en la necesidad de que la información facilitada a los clientes resulte equilibrada, clara y no engañosa, en particular al explicar los beneficios potenciales del instrumento<sup>xi</sup>. Concretando dichas recomendaciones generales aplicables a la información, la CNMV considera una buena práctica especialmente adecuada para los productos estructurados y derivados OTC:

- Que se proporcione a los clientes, con carácter previo a su contratación, información cuantificada sobre el resultado estimado del producto en diferentes escenarios junto con su probabilidad de ocurrencia. En su caso, debería indicarse de forma destacada la posibilidad de incurrir en pérdidas o liquidaciones negativas. Asimismo, cuando alguna característica del producto limite los resultados que se pueden obtener, también debería señalarse dicha circunstancia y el límite fijado.
- Que en las denominaciones comerciales que se empleen para referirse a estos instrumentos, se evite el uso de expresiones que puedan generar confusión en cuanto a su naturaleza o características. A este respecto se considera poco recomendable el uso de términos como, “depósito estructurado” (resultando preferible “producto estructurado”, o simplemente “estructurado”), o “seguro” (como por ejemplo “seguro de cambio”, excepto en los casos en que la entidad pueda asegurar que se utilizan con dicha finalidad).

c) Seguimiento por la función de cumplimiento normativo. ESMA señala que la función de cumplimiento normativo debería aplicar un enfoque basado en el riesgo, de forma que a mayor complejidad de los instrumentos comercializados, más recursos destine a su examen. En dicha revisión, la función de cumplimiento normativo debería considerar aquellas cuestiones que hayan podido identificarse en la tramitación de las reclamaciones de los clientes. Esta evaluación basada en el riesgo debería realizarse

regularmente y documentarse adecuadamente, para asegurar que su enfoque y alcance continúan resultando válidos<sup>xii</sup>.

Asimismo, considera adecuado que, en el seguimiento periódico de los productos, se evalúe si continúan siendo adecuados para el interés de los inversores o si resulta necesario introducir algún cambio en la política de distribución del producto<sup>xiii</sup>.

- d) Mejor ejecución. ESMA señala que las entidades deben asegurarse de que, en la venta de productos complejos, tal como prevé la normativa MiFID, disponen de una política de mejor ejecución para obtener el mejor resultado posible para sus clientes<sup>xiv</sup>.

A este respecto, las entidades deberían informar a los clientes, con carácter previo a la tramitación de la operación, que la contrapartida del cliente es la propia entidad cuando se dé esta circunstancia.

Por otra parte, una cuestión no contemplada en los Dictámenes de ESMA pero relevante cuando se trata de instrumentos financieros complejos, y que la CNMV considera de especial interés para conseguir una adecuada protección de los inversores a efectos de lo dispuesto en el apartado 1 del artículo 79.bis de la Ley del Mercado de Valores, es la inclusión en los estados periódicos de instrumentos financieros remitidos a clientes de información que les permita conocer la situación de los productos contratados. A este respecto y, atendiendo a lo previsto en el artículo 70 del RD 217/2008, de 15 de febrero, dichos estados deberían incluir el dato del valor efectivo, de mercado o, en su defecto, una estimación del valor razonable del instrumento a la fecha de referencia de la información. En este último caso, debería informarse a los clientes de que se trata de una estimación de carácter orientativo.

Cuando se realice la estimación del valor teórico debería ajustarse a metodologías generalmente aceptadas y resultar consistente con las utilizadas para valorar la posición propia de la entidad en instrumentos similares.

Adicionalmente, la CNMV considera recomendable que dicha información se remita trimestralmente a los clientes minoristas, periodicidad que previsiblemente quedará establecida, con carácter obligatorio, por la modificación en curso de la normativa MiFID.

Finalmente, se señala que se ha remitido una carta a las asociaciones del sector para que den traslado a sus asociados de la presente comunicación.

---

<sup>i</sup> Párrafo 14 del Dictamen de 7 de febrero.

<sup>ii</sup> Párrafo 13 del Dictamen de 7 de febrero.

<sup>iii</sup> Párrafos 19 a 25 y 27 del Anexo al Dictamen de 27 de marzo.

<sup>iv</sup> Párrafos 12 y 15 del Anexo al Dictamen de 27 de marzo.

<sup>v</sup> Párrafos 16, 17, 18 y 34 del Anexo al Dictamen de 27 de marzo.

<sup>vi</sup> Párrafo 18 del Dictamen de 7 de febrero.

<sup>vii</sup> Párrafo 17 del Dictamen de 7 de febrero y párrafo 28 del Anexo al Dictamen de 27 de marzo.

<sup>viii</sup> Párrafo 28 del Dictamen de 7 de febrero.

<sup>ix</sup> Párrafo 32 del Anexo del Dictamen de 27 de marzo.

<sup>x</sup> Párrafos 35 a 39 del anexo del Dictamen de 27 de marzo.

<sup>xi</sup> Párrafo 29 del Dictamen de 7 de febrero.

<sup>xii</sup> Párrafos 31, 32 y 33 del Dictamen de 7 de febrero.

<sup>xiii</sup> Párrafo 7 f del anexo del Dictamen de 27 de marzo.

<sup>xiv</sup> Párrafo 34 del Dictamen de 7 de febrero.