



## Conferencia de clausura de la jornada jurídica de Romero Rey Abogados "La Reforma de la Regulación del Sector Financiero"

LOURDES CENTENO, VICEPRESIDENTA DE LA CNMV

Madrid, 26 de febrero de 2013

Buenas tardes.

Es un placer estar hoy aquí clausurando estas jornadas que estoy segura de que han sido muy interesantes.

Es un placer, pero también una responsabilidad. Vista la categoría de los ponentes que han intervenido a lo largo del día, todos ellos máximos expertos en el tema de la reforma de la regulación del sector financiero, resulta complicado encontrar algo interesante que añadir.

He tenido la suerte de poder participar en el proceso de elaboración de la nueva normativa desde el principio y desde dentro. En el Ministerio de Economía y Competitividad, como Secretaria General Técnica, viví con intensidad el origen de toda esta producción normativa. Y créanme cuando les digo que el proceso, aunque no fue sencillo, fue apasionante. No siempre se tiene la oportunidad de poder construir, desde la base, una normativa destinada a articular, nada más y nada menos, que un nuevo esquema jurídico para el sector financiero nacional.

Desde octubre de 2012, en mi nueva responsabilidad como Vicepresidenta de la CNMV, y Consejera del Banco de España, también sigo este proceso muy de cerca. La óptica es algo distinta, al estar más centrada en aspectos de protección del inversor, pero no por ello menos apasionante.

Y precisamente, quería aprovechar mi intervención para dar tratar de hacer algunos comentarios desde la perspectiva de la CNMV, por tanto, como digo, incidiendo en los aspectos relativos a la protección del inversor.

Para empezar, creo que resultará útil dar un paso atrás en el tiempo que nos sirva para contextualizar la situación que nos ha llevado al punto en el que nos encontramos.

El alto grado de desarrollo de los mercados financieros en las últimas décadas ha llevado a la comercialización masiva de productos cada vez más sofisticados a inversores minoristas. Esto no tendría que ser necesariamente negativo pero es preciso que venga acompañado de controles adecuados y de una mayor formación financiera de los inversores.

Obviamente, los mercados y los servicios financieros evolucionan habitualmente a mayor velocidad que las normas que los regulan y los supervisores no siempre podemos conseguir ni los medios ni las facultades necesarias para controlar esta evolución a tiempo. Pero en un contexto de crisis, como el que estamos viviendo desde 2007, este anquilosamiento legislativo y supervisor resulta más evidente y más dramático.

Como saben, desde el comienzo de la crisis, son muchos, somos muchos, los que nos hemos puesto a trabajar con intensidad para implantar reformas que permitan reconducir las debilidades puestas de manifiesto en esta crisis financiera. No hace falta que recuerde los acuerdos del G20 o los numerosos documentos, actuaciones y normas de instituciones como el Fondo Monetario Internacional, el Comité de Basilea, la Organización Mundial de

Comisiones de Valores (IOSCO), la Autoridad Europea de Mercados y Valores (ESMA) y las instituciones europeas.

En todas estas actuaciones, que son muy diversas y tocan segmentos muy variados de los mercados financieros, existe una inquietud común. Y esta inquietud se centra en la búsqueda de medidas que devuelvan la confianza a los mercados y aumenten la protección de los inversores.

### **Normativa comunitaria**

Empiezo por Europa que, como saben, cada vez más nos marca el camino a seguir. No voy a recorrer todos los proyectos legislativos en marcha porque les aburriría y porque no tendríamos tiempo, pero sí que quiero destacar dos, la MiFID y la propuesta sobre PRIPs, que son esenciales desde el punto de vista de protección de los inversores.

La MiFID, cuando entró en vigor en noviembre de 2007, supuso, sin duda, un paso decisivo en la armonización de las prácticas de comercialización de los productos financieros. Ahora ya nos hemos familiarizado con los términos y los requisitos pero, en su momento, la distinción entre productos complejos y no complejos, la diferenciación entre asesoramiento y comercialización, la categorización de clientes y la evaluación de conveniencia e idoneidad, fueron aspectos muy novedosos. Elementos que realmente supusieron un avance relevante en términos de protección del inversor.

Pero, cómo decía, los mercados financieros avanzan rápido y con la crisis internacional las deficiencias de la MiFID se han puesto de manifiesto con mayor crudeza. Así que ya a finales de 2010, apenas tres años después de su entrada en vigor, empezaron los trabajos para modificar esta directiva, aunque la propuesta formal de la Comisión Europea no se publicó hasta octubre de 2011. Esta propuesta, como saben, incluye una modificación de la Directiva y también un Reglamento que ahora mismo están en fase de negociación en el Consejo y en el Parlamento Europeos.

La previsión es que se aprueben los textos a lo largo de este año pero dada la intensidad de los debates en las instituciones europeas resulta aventurado anticipar excesivos detalles acerca de las conclusiones.

No obstante, parece que sí se ha conformado un núcleo de futuras medidas con serios visos de terminar aprobándose, de las que me gustaría destacar algunos de los aspectos más relevantes.

En primer lugar, se amplía el ámbito de aplicación para incluir dentro del concepto de instrumentos financieros susceptibles de ser objeto de servicios de inversión, a los depósitos estructurados, incluso si cuentan con garantía de capital a vencimiento. Este es un avance sustancial que va a permitir establecer un estándar común de protección para estos productos respecto de otros equivalentes, como los bonos estructurados y los fondos de inversión garantizados.

Adicionalmente, se extiende la aplicación de la normativa sobre conveniencia e idoneidad a los instrumentos del mercado de valores que se contraten conjuntamente con un producto bancario. Esto supone una modificación del sistema actual. En concreto se modifica el artículo 19.9 de la MiFID. En la redacción actual de este precepto, en caso de que se ofrezca un servicio de inversión como parte de un producto financiero que ya esté sujeto a otras disposiciones de la legislación comunitaria para entidades de crédito y para la actividad de crédito al consumo, referentes a la valoración de riesgos de los clientes o a requisitos de información, dicho servicio no se sujeta adicionalmente a las obligaciones de información establecidas en la MiFID.

Con la aprobación de la propuesta actual, sí será así. Con ello, además de cobijar estos instrumentos accesorios bajo una normativa más exigente, se estarían eliminando algunas dudas interpretativas que han llegado incluso a plantearse ante los órganos jurisdiccionales de la Unión.

En segundo lugar, se introducen novedades interesantes en el ámbito de las normas de conducta.

Se prevé que determinados fondos de inversión puedan entrar en la categoría de productos complejos. Por ello, se hace obligatoria la realización del test de conveniencia. Ya saben ustedes que, ahora mismo, los fondos tienen la consideración de productos no complejos con independencia de la complejidad de sus estructuras y de la dificultad que su comprensión pueda tener para los inversores.

Además, también se incorpora mayor transparencia en la prestación del servicio de asesoramiento. En concreto, habrá que informar de si ese servicio es o no independiente. Es decir, si se asesora sobre una base diversificada de productos de diferentes proveedores o si se trata de una venta asesorada. Tanto cuando el asesoramiento sea calificado como independiente como cuando se esté prestando un servicio de gestión de carteras, el proveedor del servicio no podrá retener incentivos, lo que impedirá llevar a cabo la hoy tan habitual práctica de percibir una parte significativa de los ingresos vía retrocesión de comisiones.

Por último en lo referente a normas de conducta, se exige que cuando se presten los servicios de asesoramiento o gestión de carteras se informe sobre si se evaluará de forma continua la idoneidad y, asimismo, de cómo se adecúa el servicio a las características del cliente.

Una tercera novedad, a destacar por su enorme trascendencia para los supervisores e inversores, es la capacidad de los supervisores nacionales de prohibir o restringir temporalmente la comercialización de productos financieros en los que concurran determinadas circunstancias como la de poner en riesgo la protección del inversor, la integridad de los mercados o la estabilidad financiera. Este es un cambio muy sustancial respecto a la situación actual en la que los supervisores nacionales únicamente podemos exigir la inclusión en los documentos informativos de la información que consideramos relevante para la comercialización de un producto, pero no podemos prohibir la comercialización a inversores minoristas de productos con carácter general.

Por último, la propuesta de modificación de la MiFID incluye un aspecto muy novedoso para nuestra legislación de valores al incorporar mecanismos que incentiven la notificación de infracciones en las empresas de servicios de inversión. Así, se establece que tanto los supervisores como las empresas de servicios de inversión deberán disponer de procedimientos para que los empleados de las entidades puedan denunciar los incumplimientos observados. Esto, sin duda, nos ayudará a detectar posibles irregularidades.

Después de este breve repaso de la MiFID lo que puedo decirles es que desde la CNMV valoramos muy positivamente que se esté adaptando la norma a las necesidades detectadas. Como acabo de mencionar, hay muchos avances que van en la buena dirección si bien siguen existiendo aspectos donde, en nuestra opinión, el alcance de la reforma sigue resultando limitado. A modo de ejemplo, echamos en falta el desarrollo de requisitos de organización en las entidades para el lanzamiento de nuevos productos, aspecto éste que, desde la experiencia supervisora de la CNMV, sería de gran interés a los efectos de tener un enfoque más preventivo en la protección del inversor.

Comentaba que dos eran las iniciativas europeas que quería repasar hoy. Vista la MiFID, el otro tema de gran trascendencia es la propuesta de Reglamento sobre documentos fundamentales de información para productos de inversión **PRIPs** (que es el acrónimo de **P**ackaged **R**etail **I**nvestment **P**roducts).

Aquí estamos todavía en una fase algo más temprana del proceso legislativo porque la propuesta de reglamento de la Comisión Europea se publicó en julio de 2012. Además, se prevé que, una vez acordado el texto, el plazo para su entrada en vigor sea de unos dos años. Por lo tanto, habrá que esperar para ver esta normativa en funcionamiento; pero es relevante que se haya decidido abordar este tema.

¿Qué son los PRIPs? La propuesta de reglamento define los PRIPs como instrumentos que ofrecen una exposición indirecta a un conjunto de activos financieros, con incertidumbre en cuanto al rendimiento final, en los que el principal puede estar o no garantizado.

Como ven, se trata de una definición que pretende englobar productos de los tres sectores, del mercado de valores, bancarios y de seguros. Precisamente para aplicar un enfoque transversal a una normativa que ahora está fragmentada y que otorga niveles de protección desiguales a inversores que, en definitiva, compran productos muy similares.

Los PRIIPS por consiguiente, incluirán, entre otros, los fondos de inversión, las emisiones estructuradas, los depósitos estructurados, los seguros de inversión y los planes de inversión privados.

Como comentaba, desde el punto de vista de la protección del inversor, no parece justificado que existan productos que, generando un riesgo equivalente, estén sin embargo sujetos a diferentes reglas de transparencia y de conducta en su colocación a minoristas.

Entre los aspectos que recoge la iniciativa, hay dos que me gustaría destacar.

En primer lugar, se va a exigir que se entregue al inversor, con antelación suficiente, un documento breve que contenga toda la información relevante para que un minorista pueda tomar una decisión suficientemente informada. Este documento tendrá un formato estandarizado y estará redactado en lenguaje sencillo, siguiendo el modelo de datos fundamentales de los fondos de inversión.

En segundo lugar, se están planteando procedimientos alternativos para la resolución de disputas entre entidades y sus clientes, que sean más rápidos y menos costosos que el recurso a los tribunales, así como la obligación de promotores y distribuidores de los productos de someterse a tales procedimientos siempre que se cumplan determinados requisitos. Esto es algo que, sin duda, agilizará la resolución de conflictos y redundará en una mejora directa para los inversores que se sientan perjudicados por malas prácticas en la comercialización.

Antes de pasar a comentar los avances que se están realizando en España, querría decir también muy brevemente que en ESMA se está trabajando en iniciativas muy interesantes de cara a la protección de los inversores.

Por supuesto, ESMA, siguiendo el mandato que tiene encomendado está produciendo una gran cantidad de documentos, estándares técnicos y recomendaciones que concretan las normas comunitarias, muchas de las cuales van directamente dirigidas a mejorar la protección de los inversores.

A título de ejemplo, se puede mencionar la iniciativa sobre “Remuneración de empresas de servicios de inversión en MIFID”, que tiene por objetivo identificar malas prácticas en la gestión de determinados conflictos de interés, como los que surgen cuando se dan incentivos a la red de comercialización (empleados y agentes) en las campañas de venta de productos, o cuando se fijan volúmenes mínimos de venta de un determinado producto para conseguir bonus.

Pero además de todas estas actuaciones, me gustaría destacar algo novedoso que, desde mi punto de vista, tiene un impacto preventivo muy considerable: la emisión de advertencias por parte de ESMA.

En este sentido, muy recientemente se ha publicado una declaración conjunta de ESMA y EBA, la Autoridad Bancaria Europea, advirtiendo de los posibles riesgos de invertir en contratos por diferencias. No es la primera vez que se utiliza la vía de advertencias para alertar a los inversores de la comercialización de productos que pueden tener una complejidad especial y requerir de un cuidado detallado antes de su compra. Ya a finales de 2011 ESMA lanzó una advertencia sobre las operaciones en moneda extranjera (FOREX) que se tradujo a todos los idiomas oficiales de la Unión Europea y de la que la CNMV se hizo eco. En ambos casos, una vez detectada una situación de posible riesgo de incomprensión por parte de los inversores minoristas, los supervisores nacionales acuerdan coordinadamente en ESMA una comunicación para avisar de los riesgos de la adquisición de un producto. Se trata de explicar, de manera sencilla, por qué los inversores deben de tener especial cuidado en estos casos y, a ser posible, de lograr difusión del tema en la prensa.

En mi opinión, es un mecanismo muy adecuado y eficaz, que espero que se siga usando siempre que sea necesario.

## **Normativa nacional: Ley 9/2012, de 14 de noviembre**

Bien, y ¿qué estamos haciendo en España? Pues tampoco nos estamos quedando atrás. De hecho, con la finalidad de ahondar en las medidas de protección al inversor, la Ley del Mercado de Valores ha experimentado diversas modificaciones en los últimos tiempos, entre las que conviene destacar ahora las introducidas por la norma estrella de esta jornada: la Ley 9/2012, de 14 de noviembre.

Esta ley, además de trasponer las modificaciones aprobadas en la Directiva de Folletos, introduce cuatro aspectos novedosos que me gustaría recordar, a pesar de que seguro que todos los conocen.

En primer lugar, la ley introduce requisitos más exigentes para la comercialización a minoristas de emisiones de participaciones preferentes, deuda convertible o financiaciones subordinadas computables como recursos propios. Entre estos requisitos está el exigir que exista un tramo institucional de la emisión de al menos el 50 % del total de la misma, sin que el número total de tales inversores pueda ser inferior a cincuenta, y que el valor nominal unitario mínimo de las emisiones de participaciones preferentes o instrumentos de deuda convertibles de entidades no cotizadas sea 100.000 euros. Para entidades cotizadas, el nominal unitario mínimo se fija en 25.000 euros

En segundo lugar, se incrementan las facultades de la CNMV al establecer la posibilidad de que requiramos que, en la información que se entregue a los inversores con carácter previo a la adquisición de un producto, se incluyan cuantas advertencias relativas al instrumento financiero estimemos necesarias. En particular, aquellas que destaquen que se trata de un producto no adecuado para inversores no profesionales debido a su complejidad.

En tercer lugar, también se introducen garantías adicionales cuando las entidades presten el servicio de asesoramiento en materia de inversiones o de gestión de carteras. En estos casos, las entidades deben proporcionar al cliente por escrito una descripción de cómo se ajusta la recomendación realizada a las características y objetivos del inversor.

Por último, la ley también introduce la obligación de que el inversor incluya una expresión manuscrita en caso de instrumentos complejos. En ella el inversor deberá manifestar que ha sido advertido de que el producto no le resulta conveniente o de que no ha sido posible evaluarle. Adicionalmente, las entidades que presten servicios de inversión deberán mantener en todo momento un registro actualizado de clientes y productos no adecuados en el que reflejen, para cada cliente, los productos cuya conveniencia haya sido evaluada con resultado negativo.

La CNMV, a través de una Circular de próxima aprobación, se propone concretar estas obligaciones, en particular el contenido del texto que debe firmar el inversor. Este aspecto ha sido objeto de numerosas observaciones en fase de audiencia pública por las importantes repercusiones que sin duda tendrá tanto para inversores como para comercializadores de los productos.

## **Conclusión**

En conclusión, como hemos visto, tanto a nivel europeo como nacional, el foco se está centrando, cada vez más, en el concepto de protección del inversor. Este es, sin duda, el camino a seguir.

Desde la CNMV también queremos aportar nuestro granito de arena. El próximo 12 de marzo tendrá lugar la presentación del Plan de Actividades para el ejercicio 2013 de la institución.

Les puedo adelantar que, por supuesto, vamos a seguir prestando especial atención a la comercialización de productos de inversión entre minoristas y dedicando esfuerzos a la educación financiera.

Pero además, hemos introducido algunas novedades estratégicas, que afectan horizontalmente a todo el plan, y que van en la línea de asegurar una mejor protección de los inversores.

La primera es lo que hemos llamado “supervisión preventiva”. Es decir, vamos a tratar de realizar algunas actividades de supervisión marcadas por lo que podríamos llamar “objetivos preventivos” o “con voluntad de prevención”. La idea es tratar de detectar posibles problemas de forma anticipada para intentar atajar futuros problemas potenciales para los inversores en la fase más temprana posible.

El segundo elemento novedoso es que vamos a reforzar la política de comunicación porque hemos visto que, en ocasiones, existen dificultades para hacer llegar los mensajes y decisiones relevantes de la CNMV a los inversores o al público en general. Tenemos que hacer un esfuerzo para que los inversores conozcan la tarea de la CNMV, sepan que estamos aquí para ayudarles, y puedan aprovecharse de la información que tienen a su disposición y de los medios de reclamación que existen.

Y, precisamente ligado con este tema de las reclamaciones, y esto es quizás menos novedoso, será un área prioritaria para los próximos trimestres la resolución de consultas y reclamaciones. Tenemos previsto revisar los procedimientos y los medios aplicados por la institución para dotar de mayor eficacia a nuestra actuación y acortar los plazos para resolver las consultas y reclamaciones.

Como ven, mucha y complicada es la tarea que tenemos por delante pero merece la pena el esfuerzo.

Muchas gracias por su atención.