



## Conferencia en la XVI reunión del Consejo de Autoridades del Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores: “Medidas para lograr una protección efectiva de los inversores”

ELVIRA RODRÍGUEZ, PRESIDENTA DE LA CNMV

Buenos Aires, 5 de diciembre de 2012

Buenos días.

Antes que nada quiero agradecer al IIMV y a la Comisión de Valores argentina (CNV) su invitación para estar hoy aquí. Para mí es un placer participar por primera vez en esta reunión de Autoridades del Consejo del IIMV y me alegro de poder hacerlo hablando de un tema que será, sin duda, el reto más importante de mi mandato al frente de la CNMV. Me refiero a cómo lograr una protección efectiva del inversor.

En estos momentos se da una situación que exige de los supervisores de valores la máxima atención. La creciente participación de inversores no profesionales en los mercados globales les permite acceder a productos crecientemente sofisticados y con mayores riesgos. Y estos riesgos cada vez son menos evidentes. Por lo tanto, hay que esforzarse en elevar los estándares de protección de la clientela minorista.

Es mucho el camino que queda por recorrer pero no es menos cierto que ya se ha avanzado un buen trecho. No quiero detenerme en excesivos detalles pero permítanme que brevemente les recuerde el importantísimo avance que supuso en Europa la aprobación de la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (conocida como MiFID) a finales de 2007.

Con la MiFID llega un cambio de enfoque que permitió graduar el nivel de protección de los inversores en función de dos parámetros. Por un lado, en función de la complejidad de los productos y servicios que la entidad ofrece. Y, por otro, de la capacidad del inversor para comprender y asumir su naturaleza y riesgos.

Este nuevo enfoque afectó a todo el ciclo de la relación cliente-entidad. Desde la publicidad a la información recabada de los clientes en todas las fases, incluida la gestión y ejecución de sus órdenes y la atención de sus reclamaciones. Todo se orienta a conocer más al cliente y así, poder ofrecerle los productos, servicios y grado de protección más adecuados.

Y precisamente para poder determinar con precisión las necesidades de los inversores, se introducen mecanismos encaminados a valorar la experiencia y los conocimientos de los mismos. Los más relevantes, como ustedes saben, son los test de conveniencia e idoneidad.

Pero ya han pasado cinco años desde la entrada en vigor de la MiFID y, en pleno proceso de adaptación a los nuevos requisitos, los mercados financieros han vivido una crisis financiera sin precedentes que nos obliga a replantearnos algunas cuestiones.

Y es que la crisis ha mostrado la dimensión sistémica de la distribución de productos complejos y ha sacado a la luz prácticas de venta no adecuadas que, lamentablemente, han mermado la confianza de los inversores en el sistema financiero. Casos destacados han sido la distribución masiva de participaciones preferentes y deuda subordinada por parte de entidades de crédito entre su clientela minorista.

Se ha visto que, en ocasiones, durante la comercialización no se proporcionó al cliente la información adecuada para poder tomar decisiones de inversión apropiadas a su perfil de riesgo. O que, aún disponiendo de tal información, hubo casos en los que el cliente no tenía la formación financiera necesaria para entender el alcance de la decisión que estaba tomando.

Sin olvidar las acciones disciplinarias que correspondan, es evidente que existen debilidades en la regulación que deben ser abordadas para mejorar las condiciones de protección del inversor. Y ya estamos trabajando en ello tanto a nivel europeo, donde se está negociando una modificación de la MiFID, como en nuestra regulación interna, siempre con respeto a los márgenes de actuación que permite la regulación europea.

En este sentido, creo de interés darles unas pinceladas de los cambios que estamos haciendo en España y que, básicamente, se centran en cuatro grandes ámbitos.

Para empezar se han introducido medidas que van encaminadas a mejorar las condiciones de emisión de productos destinados a inversores minoristas. Así, la Ley 9/2012 aprobada recientemente, exige, para la comercialización a minoristas de instrumentos híbridos, como las preferentes, contar con un tramo institucional no inferior al 50% de la emisión. Además este tramo debe incluir, al menos, 50 inversores cualificados o profesionales. Con ello se trata de garantizar que las condiciones económicas y de liquidez de la emisión sean realmente de mercado.

Además, y con el fin de garantizar que las inversiones individuales sean elevadas y por tanto realizadas por inversores supuestamente cualificados, se exige que el valor nominal unitario mínimo sea de 100.000 euros cuando el emisor no sea una entidad cotizada, o de 25.000 euros si el emisor cotiza.

Adicionalmente, se han introducido mejoras en la información contenida en el folleto informativo y aquella que debe ser entregada al inversor. Algunas de estas mejoras derivan de modificaciones en directivas comunitarias. En concreto, se introducen cambios en el formato y contenido del resumen del folleto para que sea un documento sencillo que facilite a los inversores la decisión de invertir o no.

También se permite que la CNMV obligue a incluir, en los folletos y en la publicidad, cuantas advertencias estime necesarias relativas al instrumento financiero. Y, en particular, aquellas que señalen que se trata de un producto no adecuado para inversores no profesionales debido a su complejidad. Y, además, si una entidad de crédito emite cualquier valor que no sea una acción, a los inversores se les deberá informar de las diferencias entre el producto ofrecido y los depósitos bancarios ordinarios en términos de rentabilidad, riesgo y liquidez.

Un tercer ámbito donde la normativa se ha modificado para reforzar la protección de los inversores, ha sido el de las normas de actuación de las entidades comercializadoras.

Las entidades entregarán al cliente una copia del documento que recoja la evaluación realizada que el cliente debe firmar. Y si el producto se le ha recomendado, se le deberá informar por escrito de la forma en que se ha evaluado que este producto se ajusta a sus características y objetivos.

Cuando, por la evaluación realizada, la entidad considere que el producto no es adecuado para el cliente, se lo advertirá. Asimismo, cuando el cliente no proporcione la información necesaria o esta sea insuficiente, la entidad le señalará que esto le impide determinar si el producto es adecuado para él. En tales casos, la entidad debe exigir al cliente que plasme su firma manuscrita en el contrato para acreditar que ha sido advertido de que el producto no resulta conveniente para él o de que no ha sido posible evaluarle.

Por último, las entidades deberán mantener, en todo momento, un registro actualizado de clientes y productos no adecuados. En él se reflejarán, para cada cliente, los productos cuya conveniencia haya sido evaluada con resultado negativo. Precisamente el objetivo de este registro es impedir que se les puedan volver a ofrecer productos cuya conveniencia haya sido evaluada previamente con resultado negativo.

El cuarto aspecto donde se está avanzando para paliar deficiencias detectadas en la crisis es en el control de las políticas de remuneración. La experiencia de estos años ha demostrado

que en la comercialización entre clientes minoristas de productos no adecuados ha influido decisivamente la presencia de incentivos a las redes de distribución. Estos incentivos priman los intereses económicos de la propia red en detrimento de los intereses de sus clientes.

Por ello, la Autoridad Europea de Mercados y Valores, conocida como ESMA, aunque ya sé que aquí en Argentina esta palabra tiene casualmente otras connotaciones, ha publicado una guía para armonizar las prácticas retributivas en todos los países miembros. Las medidas pretenden que las entidades diseñen una política de remuneración que gestione adecuadamente los riesgos derivados de los conflictos de intereses inherentes al propio negocio. Así como que establezcan controles adecuados y suficientes para garantizar la implantación efectiva de estas políticas.

Otro aspecto que hemos apreciado durante esta crisis es la existencia de diferentes tipos de regulación y requisitos de información entre productos comparables y sustitutivos desde el punto de vista de las necesidades de los inversores a los que se ofrecen. Esto conlleva diferentes grados de protección y arbitrajes sectoriales, lo cual, obviamente, no es aceptable. Por ello en Europa estamos trabajando para concretar acciones normativas encaminadas a garantizar que los requisitos de información sean coherentes.

El proyecto sobre PRIPS (Packaged Retail Investment Products), impulsado por la Comisión Europea, va precisamente en esta línea. Se trata de eliminar las diferencias entre productos financieros sujetos a diferentes normativas según se comercialicen bajo forma de producto bancario, de seguros o como valores.

En concreto, la idea es homogeneizar la información pre-contractual mediante la adopción del documento resumen actualmente vigente para las UCITS y aplicar a la comercialización las reglas de conducta de la MiFID.

Para terminar quiero recalcar que ninguno de los esfuerzos que acabo de mencionar pueden lograr su objetivo si no van acompañados de una mejora de la formación financiera. La información no es útil si no se comprende y procesa de manera adecuada. Una buena información ayuda a los inversores a comprender las características esenciales de un producto financiero pero su efectividad depende de la capacidad para comprenderla.

Por ello, las medidas de mejora de la calidad de la información y de sus mecanismos de transmisión, deben ir necesariamente acompañadas de políticas que favorezcan la formación financiera de los inversores. El objetivo es lograr que esta información se transforme en conocimiento.

Es imprescindible que los ciudadanos sean conscientes de la necesidad de adoptar con responsabilidad sus decisiones de inversión, buscando y demandando la información que precisan, haciendo valer sus derechos y adoptando una actitud analítica ante las ofertas financieras que se les presenten. Además, para que la innovación financiera sea verdaderamente efectiva y útil para la sociedad en su conjunto, los inversores deben estar bien formados. Así la oferta tendrá mayor calidad y se adaptará mejor a sus circunstancias, necesidades y expectativas.

La educación financiera, como complemento de la regulación y supervisión prudencial y de conductas, se ha convertido así en uno de los desafíos más importantes para las autoridades económicas y financieras. El objetivo no es que los ciudadanos se conviertan en expertos financieros, sino que cuenten con unos conocimientos y habilidades que les permitan desenvolverse con confianza en un mercado financiero cada vez más complejo y con más influencia en su vida cotidiana.

Muchas gracias por su atención.