

Ponencia del Comité Consultivo de la CNMV con respecto a la consulta de la ESMA sobre las directrices relativas a los requisitos de gobierno de los productos de MiFID II

Comentarios generales (en caso necesario, dado el formato de contestación de ESMA, incluir como introducción a la Q1).

El Comité Consultivo de la CNMV valora positivamente el objetivo del regulador de garantizar una aplicación coherente y armonizada de los requisitos de gobernanza de productos, elementos importantes para la protección del inversor.

En ese sentido, se acogen favorablemente muchas de las propuestas realizadas, si bien, con respecto a algunos puntos concretos debe realizarse alguna observación, por lo que se agradece la oportunidad de aportar la opinión del Comité consultivo sobre diferentes cuestiones incluidas en el Documento de Consulta publicado por ESMA.

En cuanto a la incorporación de la normativa sobre financiación sostenible, una vez más, cabe destacar la extrema complejidad de la cuestión, ajena a los mercados de capitales y al conocimiento de los operadores, supervisores, reguladores e inversores.

Si bien se acoge con satisfacción el objetivo último de los legisladores y supervisores europeos de promover el desarrollo sostenible, como observación general, habría que destacar que la nueva normativa suscita varias preocupaciones y dudas ya conocidas por los supervisores (diferentes plazos de aplicación para las diferentes piezas normativas, diferente alcance en cuanto a la definición de productos financieros...) por lo que ESMA debería prever un período de aplicación suficientemente amplio tras la publicación del documento final.

Así, compartiendo el objetivo de integrar todos los aspectos relacionados con la sostenibilidad en los mercados de capitales y en las decisiones de los inversores, incluidos los minoristas, debe insistirse en la necesidad de un enfoque flexible, basado en el aprendizaje simultáneo, el seguimiento de la evolución de la normativa en vigor y la aprobación de la que está pendiente, armonización y consolidación de conceptos, etc.

Por último, el Comité Consultivo de la CNMV, quiere destacar que los requisitos de gobernanza de productos, tal y como están ya configurados ahora, han demostrado su eficacia en el marco de la protección del inversor, exigiendo a las empresas que fabrican o distribuyen productos que actúen en el mejor interés de los clientes durante todas las etapas del ciclo de vida de los productos o servicios. Por ello, los nuevos requisitos que se añadan al proceso deben ser cuidadosamente considerados.

P1: ¿Está de acuerdo con las aclaraciones sugeridas sobre la identificación del potencial mercado objetivo por parte del fabricante (excluyendo las orientaciones sugeridas sobre los objetivos relacionados con la sostenibilidad tratados en la P2)? Indique también las razones de su respuesta.

Las nuevas directrices exigen más documentación, explicaciones adicionales sobre las elecciones realizadas o la consideración de factores adicionales como los análisis de escenarios (que, de hecho, se consideran dentro del proceso de definición del producto), lo que impondrá una mayor carga a los fabricantes y distribuidores sin una reflexión clara sobre el aumento en la protección del inversor que ello va a suponer (especialmente cuando se habla de productos no

complejos). Tal y como exige el principio de proporcionalidad que rige las legislaciones MIFID 2, estas cargas adicionales sólo deberían ser impuestas por las Directrices si la falta de esas obligaciones ha generado en el pasado un impacto negativo en la protección del inversor, hecho que no parece haberse demostrado.

Debe destacarse la importancia clave del principio de proporcionalidad y su aplicación efectiva.

Por ejemplo, el apartado 13, se refiere a la necesidad de documentar "cualquier elección en el ámbito de la gobernanza de los productos". Esto supondría un aumento masivo de la documentación a conservar en los registros de la entidad, sin que esté claro en qué medida esto aumenta la protección del inversor. En este sentido, el apartado 20 de la sección 2.2 se refiere a la documentación "sobre las decisiones relevantes tomadas, como..." y parece indicar que la preocupación de la ESMA se refiere a los acuerdos con suficiente materialidad en el ámbito de la gobernanza de los productos. Se propone un ajuste en el apartado 13 para aclarar que la obligación de documentar las decisiones de gobernanza debe limitarse a las cuestiones que sean materiales.

Otro ejemplo de esta necesidad de calibrar realmente las nuevas obligaciones, es la inclusión de datos adicionales relacionados con la tolerancia al riesgo, donde se establece que se deben considerar más riesgos que los actualmente contemplados en los indicadores resumidos de riesgo. Entendemos que el SRI (summary risk indicator) para los PRIIP y el SRRI (summary risk and reward indicator) para los UCITS son medidas apropiadas, obligatorias de acuerdo con la legislación de los PRIIPS/UCITS como medida de identificación del riesgo de acuerdo con metodologías muy detalladas y, por lo tanto, deben ser consideradas como una medida suficientemente precisa para este fin.

Debe asimismo evitarse que cada fábrica establezca su propia metodología para calcular el riesgo cliente para que las familias de productos puedan ser más comparables en términos de riesgo.

P2: ¿Está de acuerdo con el enfoque sugerido sobre la identificación de los objetivos relacionados con la sostenibilidad con los que el producto es compatible? ¿Cree que debería adoptarse un enfoque diferente en la aplicación de los nuevos requisitos legislativos en el ámbito de la gobernanza de los productos? Indique también las razones de su respuesta.

A la hora de definir el público objetivo, se tendrán en cuenta los mismos criterios que en la evaluación de idoneidad, es decir, considerar las 3 opciones en la definición de las preferencias de sostenibilidad. En otras palabras, determinar para cada producto

- la proporción mínima de inversión en actividades sostenibles definida en el reglamento de la taxonomía;
- la proporción mínima de inversión en actividades sostenibles según la definición del reglamento de divulgación (SFDR); o
- si toma en consideración los principales impactos adversos sobre la sostenibilidad (PIAS), incluyendo los elementos cualitativos y cuantitativos para su evaluación.

Con respecto a esto hay que hacer dos observaciones importantes

1.- En cuanto a los servicios, es importante destacar que la alineación de la definición de "objetivos relacionados con la sostenibilidad" con la definición de "preferencias de sostenibilidad" según el artículo 2.7 del Reglamento Delegado MiFID II, debe hacerse

únicamente para la prestación de servicios de gestión de carteras y asesoramiento en materia de inversión, que son los servicios de inversión en los que las entidades disponen de información detallada sobre las preferencias de sostenibilidad. En otros casos (por ejemplo, cuando se comercializa activamente un producto), las entidades no disponen de esa información para evaluar el mercado objetivo en estos términos. Por ello, cuando la prestación del servicio de inversión es diferente a la gestión de carteras y al asesoramiento en materia de inversión, la evaluación del mercado objetivo debe ser de forma general, identificando únicamente si el cliente tiene o no preferencias de sostenibilidad para la inversión.

2.- Respecto a los productos: La integración de los objetivos/preferencias de sostenibilidad en la MIFID 2 y, más concretamente, dentro del régimen de gobernanza de los productos, así como en el proceso de asesoramiento, plantea importantes retos en relación con determinados instrumentos financieros. En particular, mientras que las preferencias de sostenibilidad se definen por referencia a la Taxonomía y al Reglamento SFDR, cuyo ámbito de aplicación, en términos de productos afectados, se limita a los "productos financieros" según la definición del art. 2.12 del Reglamento SFDR, las modificaciones introducidas en MIFID 2 amplían la consideración de las preferencias de sostenibilidad a una gama más amplia de "instrumentos financieros". Esto implica una gran distorsión en cuanto a la aplicación del reglamento, ya que muchos de los instrumentos financieros cubiertos por la MIFID 2 difieren sustancialmente (en cuanto a su naturaleza y características) de los productos financieros incluidos en el ámbito de aplicación del SFDR, que son productos con un claro enfoque de cartera de inversión.

Por lo tanto, sería conveniente suavizar esta consideración, en línea con lo que parece ser el espíritu de las directrices que no pretende incluir grandes detalles en la identificación del público objetivo fuera del asesoramiento/gestión de carteras.

P3: ¿Cuáles son los instrumentos financieros para los que el concepto de proporción mínima no sería aplicable en la práctica? Por favor, explique también las razones de su respuesta.

En nuestra opinión, la "proporción mínima" podría calcularse, aunque el coste de hacerlo puede no justificar el beneficio obtenido, especialmente cuando el cliente compra estos instrumentos de forma aislada y no existe el concepto de cartera (por ejemplo, en un asesoramiento puntual).

En concreto:

- Taxonomía: la evaluación sólo puede hacerse a nivel del emisor, pero sería necesario ampliar el análisis al "financiado", por tanto al proyecto. Más que la imposibilidad de calcularlo, el problema es la falta de normalización en su cálculo, la dificultad de obtener esos datos.

- SFDR - Inversión sostenible: Si existiera una definición "estándar", sería factible implementarlo, pero sin esta definición estándar, requiere mucho trabajo para valorar la proporción mínima (ya que es más común comprar algunos instrumentos de forma aislada).

- PIAS: De nuevo, la falta de estandarización y de umbrales comunes a todo el sector dificulta la aplicación de una proporción mínima, pudiendo ser conveniente "escalonar" la aplicación, y comenzar con el porcentaje mínimo de inversión sólo en los productos SFDR, hasta que exista una mayor práctica de mercado y haya mejorado la homogeneidad e información de los emisores.

P4: ¿Está de acuerdo con las orientaciones sugeridas sobre la complejidad en relación con la evaluación del mercado objetivo y el enfoque de “agrupación” (clustering approach)? Por favor, explique también las razones de su respuesta.

La agrupación no debería prohibirse en el caso de todos los productos estructurados. Esto debería suprimirse en el nuevo apartado 27 o, al menos, matizarse insertando "determinados" (en línea con la redacción utilizada para los derivados OTC).

Un ejemplo de esto podrían ser las notas estructuradas. Algunas de ellas difieren de las fechas de aplicación o del subyacente, pero son realmente similares en los componentes "principales", por lo que deberían considerarse en el mismo grupo, sin ningún inconveniente para los clientes.

P5: ¿Está de acuerdo con las orientaciones sugeridas sobre la evaluación de la coherencia general de los productos y servicios que se ofrecen a los clientes, incluidas las estrategias de distribución utilizadas? Por favor, explique también las razones de su respuesta.

Los servicios prestados a los clientes por las entidades financieras dependen no sólo de la entidad sino de las necesidades y peticiones de los propios clientes. Teniendo en cuenta esto, introducir una nueva obligación de evaluación de la coherencia de los productos y servicios que se ofrecen a los clientes, más allá de las prácticas actuales, parece excesivamente gravoso y sin efectos claros sobre la protección del cliente. Por ejemplo, se podría definir que un producto se distribuya bajo servicio asesorado y no asesorado. El hecho de que durante un periodo sólo una de esas posibilidades sea demandada por los clientes no debería implicar que la estrategia de distribución deba ser reconsiderada.

P6: ¿Está de acuerdo con las orientaciones sugeridas sobre la identificación del mercado objetivo por parte del distribuidor? Por favor, explique también las razones de su respuesta.

Sí. Estamos de acuerdo con el hecho de que los distribuidores deben realizar su propio análisis del mercado objetivo teniendo en cuenta su conocimiento directo del inversor final.

P7: ¿Está de acuerdo con el enfoque sugerido sobre la determinación de la estrategia de distribución por parte del distribuidor? Por favor, explique también las razones de su respuesta.

Sí, estamos de acuerdo con el enfoque propuesto.

P8: ¿Está de acuerdo con el planteamiento propuesto sobre la posibilidad de desviación con fines de diversificación o cobertura cuando se presta asesoramiento en materia de inversión en el marco de un enfoque de cartera o de gestión de cartera? En particular, ¿está de acuerdo en que no se puede justificar una desviación de las categorías de mercado objetivo "tipo de cliente" y "conocimientos y experiencia" con fines de diversificación o cobertura, ni en el contexto del asesoramiento en materia de inversión con arreglo a un enfoque de cartera, ni de la gestión de cartera? Por favor, indique también las razones de su respuesta.

Las actuales directrices de la ESMA sobre los requisitos de gobernanza de productos de la MiFID II no exigen que los distribuidores informen de las ventas fuera del mercado objetivo positivo al fabricante si las ventas tienen fines de diversificación y cobertura y, a su vez, son adecuadas para el cliente.

Del mismo modo, se debe permitir que los distribuidores no controlen las desviaciones fuera del mercado objetivo positivo cuando las ventas cumplen los requisitos anteriores, es decir, las ventas tienen fines de diversificación y cobertura y, a su vez, son adecuadas para el cliente, incluso en aquellos casos en los que la desviación se debe al "tipo de cliente" y/o al "conocimiento y experiencia".

En opinión del Comité, no es relevante qué categoría está fuera del mercado objetivo positivo si la venta es adecuada para el cliente (siempre con una finalidad de diversificación y/o cobertura en el marco del asesoramiento de inversión o de la gestión de carteras); un cliente puede estar fuera del mercado objetivo debido a sus conocimientos y experiencia, pero si la venta es adecuada para él en el marco de su cartera de inversión, no importa si la categoría es una u otra, especialmente en la gestión de carteras donde el cliente no toma las decisiones de inversión.

El nuevo enfoque que proponen las Directrices limitaría la posibilidad de que ciertos clientes adquieran nuevos productos porque pueden no tener la experiencia o los conocimientos suficientes, además de que (i) están pagando los servicios de un asesor o un gestor para cubrir la falta de experiencia/conocimiento de la que carecen; (ii) el producto puede estar reduciendo el riesgo al que se enfrenta dicho cliente. Por lo tanto, al final, la propuesta de la ESMA tendría un impacto negativo en aquellos clientes que necesitan más protección y que realmente están pagando por esa protección a través de servicios de valor añadido.

P9: ¿Está usted de acuerdo con el enfoque propuesto sobre la obligación de revisar periódicamente los productos, incluida la aclaración del principio de proporcionalidad? Por favor, explique también las razones de su respuesta.

El enfoque sugerido incluye una serie de obligaciones que van más allá del marco normativo y del enfoque de proporcionalidad. Como se ha anticipado, estas nuevas obligaciones sólo deberían imponerse si existe un riesgo actual o un impacto negativo para la protección de los clientes que deba abordarse, pero en ausencia de ello, las nuevas obligaciones imponen una enorme carga administrativa que va en contra del espíritu y el contenido del paquete de medidas de la Directiva relativa a los mercados financieros (MiFID Quick Fix).

En particular:

a. En relación con el contenido del apartado 72, se considera que no tiene sentido hacer que los clientes sean responsables de evaluar obligaciones derivadas de las normas de mercado objetivo. Este enfoque se considera demasiado gravoso tanto para los clientes como para las entidades, cuando el posible resultado debería tener un bajo índice de éxito (la mayoría de los clientes no responderán a un cuestionario sobre algo que ya han comprado y que posiblemente no vuelvan a comprar).

b. En relación con la propuesta de incluir la obligación de que los distribuidores proporcionen información sobre la revisión de los productos a los fabricantes para apoyar sus propias revisiones de forma periódica proactiva y no a petición del fabricante, habría que señalar lo siguiente

1. La directriz 69 se mantiene tal y como estaba en las actuales directrices aplicables: "los fabricantes deberían considerar, de forma proporcionada, qué información necesitan para completar su revisión y cómo reunir esa información". Dicha directriz es más que acertada, ya

que permite a los fabricantes decidir la forma en que quieren proceder a las revisiones de la gobernanza del producto de acuerdo con sus políticas y procedimientos y necesidades.

2. Esta directriz parece, en cierta medida, contradictoria con la nueva propuesta del número 70, que determinaba que "siempre que los distribuidores dispongan de información relevante para respaldar las revisiones de los fabricantes MIFID, deben proporcionarla de forma proactiva al fabricante y no proporcionar dicha información sólo a petición de éste".

3. La obligación de los distribuidores de proporcionar esta información a los fabricantes no debe entenderse, en nuestra opinión, de una manera absoluta que obligue a los distribuidores a generar información y retroalimentación automatizada a todos los fabricantes sin tener en cuenta qué información necesitan y cómo recogerla, tal y como indican las directrices y el propio reglamento. Esta interpretación no sólo genera obligaciones costosas y desproporcionadas para los distribuidores ante el gran número de ISIN que distribuyen/comercializan.

4. Teniendo en cuenta lo anterior, la obligación de los distribuidores de suministrar información sobre el mercado objetivo debe entenderse únicamente en respuesta a una petición expresa del fabricante ("para apoyar las revisiones de los fabricantes" cuando éstas son realizadas por éstos, especialmente cuando no están obligados por MiFID II).

5. Si las consideraciones anteriores no se tienen en cuenta en su conjunto, la información al fabricante debe ser normalizada para suavizar y facilitar todos los procesos pertinentes.

Q10: ¿Está de acuerdo con el enfoque sugerido sobre la evaluación negativa del mercado objetivo en relación con un producto con factores de sostenibilidad? Por favor, explique también las razones de su respuesta.

Sí, estamos de acuerdo con el enfoque propuesto.

P11: ¿Está de acuerdo con las actualizaciones sugeridas sobre la aplicación de los requisitos de gobernanza de productos en los mercados mayoristas? Por favor, explique también las razones de su respuesta

Sí, estamos de acuerdo con el enfoque propuesto.

P12: ¿Tiene algún comentario sobre la lista de buenas prácticas sugerida? Por favor, explique también su respuesta.

Sólo hay un comentario sobre la primera buena práctica incluida: Estrategia de distribución por parte del fabricante:

Al tratar con posibles distribuidores, los fabricantes realizan una diligencia debida de alto nivel en la que se informan los aspectos clave del modelo de negocio de los distribuidores, como los métodos de distribución, el tipo de clientes objetivo o la posibilidad de redistribución. Realizar una diligencia debida formal sobre el cumplimiento del distribuidor con las normas de gobernanza del producto añadiría una complejidad desproporcionada al proceso en relación con el objetivo perseguido, teniendo en cuenta que los distribuidores son empresas autorizadas que están sujetas a autorización/supervisión y prestan servicios de inversión a clientes finales.

P13: ¿Tiene algún comentario sobre el estudio de caso sugerido sobre las opciones? Por favor, explique también su respuesta.

Sobre el ejemplo de las opciones: se observa una importante complejidad añadida al distribuidor. Algunos de los requisitos que se incluyen aquí, como la necesidad de un test de idoneidad específico para el producto, o la ratificación por parte del cliente, puede entenderse que van más allá de los requisitos de nivel 1.