

Resumen

La evolución reciente de la regulación financiera muestra una preocupación creciente por la protección de los clientes y consumidores de productos y servicios financieros, anticipando esa protección al momento en que los productos y servicios son diseñados y «fabricados», teniendo en cuenta las características específicas del cliente al que van dirigidos. Esta tendencia, que se evidencia sobre todo en el paquete normativo conocido como «MIFID II», obligará a las entidades de crédito y empresas de servicios de inversión a extremar su cautela a lo largo de toda la vida del producto, estableciendo una «gobernanza» adecuada desde su diseño y elaboración hasta su comercialización o venta al cliente.

Palabras clave: regulación financiera, productos y servicios bancarios, servicios de inversión, MIFID II, PRIIPS, consumidor, cliente bancario, gobernanza del producto.

Abstract

Recent financial regulations show a growing concern for the protection of customers and consumers of financial products and services, focusing on the moment in which these products and services are designed or «manufactured» to ensure that they are created taking into account the specific characteristics of the target customer. This trend, which is particularly evident in MIFID II legislation, will require credit institutions and investment service companies to proceed with greater caution throughout the entire life of the product and establish adequate «governance» from the moment the products are designed and created until the moment they are marketed or sold to customers.

Key words: financial regulation, consumer protection, product governance, MIFID2, MIFIR, PRIIPS.

JEL classification: G20, G28.

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA REGULACIÓN EN MATERIA DE PRODUCTOS Y SERVICIOS FINANCIEROS

EL NUEVO CONCEPTO DE LA «GOBERNANZA DEL PRODUCTO»

Francisco URÍA

Socio responsable de sector financiero en KPMG

I. INTRODUCCIÓN

Una profunda crisis que hemos padecido, y que solo muy lentamente comenzamos a superar, ha tenido efectos en muy distintos ámbitos sobre las entidades financieras, los mercados y también sobre los inversores.

El esfuerzo de los reguladores internacionales se ha centrado en evitar que nada semejante vuelva a suceder, y, para ello, se han establecido nuevas reglas, contenidas sobre todo, aunque no exclusivamente, en los acuerdos conocidos como «Basilea III».

La agenda de la nueva regulación financiera lo abarca prácticamente todo: mejoras cuantitativas y cualitativas en los niveles de capital, nuevos requerimientos de liquidez, limitación del endeudamiento, robustecimiento del gobierno corporativo, adecuación de las políticas retributivas a la gestión prudente del riesgo, fortalecimiento de la arquitectura de determinados mercados (OTC), regulación de las agencias de *rating* y, no en menor medida, la introducción de mejoras en el ámbito de la protección de los consumidores.

La inclusión de nuevas medidas en materia de protección de los inversores resulta lógica pues-

to que, antes y durante la crisis, algunas entidades (no todas) comercializaron distintos instrumentos financieros que no resultaron adecuados para los inversores minoristas que los adquirieron, fueron comercializados de forma incorrecta o, en general, tuvieron un comportamiento que defraudó las expectativas de sus adquirentes, siendo lógicamente distintas las consecuencias en cada uno de esos supuestos.

En no pocos casos, la propia crisis contribuyó a provocar un comportamiento negativo de productos que, en sí mismos considerados, no eran forzosamente negativos para los clientes. Y es que la propia política monetaria excepcional desarrollada para favorecer el crecimiento económico mundial evidenció aspectos en el comportamiento de ciertos productos que probablemente no se hubieran manifestado en un contexto de tipos de interés más elevados.

Con independencia de los errores cometidos, es justo reconocer que la reacción de unas y otras entidades frente a los problemas surgidos en los últimos años en relación con la comercialización de «productos complejos» ha sido muy diferente. Mientras algunas de ellas ofrecieron a

sus clientes productos y fórmulas alternativas para recuperar su inversión, al menos parcialmente (incluso cuando se trataba de productos comercializados por entidades que habían absorbido, y no por ellas mismas), otras, bien por su propia decisión o por imperativo de las limitaciones impuestas por la normativa europea sobre ayudas de Estado (en el caso de entidades beneficiarias de ayudas públicas), no ofrecieron a sus clientes este tipo de opciones.

Todo ello ha tenido reflejo en la agenda regulatoria, de modo que, en diversos instrumentos normativos recientes, se evidencia un reproche del regulador hacia esos comportamientos. Un ejemplo reciente nos lo proporciona el preámbulo de la Directiva 2014/17/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de febrero de 2014, sobre los contratos celebrados con los consumidores para bienes inmuebles de uso residencial, cuando dice: «La crisis financiera ha demostrado que el comportamiento irresponsable de los participantes en el mercado puede socavar los cimientos del sistema financiero, lo que debilita la confianza de todos los interesados, en particular los consumidores, y puede tener graves consecuencias sociales y económicas».

El final de la crisis añade un nuevo elemento de reflexión, ligado en inicio a las mencionadas normas sobre ayudas de Estado y ahora a la nueva regulación europea sobre reestructuración y resolución de entidades de crédito: las reglas de *bail-in* incorporadas, como decimos, a la normativa europea sobre reestructuración y resolución bancaria (1), y que fijan determinados casos en que los inversores pueden resultar «afectados» en sus derechos para

contribuir a que la resolución o reestructuración de la entidad se produzca sin recurrir a ayudas públicas.

Obviamente, la posibilidad de sufrir un «sacrificio» en sus derechos o expectativas en caso de crisis de una entidad de crédito viene a añadir un riesgo adicional a la posición de los inversores, lo que debería exigir un lógico protagonismo de los inversores profesionales.

En España, el intenso efecto del principio de *bail-in*, o de su predecesor (propio de la normativa sobre ayudas de Estado) el de *Burden sharing* (2), se ha dejado sentir especialmente a propósito de la deuda subordinada y las participaciones preferentes, obligando a promulgar una legislación específica para la protección de los inversores minoristas titulares de estos instrumentos financieros cuando en su comercialización hubieran podido detectarse irregularidades. Se trata del Real Decreto Ley 6/2013, de 22 de marzo, de protección a los titulares de determinados productos de ahorro e inversión y otras medidas de carácter financiero (BOE de 23 de marzo de 2013).

El último aspecto a considerar es el efecto que la mencionada regulación financiera internacional ha tenido sobre las cuentas de resultados de los bancos y las empresas de servicios de inversión, que sufren una fuerte limitación a su rentabilidad derivada de la combinación entre un escenario económico todavía débil, una política monetaria excepcional que continúa vigente, manteniendo los tipos de interés en niveles históricamente bajos, y una regulación cada vez más exigente, especialmente en materia de requerimientos de capital.

Uno de los ejemplos más claros en este ámbito se produce en relación a los tipos de interés efectivamente aplicados a todo tipo de préstamos, referenciados habitualmente al euríbor. La política monetaria en vigor viene manteniéndolos en niveles excepcionalmente bajos, de forma que todos aquellos créditos que fueron concedidos en condiciones ligadas a los índices más relevantes (el euríbor en nuestro caso) no pueden repreciarse.

De este modo, la aplicación de tipos variables, que teóricamente protege a los bancos permitiéndoles repreciar año a año esas carteras, y ofrecer a sus clientes un interés más bajo, pasa a no deparar protección alguna puesto que los tipos se mantienen en niveles anormalmente bajos, derivados de las políticas de intervención de los bancos centrales, y en particular del Banco Central Europeo, que no reflejan los costes de financiación realmente soportados por las entidades.

Los contratos bancarios que contaban con cláusulas que limitaban el efecto derivado de esos tipos de interés (las llamadas «cláusulas suelo») se encuentran sometidos a la amenaza de la declaración de nulidad de dichas cláusulas, tras la Sentencia del Tribunal Supremo de 9 de mayo de 2013 (Sentencia N 241/2013). De hecho, las entidades directamente afectadas por la sentencia ya no cuentan con esas cláusulas y el resto de las entidades se enfrenta a una controversia creciente por este motivo, que ha dado lugar a numerosos procedimientos en toda España que se saldan con suerte hasta el momento desigual para las entidades.

En definitiva, en este contexto difícil para las entidades de crédito, la nueva regulación financie-

ra, con sus renovadas exigencias en materia de capital y liquidez, disminuye la rentabilidad del negocio bancario tradicional, con claros efectos sobre la cuenta de resultados de las entidades, lo que puede llevarlas a buscar fuentes alternativas o complementarias de ingreso.

Por otra parte, la evolución de la regulación financiera tiende a limitar, de manera cada vez más ambiciosa, la retribución de determinados productos y servicios, como sucediera históricamente con la gestión de activos o, mucho más recientemente (como en el paquete de medidas para impulsar el crecimiento económico aprobadas por el Gobierno español el pasado viernes 6 de junio de 2014), las comisiones por la utilización de tarjetas de débito y de crédito, lo que también dificulta la recuperación del margen financiero y, por ende, de la rentabilidad.

No cabe duda, en definitiva, de que la imprescindible tarea de recuperación de un nivel adecuado de margen financiero y rentabilidad de las entidades de crédito, necesaria para garantizar su futura solvencia, no es una tarea fácil en un entorno tan complejo tanto desde el punto de vista de la regulación financiera como de las condiciones macro y microeconómicas imperantes.

Desde el punto de vista del inversor, este se encuentra con un panorama de escasa rentabilidad de los productos más tradicionales de ahorro/inversión, como los depósitos bancarios, lo que puede llevarle a aceptar o incluso a demandar productos que incorporen un mayor riesgo de lo que sería deseable.

Ello pudiera conducirles tanto a la adquisición de productos

que incorporen, como decimos, un mayor riesgo a cambio de una rentabilidad más elevada, pero también a un progresivo desplazamiento hacia fórmulas de inversión procedentes de operadores no regulados que, al eludir los costes derivados de la regulación bancaria, y financiera, en general, podrían encontrarse en condiciones competitivas más favorables para ofrecer rentabilidades más atractivas para el inversor.

Además, los últimos años vienen caracterizándose, también, por una elevada volatilidad, acentuada por factores geoestratégicos de difícil anticipación, lo que añade riesgo a la posición inversora en general, pero específicamente para la de los inversores minoristas.

Todo ello abre una reflexión, ciertamente compleja y llena de matices, sobre si el nivel de exigencia para las entidades de crédito en el momento actual puede fomentar la aparición y el desarrollo de nuevos operadores, ajenos al sector financiero y por ende a su regulación, que puedan llegar a sustituirles en parte de los servicios tradicionalmente prestados por aquellas. Es esta una cuestión sobre la que debería reflexionarse con cautela puesto que los efectos negativos a medio y largo plazo podrían superar los beneficios derivados de ese endurecimiento de la regulación financiera.

En este panorama es importante llamar la atención sobre las iniciativas emprendidas por distintos reguladores internacionales que, dando un paso más respecto de la normativa hasta ahora vigente, añaden una nueva función a los órganos de cumplimiento normativo de las entidades que prestan servicios de inversión (incluidas las entidades

de crédito): la de «gobernanza del producto» (*product governance*), que llevaría a las entidades a introducir controles adecuados desde la creación de los productos hasta su distribución final al cliente.

Merecen especial mención, en este sentido, tanto los esfuerzos desarrollados desde la Financial Services Authority en Reino Unido (3), como los que ha realizado la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) (4). A ellos se ha sumado recientemente, como veremos más adelante en este trabajo, la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

De lo que se trata es de que todas las entidades establezcan políticas internas adecuadas para el diseño de productos e instrumentos financieros, y no solamente, como parecía desprenderse de la normativa MIFID entonces en vigor, en su comercialización o distribución, entendiendo que algunos de los problemas detectados en los últimos años solo habrían podido evitarse introduciendo una sensibilidad adecuada hacia la protección del inversor desde el mismo momento en que el instrumento financiero fue diseñado.

La preocupación por la adecuada tutela de los derechos del inversor final arrancarían así desde el inicio de lo que podríamos denominar la «cadena de vida del producto» (5): su diseño y fabricación, extendiéndose a su distribución y control final (6).

La problemática jurídica que surge a partir de este punto distingue claramente los supuestos en que una sola entidad diseña, «fabrica» y posteriormente distribuye los productos o instrumentos financieros en cuestión, de aquellos casos en los que inter-

vienen entidades distintas, normalmente entidades mayoristas y entidades especializadas en el cliente *retail*.

Así como en el primer caso resulta imprescindible centrarse en la adecuación de la organización y los procesos internos, tratando de paliar los efectos derivados de los potenciales conflictos de interés, en el segundo caso se trataría, sobre todo, de alocar contractualmente las responsabilidades de forma correcta, de modo que los fabricantes (*pure manufacturers*, en la terminología de la FSA) pudieran responder en caso de que el mal diseño de los instrumentos financieros fuera la causa de los perjuicios eventualmente causados a los inversores, mientras que fueran las entidades *retail* las que pudieran asumirlas en caso de que esos perjuicios hubieran sido causa de prácticas incorrectas de comercialización (por ejemplo, venta a inversores minoristas de instrumentos financieros diseñados para su comercialización a otro tipo de inversores).

II. LA EVOLUCIÓN DE LA NORMATIVA SOBRE PROTECCIÓN AL INVERSOR MINORISTA

Rodríguez Fernández de Castro (7) recuerda que, coincidiendo con las primeras manifestaciones de la crisis financiera internacional, se produjo la entrada en vigor de la Directiva 2004/39/CE, sobre mercados de instrumentos financieros (8), más conocida como «MIFID», y de sus instrumentos regulatorios de desarrollo, la Directiva 2006/73/CE (9) y el Reglamento n.º 1287/2006 de la Comisión (10).

Aunque, dada la coincidencia entre la entrada en vigor y consi-

guiente aplicación efectiva de la normativa MIFID y el inicio de la crisis financiera internacional, es difícil realizar un juicio ponderado sobre su eficacia, la Comisión Europea ha considerado que la crisis había puesto de manifiesto debilidades importantes en dicha regulación, iniciando un proceso de reforma que acaba de concluir con la aprobación de una nueva normativa conocida como «MIFID II».

Lo cierto es que no resulta para nada habitual el iniciar un proceso de reforma de tanto calado de una normativa que, como ocurre en el caso de la MIFID, había cumplido tan solo tres años de antigüedad, en un contexto económico que, por las razones apuntadas, no resulta probablemente el más adecuado para extraer consecuencias sobre su eficacia.

En todo caso, la Comisión Europea entendió que la reforma era necesaria en virtud de un razonamiento reflejado en el preámbulo de la nueva Directiva, a que se hará inmediata referencia, al decir: «La crisis financiera ha dejado al descubierto algunos puntos débiles en el funcionamiento y la transparencia de los mercados financieros. La evolución de los mercados financieros ha dejado clara la necesidad de fortalecer el marco regulador de los mercados de instrumentos financieros, también cuando la negociación tiene lugar en mercados extrabursátiles, con el fin de aumentar la transparencia, mejorar la protección de los inversores, reforzar la confianza, abordar los ámbitos no regulados y garantizar que se den a los supervisores las competencias necesarias para desarrollar sus cometidos».

La normativa MIFID II está compuesta, como últimamente

viene siendo habitual con la normativa europea sobre regulación financiera, por una Directiva (11) y un Reglamento (12) (conocido como «MIFIR»).

Aunque sería prolijo enumerar aquí las novedades introducidas por esta nueva regulación en relación con el paquete original MIFID, pueden destacarse las siguientes (13):

— Una ampliación del ámbito objetivo de aplicación de la nueva Directiva, pasando a incluir algunos instrumentos que, como los depósitos estructurados, habían quedado aparentemente al margen de la regulación original.

— Una ampliación del ámbito de protección deparado a los inversores minoristas, incluyendo a otros inversores que, hasta el momento, no se habían hecho acreedores de ese mismo nivel de protección.

— Se mejora el régimen para la comercialización de instrumentos financieros a clientes por parte de la misma entidad emisora.

— También se aclara el régimen aplicable a los casos en que la entidad que distribuye los instrumentos financieros actúa por cuenta de la empresa emisora.

— Se retoca el concepto de «solo ejecución».

— Se reforma el régimen aplicable al asesoramiento, que constituirá uno de los caballos de batalla de la nueva regulación en la distinción entre «asesoramiento independiente» y otros supuestos de asesoramiento (¿no independiente?).

— Refuerzo de la información precontractual y contractual a suministrar al inversor.

— Una nueva regulación de los «incentivos» que podría tener consecuencias importantes para el modelo de negocio actualmente vigente en numerosos grupos financieros.

— Se incrementan los requerimientos organizativos para las entidades, especialmente en lo relativo a las funciones de cumplimiento, gestión de riesgos y auditoría interna.

— Respecto de las funciones encomendadas al área de cumplimiento, se ven ampliadas, en la línea ya apuntada, al control de la adecuación de los productos a los clientes a los que van dirigidos desde el momento de su diseño y «fabricación» y no solo en el momento de su distribución.

Otro elemento reseñable de la nueva regulación se refiere a la creciente involucración de los órganos de gobierno de las entidades, y en particular de sus consejos de administración, en la gestión del riesgo en general y por extensión en la adecuada formación de esa nueva «gobernanza de productos financieros».

Así, el artículo 9 de la MIFID II, al regular la figura del «órgano de dirección», indica que «los Estados miembros velarán por que el órgano de dirección de la empresa de servicios de inversión defina, vigile y responda por la aplicación de un sistema de gobierno que garantice una gestión eficaz y prudente de una organización —que incluya el reparto de funciones en dicha empresa y la prevención de conflictos de intereses—, promoviendo la integridad del mercado y el interés de los clientes».

De forma más específica, el mismo precepto añade que «dicho sistema deberá también ga-

rantizar que el órgano de dirección defina, apruebe y supervise:

a) La organización de la empresa para la prestación de servicios y actividades de inversión y servicios auxiliares, incluidos los conocimientos, competencias y experiencia exigidos al personal, los recursos y procedimientos y las disposiciones aplicables a la prestación de los servicios o la realización de las actividades de la empresa, atendiendo a la naturaleza, escala y complejidad de sus actividades y a todos los requisitos que ha de cumplir;

b) La estrategia relativa a los servicios, actividades, productos y operaciones que ofrece, en función del nivel de tolerancia al riesgo de la empresa y de las características y necesidades de los clientes de la misma a los que se ofrecen o prestan aquellos, incluida la realización de pruebas de resistencia adecuadas, cuando proceda;

c) Una política de remuneraciones de las personas involucradas en la prestación de servicios a clientes orientada a incentivar una conducta empresarial responsable, un trato justo de los clientes y la evitación de conflictos de interés en las relaciones con los mismos».

Como vemos, la estrategia general de las entidades prestadoras de servicios de inversión, y, por extensión, de las entidades de crédito cuando presten servicios de inversión, debe ser fijada al más alto nivel como parte de su estrategia global de gestión prudente del riesgo, dotando a la entidad de los medios organizativos y de los procesos adecuados para construir una gobernanza adecuada de los productos de inversión ofrecidos a los clientes,

especialmente en el caso de los productos complejos.

En ese marco resulta particularmente importante el diseño y la fabricación de los nuevos productos, aspecto que se aborda en el artículo 24 y siguientes de la Directiva. Concretamente, el apartado segundo de ese artículo 24 consagra la regla de que «las empresas de servicios de inversión que diseñen instrumentos financieros para su venta a clientes deberán garantizar que dichos instrumentos estén diseñados para responder a las necesidades de un mercado destinatario de clientes finales dentro de la categoría de clientes pertinente y que la estrategia de distribución de los instrumentos financieros sea compatible con el mercado destinatario definido».

De este modo, y como venimos exponiendo, la clave de la nueva gobernanza de los productos de inversión se encuentra en que, desde el momento en que se inicia su diseño, se definan de manera específica los colectivos a los que potencialmente se dirigirá su venta, al objeto de asegurarse de su perfecta adecuación.

Los cambios no van a aguardar a la entrada en vigor de las nuevas normas, sino que las autoridades internacionales están anticipando algunos de los elementos clave de la nueva regulación a través de recomendaciones, códigos y principios que tenderán a ser aplicados progresivamente por parte de los supervisores nacionales.

Estas iniciativas diversas se centran especialmente en el establecimiento de criterios más exigentes para la comercialización de todo tipo de productos e instrumentos financieros (particularmente instrumentos financieros

complejos), sobre todo cuando pudieran dirigirse a inversores minoristas.

Así, el Consejo de IOSCO publicó el pasado 21 de enero de 2014 un informe sobre los requisitos de idoneidad (*suitability*) para la distribución de productos financieros complejos (14). En este informe se establecen una serie de principios para la distribución por parte de los intermediarios financieros de productos financieros tanto a inversores minoristas como no minoristas.

Los principios establecidos se refieren a las siguientes materias:

- Clasificación de clientes.
- Obligaciones generales con independencia de la clase de cliente.
- Requisitos de pública situación de información.
- Protección de los clientes por servicios distintos del asesoramiento.
- Protección de los clientes por servicios de asesoramiento (incluyendo la gestión de carteras).
- Función de cumplimiento y políticas y procedimientos internos de idoneidad.
- Incentivos.
- Inspección/supervisión (*enforcement*).

En la misma línea, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) publicó un relevante documento sobre las prácticas de las entidades de servicios de inversión para la venta de productos complejos en relación con la normativa MIFID (15). Este documento, autocalificado como

«opinión», viene a requerir a entidades, mercados y supervisores para que velen por la estricta aplicación de las normas MIFID para la comercialización de productos complejos entre inversores minoristas.

Posteriormente, la propia ESMA publicó un segundo documento igualmente relevante a los presentes fines y referido a buenas prácticas para el diseño, emisión y comercialización de productos estructurados, al que ya nos hemos referido (16).

Recientemente, la Comisión Nacional de Valores (CNMV) ha publicado una comunicación en la que, acogiendo esos principios, establece los criterios que aplicará como supervisor en cuanto a las prácticas que deben seguir las empresas de servicios de inversión para la comercialización de productos financieros complejos (17).

Con esta comunicación, la CNMV se adhiere a la posición adoptada por ESMA y anticipa a las entidades supervisadas un claro mensaje: el de que desarrollará su labor supervisora teniendo en cuenta la opinión de ESMA.

De este modo, y a la espera de que se produzca la aprobación en España de las normas que efectuarán la transposición de la Directiva, y se produzca su entrada en vigor junto con la del Reglamento MIFIR, podemos tener la seguridad de que el supervisor competente, la CNMV en este caso, dedicará sus esfuerzos a lograr la aplicación de las normas MIFID con el mayor grado de exigencia.

Es interesante constatar, una vez más, la tendencia a una cierta anticipación en la aplicación

de la regulación financiera de modo que las nuevas normas, todavía no insertadas en nuestro ordenamiento jurídico a través de la correspondiente transposición, o simplemente todavía no en vigor, son utilizadas como criterio interpretativo en la aplicación de sus predecesoras, lo cual resulta, como decimos, en una cierta anticipación en su aplicación efectiva.

El mencionado documento de ESMA sobre «buenas prácticas para la gobernanza de productos estructurados minoristas» indica que estas buenas prácticas «*will bridge the gap until the MIFID II product governance requirements are further developed and in place. The good practices cover the following areas:*

- *General organisation of product governance arrangements;*
- *Product design;*
- *Product testing;*
- *Target market;*
- *Distribution strategy;*
- *Value at the date of issuance and transparency of costs;*
- *Secondary market and redemption; and*
- *Review process»* (18).

Sin perjuicio de que este ejercicio de una cierta «anticipación regulatoria» por vías informales, como son comunicaciones o formulación de «opiniones», pueda resultar positivo desde el punto de vista de la orientación de las conductas de las entidades prestadoras de servicios de inversión, redundando en una mejor protección de los derechos de los inversores, no deja de suscitar

dudas en el ámbito del derecho sancionador, en el que rige el más estricto principio de legalidad, de modo que la conducta de las entidades solo podrá ser analizada en función de la normativa efectivamente vigente en cada momento.

No se agotan con esta normativa las novedades en materia de protección del inversor, puesto que en la última legislatura europea se ha tramitado también otra norma, conocida por sus siglas en inglés como «PRIIP», igualmente aprobada al término de la legislatura europea (19).

Esta normativa abre paso a una nueva tendencia que estará llamada a desarrollar un importante protagonismo en años sucesivos: la armonización progresiva de los requerimientos regulatorios, especialmente en lo relativo a la vigencia de los instrumentos de protección del inversor. No sería aceptable que productos similares desde el punto de vista económico tuvieran una regulación diferente, especialmente en cuanto a los mecanismos de información y protección del inversor, que dieran lugar a situaciones de arbitraje regulatorio o, lo que sería aún peor, situaran en una posición de ventaja competitiva a quienes comercializasen los productos o instrumentos financieros sujetos a una normativa más débil.

Sin embargo, esta tendencia, genéricamente positiva, no puede dejar de tener en cuenta las diferencias entre unos y otros productos e instrumentos financieros y el hecho de que algunos de ellos disponga de sistemas de protección del inversor de carácter específico, como sucede señaladamente en el caso de los depósitos a través de los fondos de garantía de depósitos.

A este respecto, uno de los instrumentos fundamentales de protección de los consumidores del producto que singulariza a las entidades de crédito y hace necesaria la imposición de una exigente regulación de su solvencia, como es el depósito, ha conocido un avance fundamental a nivel europeo de la mano de la reciente Directiva 2014/49/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, relativa a los sistemas de garantía de depósitos.

En el preámbulo de esa Directiva se dice que «la función principal de los sistemas de garantía de depósitos consiste en proteger a los depositantes frente a las consecuencias de la insolvencia de una entidad de crédito. Los sistemas de garantía de depósitos deben poder garantizar esta protección de diferentes maneras. Deben utilizarse principalmente para rembolsar a los depositantes con arreglo a la presente Directiva (función de reembolso). Los sistemas de garantía de depósitos deben apoyar también la financiación de la resolución de entidades de crédito con arreglo a la Directiva 2014/59/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo».

Y es que la protección de los consumidores o clientes de productos y servicios estrictamente bancarios ha partido de una regulación específicamente establecida para cada uno de ellos, siendo las normas fundamentales a tener en cuenta en nuestro país, fundamentalmente, las siguientes:

— Ley 2/1994, de 30 de marzo. Subrogación y Modificación de Préstamos Hipotecarios (BOE de 4 de abril).

— Ley 7/1998, de 13 de abril, sobre condiciones generales de

la contratación (BOE de 14 de abril).

— Real Decreto Ley 6/2000, de 23 de junio, de Medidas Urgentes de Intensificación de la Competencia en Mercados de Bienes y Servicios (BOE de 24 de junio). Artículo 40.

— Circular n.º 4/2002, de 25 de junio, del Banco de España. Entidades de crédito. Estadísticas de los tipos de interés que se aplican a los depósitos y a los créditos frente a los hogares y las sociedades no financieras (BOE de 2 de julio).

— Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero (BOE de 23 de noviembre; corrección de errores, BOE de 7 de febrero de 2003). Artículo 30, de medidas de reforma económica (BOE de 12 de febrero).

— Orden ECO/734/2004, de 11 de marzo, sobre los departamentos y servicios de atención al cliente y el defensor del cliente de las entidades financieras (BOE de 24 de marzo).

— Circular n.º 2/2005, de 25 de febrero, del Banco de España, sobre ficheros automatizados con datos de carácter personal gestionados por el Banco de España (BOE de 22 de marzo). Anejo I.

— Ley 22/2007, de 11 de julio, sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores (BOE de 12 de julio).

— Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes comple-

<p>mentarias (BOE de 30 de noviembre; corrección de errores, BOE de 13 de febrero de 2008).</p> <p>— Ley 41/2007, de 7 de diciembre, por la que se modifica la Ley 2/1981, de 25 de marzo (BOE de 8 de diciembre). Artículos 7 a 9.</p> <p>— Ley 2/2009, de 31 de marzo, por la que se regula la contratación con los consumidores de préstamos o créditos hipotecarios y de servicios de intermediación para la celebración de contratos de préstamo o crédito (BOE de 1 de abril).</p> <p>— Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de servicios de pago (BOE de 14 de noviembre).</p> <p>— Circular 1/2010, de 27 de enero, del Banco de España, a entidades de crédito, sobre estadísticas de los tipos de interés que se aplican a los depósitos y a los créditos frente a los hogares y las sociedades no financieras (BOE de 5 de febrero).</p> <p>— Real Decreto 712/2010, de 28 de mayo, de régimen jurídico de los servicios de pago y de las entidades de pago.</p> <p>— Orden EHA/1608/2010, de 14 de junio, sobre transparencia de las condiciones y requisitos de información aplicables a los servicios de pago (BOE de 18 de junio).</p> <p>— Orden EHA/1718/2010, de 11 de junio, de regulación y control de la publicidad de los servicios y productos bancarios (BOE de 29 de junio).</p> <p>— Circular 6/2010, de 28 de septiembre, del Banco de España, a entidades de crédito y entidades de pago, sobre publicidad de los servicios y productos bancarios (BOE de 11 de octubre).</p>	<p>— Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible (BOE de 5 de marzo). Artículos 29, 31 y DT 5.^a.</p> <p>— Ley 16/2011, de 24 de junio, de contratos de crédito al consumo (BOE de 25 de junio).</p> <p>— Orden EHA/2899/2011, de 28 de octubre, de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios (BOE de 29 de octubre; corrección de errores, BOE de 3 de diciembre).</p> <p>— Real Decreto Ley 6/2012, de 9 de marzo, de medidas urgentes de protección de deudores hipotecarios sin recursos (BOE de 10 de marzo).</p> <p>— Circular 5/2012, de 27 de junio, del Banco de España, a entidades de crédito y proveedores de servicios de pago, sobre transparencia de los servicios bancarios y responsabilidad en la concesión de préstamos (BOE de 6 de julio).</p> <p>— Orden ECC/2502/2012, de 16 de noviembre, por la que se regula el procedimiento de presentación de reclamaciones ante los servicios de reclamaciones del Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (BOE de 22 de noviembre).</p> <p>— Ley 1/2013, de 14 de mayo, de medidas para reforzar la protección a los deudores hipotecarios, reestructuración de deuda y alquiler social (BOE de 15 de mayo).</p> <p>— Real Decreto Ley 6/2013, de 22 de marzo, de protección a los titulares de determinados productos de ahorro e inversión y otras medidas de carácter financiero (BOE de 23 de marzo;</p>	<p>corrección de errores, BOE de 4 de abril). DA 2.^a.</p> <p>— Ley 3/2014, de 27 de marzo, por la que se modifica el texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre (BOE de 28 de marzo).</p> <p>— Resolución de 10 de abril de 2014, de la Secretaría de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa, por la que se publica la lista de entidades que han comunicado su adhesión al Código de Buenas Prácticas de medidas para reforzar la protección a los deudores hipotecarios, reestructuración de deuda y alquiler social; y la lista de entidades que han comunicado su adhesión voluntaria al Código de Buenas Prácticas para la reestructuración viable de las deudas con garantía hipotecaria sobre la vivienda habitual (BOE de 16 de abril).</p> <p>Entre estas normas, citadas siguiendo el mismo orden que utiliza el Banco de España en el apartado de «normativa» en su página web (20), nos parece particularmente interesante destacar el caso de la Ley 1/2013, de 14 de mayo, de medidas para reforzar la protección a los deudores hipotecarios, reestructuración de deuda y alquiler social.</p> <p>A diferencia de la normativa europea más reciente en materia de protección para los consumidores que hubieran celebrado contratos de crédito para la adquisición de bienes inmuebles de uso residencial (21), en esa ley no se trata de prevenir o de dar respuesta a defectos o malas prácticas de las entidades de crédito en la «fabricación», distribución o comercialización de productos</p>
---	--	--

bancarios o de instrumentos financieros, sino de salir al «rescate» de personas que «contrataron un préstamo hipotecario para la adquisición de su vivienda habitual» —en palabras del preámbulo de la Ley 1/2013— y que «se encuentran en dificultades para hacer frente a sus obligaciones».

Es decir, no se trata tanto de «prevenir o corregir» la conducta de las entidades de crédito al contratar este tipo de productos, sino de, de nuevo en palabras del legislador en el preámbulo de la Ley 1/2013, «aliviar la situación de los deudores hipotecarios».

No obstante lo anterior, no es menos cierto que en esa misma ley se introducen un conjunto de disposiciones, de neto carácter imperativo, que inciden sobre las prácticas bancarias en cuanto a la ejecución de garantías, lanzamiento, renegociación de las deudas, cálculo y exigencia de intereses, entre otras muchas cuestiones.

III. CONSECUENCIAS PARA LAS ENTIDADES

No cabe duda de que, a partir de la entrada en vigor de las nuevas normas, la progresiva aplicación de los criterios impulsados desde los reguladores y supervisores nacionales e internacionales conducirá a un robustecimiento paulatino del rol de las unidades de cumplimiento normativo u otras que se consideren adecuadas a tal efecto para velar por que a lo largo de toda la vida de los productos e instrumentos financieros, comenzando por su diseño y «fabricación» inicial, se respeten los estándares más exigentes en cuanto a la protección del inversor.

Si analizamos los documentos elaborados por la FSA, y,

posteriormente, tanto el contenido de las propias normas MIFID II y los documentos recientemente publicados tanto por ESMA como por la CNMV, nos damos cuenta de que la protección para el inversor comienza desde el comienzo de la vida del producto, de modo que este sea diseñado pensando ya en su distribución a un colectivo concreto de inversores, cuyas características conviertan al producto o instrumento en adecuado para un perfil determinado de inversor.

También será necesario desarrollar auténticos «test de estrés» a los productos al objeto de verificar algo que, como hemos visto, se ha producido en esta crisis; que productos aparentemente beneficiosos, o al menos no perjudiciales para los inversores, tenían unos efectos negativos no previstos y no deseados en determinadas circunstancias extremas de comportamiento de los mercados (por ejemplo, el mantenimiento continuado de tipos muy bajos).

De este modo, norma a norma, se hacen cada vez más exigentes los requerimientos para las entidades que prestan servicios de inversión, y entre ellas las entidades de crédito, que deben asegurarse a la hora de contratar con otras entidades que aquellas de las que recibieron determinados productos o instrumentos cumplieron con sus obligaciones de «gobierno del producto» de forma adecuada.

Así, de la mano de la nueva regulación MIFID II, las entidades habrán de controlar que esté adecuadamente fijado el mercado para la comercialización de productos e instrumentos financieros. Esa determinación inicial limitará la capacidad de la enti-

dad a la hora de diseñar su estrategia de comercialización.

De acuerdo con este nuevo marco normativo, los supervisores en general habrán de velar por que las entidades dispongan de los medios, organización y procedimientos internos para lograr una gobernanza adecuada del diseño, comercialización y distribución de los instrumentos financieros y, singularmente, de los instrumentos financieros complejos, de modo que la intervención supervisora puede anticiparse a los problemas eventualmente derivados de prácticas de comercialización incorrectas o inadecuadas remontándose al momento inicial en el diseño de un producto: la definición exacta de cuál era el mercado o la clase de inversor al que iba dirigido.

Se trata de una nueva función que recaerá sobre las unidades de cumplimiento y que se añadirá a la muy larga serie de cometidos que el legislador viene encomendándoles desde hace años.

Sin embargo, no sería razonable pensar que esa función pueda recaer ni exclusiva ni predominantemente en las unidades de cumplimiento normativo. Antes al contrario, de la mano de las obligaciones en materia de gestión del riesgo en las entidades de crédito (y en algunos casos, con anterioridad a ellas) van apareciendo en los bancos comités dedicados al análisis de las características de los nuevos productos o instrumentos financieros, genéricamente conocidos como «comités de nuevos productos». Uno de los componentes fundamentales de esos comités habría de ser un profesional integrado en los servicios jurídicos o en la unidad de cumplimiento de la entidad con la función de ponderar

adecuadamente los riesgos legales y de otra índole inherentes al nuevo producto de que se trate, teniendo en cuenta la evolución reciente de la jurisprudencia en cuanto a las prácticas de distribución y comercialización de productos y no en menor medida las posiciones adoptadas por los supervisores competentes.

También, y como hemos visto, existe una necesaria implicación de los órganos de gobierno de las entidades, y en particular de su consejo de administración, en la definición de la gobernanza de los productos de inversión como una parte de sus obligaciones generales en materia de políticas de riesgo de la entidad.

Por último, parece evidente que esa nueva organización y procedimientos no puede limitarse, en beneficio de la propia entidad, a los productos que se encuentran comprendidos en el ámbito de aplicación de las normas de continuada referencia sino que, mucho más allá, deberían permitir un diseño, comercialización y control de todos los productos comercializados por el banco que pudieran desempeñar una función equivalente como destino de la inversión por parte del cliente bancario.

Ello sin perjuicio de reconocer que los instrumentos de protección establecidos para el cliente de productos y servicios bancarios o de inversión varían prácticamente para cada uno de ellos en función de la legislación que les resulta aplicable de forma específica, lo que habrá de ser ponderado cuidadosamente en caso de controversia y sin que puedan admitirse interpretaciones extensivas o analógicas que pretendan añadir al marco de protección propio de cada producto o servicio los instrumentos de protec-

ción establecidos para un producto o servicio determinado.

Sin perjuicio de reconocer lo anterior, las entidades no pueden tampoco dejar de tener en cuenta la dimensión de las multas impuestas por los supervisores y de los litigios entablados por clientes a propósito de controversias relativas al adecuado diseño, distribución y comercialización de todo tipo de instrumentos y productos financieros, incluso de cláusulas incluidas en contratos bancarios. Parece claro que las entidades deberían realizar los mayores esfuerzos para mejorar sus capacidades en este ámbito, estableciendo políticas para la adecuada gobernanza de sus productos.

Así se evidencia en la evolución reciente de la legislación, cuando, al regular productos y servicios estrictamente bancarios, aparecen conceptos y principios que recuerdan a aquellos que fueron incorporados en su día por la MIFID al acervo de la regulación financiera.

Un buen ejemplo de ello nos lo proporciona, de nuevo, la Directiva 2014/17/UE, sobre los contratos de crédito celebrados con los consumidores para bienes inmuebles de uso residencial, anteriormente citada, en cuyo artículo 7.1 se establece: «Los Estados miembros exigirán que, al elaborar productos crediticios o conceder créditos, o prestar servicios de intermediación o de asesoramiento sobre el crédito y, en su caso, servicios accesorios a los consumidores, o cuando ejecuten un contrato de crédito, los prestamistas, intermediarios de crédito o representantes designados actúen de manera honesta, imparcial, transparente y profesional, teniendo en cuenta los derechos y los intereses de los consumidores».

IV. CONCLUSIÓN

Nos encontramos en un momento complejo para las entidades de crédito. Cuando las condiciones generales de la economía europea en general, y española en particular, no son todavía todo lo buenas que cabría desear, y se mantienen niveles inaceptablemente elevados de desempleo, no resulta fácil alcanzar los volúmenes de actividad que serían necesarios para retornar a la senda de un beneficio recurrente y, por ende, de la rentabilidad de la actividad propiamente bancaria.

Contribuyen a ello, por supuesto, una combinación de circunstancias seguramente inevitable tras una crisis como la que hemos sufrido, como son una política monetaria de tipos persistentemente bajos (lo que estrecha el margen financiero de las entidades), una regulación muy exigente en diversas materias pero, sobre todo, en cuanto a requerimientos de capital y de liquidez (lo que lógicamente afecta a la rentabilidad de las entidades), y determinadas decisiones que fijan límites a la cuantía de las comisiones u otras formas de ingreso que los bancos pueden percibir como compensación a la prestación de diversos tipos de servicios.

En este contexto, la rentabilidad de los productos «tradicionales» que los bancos pueden ofrecer a los clientes es obligadamente limitada, lo que puede inducir a estos a demandar productos con un mayor perfil de riesgo del que era habitual para ellos en un contexto financiero distinto.

Esta circunstancia, unida a la volatilidad de los mercados, y sobre todo a la experiencia recopilada durante los años de crisis, ha inducido a los reguladores in-

ternacionales a reforzar de manera consistente los mecanismos de protección de los inversores.

En Europa ese esfuerzo ha sido particularmente intenso de la mano de la Comisión Europea como legislador y también, y no en menor medida, desde la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA), y diversos reguladores y supervisores nacionales (FSA en Reino Unido y la CNMV en España).

La reacción se ha producido en un doble ámbito. Por un lado, se ha aprobado en la pasada legislatura europea un conjunto de normas sin precedentes que tienen como nexo común el fortalecimiento de los instrumentos de protección de los inversores minoristas.

Por otro lado, y a la espera de que esas normas entren en vigor (2016/2017), se detecta una gran actividad de los reguladores y supervisores internacionales y nacionales para reforzar la protección de los inversores a través de la introducción de pautas de aplicación y criterios interpretativos de la normativa vigente que puedan «cerrar el gap» existente entre la normativa actualmente vigente (MIFID) y la que todavía no ha entrado en vigor (MIFID II).

La acción combinada de esos nuevos criterios interpretativos y de aplicación normativa, y el contenido de las normas por llegar, llevará a las entidades a dotarse de una organización y procesos internos capaces de evaluar de forma más precisa la adecuación de los productos e instrumentos financieros atendiendo las características específicas de los colectivos de inversores a los que van destinados, en lo que ha dado en llamarse la nueva «gobernanza de los productos» a cargo, prefe-

rentemente (aunque no solo) de las unidades de cumplimiento normativo de las entidades de crédito, como garantes últimos del cumplimiento por parte de los bancos de las mayores exigencias en el ámbito regulatorio.

Parece lógico que, aunque las nuevas exigencias regulatorias tengan un ámbito definido, y centrado básicamente en los productos y servicios de inversión, las estructuras y procesos que las entidades de crédito deben poner en pie para dar cumplimiento a esa regulación vayan más allá de ella para llegar a valorar prudentemente las implicaciones derivadas del diseño, fabricación y comercialización de todo tipo de productos e instrumentos financieros.

De hecho, y aun reconociendo una vez más la singularidad de los instrumentos de protección al cliente para cada producto o servicio financiero, no es menos cierto que, como ha tratado de exponerse en este trabajo, cada vez son mayores los nexos conceptuales y de regulación existentes en la regulación de los distintos ámbitos de la actividad financiera (banca, de servicios de inversión o aseguradora), por lo que, probablemente, la organización interna y los procesos de aprobación de nuevos productos y servicios de las entidades de crédito y, en general, la estrategia de «gobernanza» de esos nuevos productos (por utilizar una terminología ahora en boga) tenderá seguramente a hacerse cada vez más transversal y, por lo tanto, homogénea.

NOTAS

(1) La Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que establece un marco para el rescate y la resolución de entidades de crédito y empresas de inversión, y por la que se modifican las Directivas 77/91/CEE y 82/891/CE del Consejo, las Directivas 2001/24/CE, 2004/25/

CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE y 2011/35 CE y el Reglamento (UE) n.º 1093/2010, fue aprobada, igualmente, al término de la última legislatura europea y se encuentra pendiente de publicación en el Boletín Oficial de la Unión Europea al tiempo de concluir este trabajo.

(2) Que podríamos definir como el deber de minimizar la cuantía de las ayudas públicas para minimizar su efecto distorsionador de la competencia a través de distintos instrumentos jurídicos como el sacrificio de los accionistas o la obligación de proceder a la desinversión en determinados activos, negocios o geografías.

(3) (Finalised) «Guidance on Retail Product Development and Governance-Structured Product Review». Financial Services Authority, marzo de 2012.

(4) «Structured Retail Products, good practices for product governance arrangements». Autoridad Europea de Valores y Mercados. Referencia 2014/332, 27 de marzo de 2014.

(5) «In this environment, our new guidance set out clear expectations about product development and how firms bring to market retail structured products. This focus on the earlier stages of the product life-cycle...». Véase nota 2.

(6) «By governance we mean systems and controls in relation to product design, product management and distribution strategies». Véase nota 2.

(7) RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ DE CASTRO, P. (2012), «La reforma de la MIFID: protección del inversor». Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos. Fundación de Estudios Financieros, p. 165.

(8) Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo.

(9) Directiva 2006/73/CE de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, por la que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión, y términos definidos a efectos de dicha Directiva.

(10) Reglamento (CE) n.º 1287/2006 de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, por el que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las obligaciones de las empresas de inversión de llevar un registro, la información sobre las operaciones, la transparencia del mercado, la admisión a negociación de instrumentos financieros, y términos definidos a efectos de dicha Directiva.

(11) Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de

<p>2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE (DOCE de 12 junio de 2014).</p> <p>(12) Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012 (DOCE de 12 de junio de 2014).</p> <p>(13) Dejamos lógicamente al margen aquellos contenidos de la nueva regulación que no hacen referencia directa a la protección de los inversores sino al diseño de los mercados y otras cuestiones diversas.</p>	<p>(14) Véase www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD394.pdf.</p> <p>(15) «MIFID practices for firms selling complex products». ESMA/2014/146, 7 de febrero de 2014.</p> <p>(16) Véase nota 3.</p> <p>(17) Comunicación de la CNMV sobre comercialización de instrumentos financieros complejos. Dirección General de Entidades, 10 de abril de 2014.</p> <p>(18) Nota de prensa de EMA publicada a propósito de la Comunicación a que nos referimos en la nota 2. Incorporamos la cita de</p>	<p>su original en inglés al no existir traducción oficial.</p> <p>(19) «Regulation of the European Parliament and of the council on key information documents for packaged retail and insurance-based Investment products», el Reglamento sobre los documentos de información básicos de los productos de inversión empaquetados de aseguradoras para inversores minoristas.</p> <p>(20) Véase www.bde.es.</p> <p>(21) Directiva 2014/17/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de febrero de 2014.</p>
---	--	--