

CATÁLOGO DE BUENAS PRÁCTICAS EN LA EMISIÓN Y DISTRIBUCIÓN DE PRODUCTOS ESTRUCTURADOS PARA MINORISTAS REALIZADO POR LA AUTORIDAD EUROPEA DE VALORES Y MERCADOS (ESMA)

Alicia Agüero Ortiz
Centro de Estudios de Consumo
Universidad de Castilla-La Mancha

Fecha de publicación: 2 de septiembre de 2014

El pasado 27 de marzo de 2014 la Autoridad Europea de Valores y Mercados (en adelante, ESMA) publicó una opinión sobre determinados aspectos de la emisión y distribución de productos estructurados para minoristas (en adelante, SRP)¹. Asimismo, ESMA incluye un catálogo no exhaustivo de buenas prácticas que las entidades de inversión podrían suscribir o incorporar en orden a mejorar la protección del inversor minorista.

Comentario

Consideramos que ESMA debería reducir su proclividad a dedicarse, a falta de otro cometido, emitir opiniones y presentar como optativos o aconsejables códigos de buenas prácticas, especialmente cuando las conductas a que va a hacer referencia la “opinión” están ya contenidas, y no precisamente como opcionales, en los, principalmente, arts. 24 y 25 MiFID II. Se confunde el *soft law* con la norma, se crea confusión entre los operadores sobre el nivel de “exigibilidad” de las conductas descritas y se desaprovecha para ir produciendo una Guía de interpretación del nuevo paquete de “*imperative compliance*” de MiFID II en comparación con el de la Directiva de 2004.

ESMA considera que:

¹http://www.esma.europa.eu/system/files/2014-332_esma_opinion_structured_retail_products_-_good_practices_for_product_governance_arrangements.pdf

Los acuerdos de gobernanza² sobre SRP son fundamentales para la protección del inversor y pueden reducir las acciones de intervención de las autoridades competentes.

- Las entidades competentes al ejercer sus funciones supervisoras, deben promover la adopción por parte de las firmas de inversión del catálogo de buenas prácticas.
- Las buenas prácticas pueden servir como referente para otros tipos de instrumentos financieros, así como para la distribución a inversores profesionales.
- La exposición al riesgo es una característica intrínseca a los productos de inversión. Por tanto, el catálogo de buenas prácticas no tiene (ni puede tener) por objeto la eliminación de los riesgos propios de estos productos.

Catálogo de buenas prácticas:

Las buenas prácticas consisten en la formalización, por parte de las firmas de inversión, de acuerdos de gobernanza que tengan en cuenta cualquier posible perjuicio que pueda sufrir el inversor durante toda la vida del SRP, asegurando que se tenga en consideración los intereses de los inversores. Estos acuerdos de gobernanza deberían cubrir las siguientes áreas, dependiendo del rol de la firma de inversión (si es una firma de creación y/o distribución de SRP):

1. Organización general de los acuerdos de gobernanza

Los acuerdos de gobernanza deben ser transparentes, consistentes y auditables. Es buena práctica que los acuerdos de gobernanza contengan:

- a. Definición de los pasos que deben seguirse antes de la creación y/o distribución de un SRP;
- b. Definición de las funciones, facultades y responsabilidades del personal involucrado en los acuerdos de gobernanza;
- c. Asunción de responsabilidad (en relación con la supervisión) por parte de la dirección de la firma respecto a la emisión y/o distribución de SRPs;

² Los acuerdos de gobernanza son definidos por ESMA como “mecanismos (tales como políticas, procedimientos, sistemas y controles) adoptados por las firmas de inversión en relación a la creación y/o distribución de SRPs”.

- d. Asegurar que los acuerdos de gobernanza no dependa excesivamente en el juicio y discrecionalidad de un número limitado de personas, sino que incorpore de los *inputs* del personal relevante;
- e. Asegurar que los acuerdos de gobernanza son controlados apropiadamente, así como su cumplimiento;
- f. Asegurar que los acuerdos de gobernanza son revisados y actualizados regularmente.

2. Diseño del producto

- a. Es una buena práctica asegurar que los emisores de SRPs identifican las necesidades, objetivos de inversión, conocimiento y experiencia del mercado al que se dirige el SRP.
- b. Es una buena práctica que la función de cumplimiento esté presente en el proceso de diseño del producto, y que esté facultada a intervenir en cualquier etapa del proceso.
- c. Es una buena práctica que los emisores consideren el mejor interés del inversor al diseñar el producto y al valorarlo. Ello implica que eviten los conflictos de interés y actúen con la debida diligencia al seleccionar las partes que intervengan en el proceso de diseño.
- d. Es una buena práctica que los emisores utilicen pruebas estadísticas y modelos durante el diseño del producto, la fijación de su precio y la determinación del perfil de riesgo del mercado al que se dirige.
- e. Es buena práctica que los emisores aseguren que facilitan información adecuada sobre los SRPs a los distribuidores.
- f. Dado que los SRPs pueden tener una estructura financiera compleja, es una buena práctica que las firmas de inversión aseguren que sus características principales son perceptibles para distribuidores e inversores minoristas (en especial los rendimientos esperados, los riesgos y la posibilidad de pérdida parcial o total del capital invertido).

3. Prueba del producto

- a. Es una buena práctica que los emisores de SRP realicen pruebas sobre el rendimiento pasado del producto y simulaciones sobre su posible rendimiento futuro, ello permitirá a los emisores discernir si la relación riesgo-remuneración es proporcionada o adecuada al mercado al que se dirige.

- b. Es una buena práctica que las pruebas sean realizadas de forma independiente y que los emisores auditen los resultados de las pruebas, manteniendo un registro de los mismos a disposición de las autoridades competentes. Además, es buena práctica considerar en las pruebas entornos económicos extremos (“*stress testing*”) y valoraciones cuantitativas de los riesgos externos.
- c. Es buena práctica que los distribuidores se aseguren de que comprenden los resultados de las pruebas y de su comportamiento en las distintas simulaciones y escenarios, así como que los analicen críticamente.

4. Mercado al que se dirige

- a. Es una buena práctica que los emisores identifiquen adecuadamente el potencial mercado al que se pretende dirigir el producto.
- b. Es una buena práctica que los distribuidores identifiquen y analicen adecuadamente el mercado al que se dirige cada SRP que pretenden distribuir. Ello implica que establezcan cómo y a quién distribuirán cada SRP, lo que no sustituye la obligación de evaluar la idoneidad de los productos impuesta por la normativa MIFID.
- c. Es buena práctica que las firmas de inversión tomen en consideración los eventuales límites de liquidez de los mercados secundarios, de forma que los SRPs sólo se dirijan a inversores que respondan a las características de los SRPs en términos de liquidez.

5. Estrategia de distribución

- a. Es una buena práctica que los emisores y distribuidores den prioridad al mejor interés del inversor en su estrategia de distribución, lo que implica que tomen en consideración los riesgos que puedan surgir del mecanismo de distribución utilizado. Si la distribución no la lleva a cabo el emisor éste deberá adoptar políticas y procedimientos sobre su relación con el distribuidor.
- b. Es buena práctica que los distribuidores requieran información suficiente de los emisores, y que realicen su propio análisis del SRP.
- c. Cuando revisen la información facilitada por el emisor, es buena práctica que el distribuidor:
 - i. Considere si el cliente comprende los documentos informativos entregados;

- ii. Solicite información adicional o formación si es necesario para comprender adecuadamente el producto;
- iii. No distribuya el producto si no lo comprende suficientemente.

6. Valoración a la fecha de emisión y transparencia de costes

- a. Es buena práctica que el emisor fije el valor del SRP en la fecha de emisión y lo ponga a disposición, directa o indirectamente, de los inversores minoristas. Asimismo, es una buena práctica que el valor se determine mediante las metodologías utilizadas para el diseño y en las pruebas del SRP y también con las utilizadas para la valoración de la propia cartera del emisor.
- b. Es buena práctica que el valor se determine utilizando estándares generalmente reconocidos y aceptados en el mercado. Por ejemplo, de acuerdo con IFRS 13 mediante el criterio del “valor razonable”, o mediante el criterio del “valor intrínseco”.
- c. Es una buena práctica que los distribuidores, antes de distribuir el SRP, analicen críticamente y verifiquen su valor (si es necesario, con la ayuda de un tercero cualificado).

7. Mercado secundario y reembolso

- a. Cuando los SRPs no sean negociados en un mercado secundario con liquidez, es una buena práctica que las firmas ofrezcan oportunidades de reembolso anticipado a inversores que puedan necesitar vender el producto antes de la fecha de vencimiento, así como dar la difusión adecuada a tales condiciones de reembolso.
- b. Es una buena práctica que se determinen los precios de reembolso utilizando metodologías objetivas y predeterminadas y que se informe con antelación al inversor de dichos precios.
- c. Es una buena práctica que, cuando exista un mercado secundario (que no sea un mercado regulado) para el SRP, las firmas adopten políticas y procedimientos de identificación y gestión de todos los riesgos relevantes vinculados a cotización en ese mercado secundario.
- d. Es una buena práctica que las firmas faciliten información adecuada sobre los costes asociados al reembolso del SRP, incluidos recargos por reembolso anticipado.

- e. Es una buena práctica que los emisores adopten las medidas y los controles necesarios para garantizar, al vencimiento del SRP, la corrección del cálculo de la remuneración final.
- f. Es una buena práctica que las firmas anuncien el reembolso antes del vencimiento y que faciliten con tiempo suficiente las diferentes opciones de reinversión ofrecidas.

8. *Proceso de revisión*

- a. Es una buena práctica que los emisores reúnan periódicamente información apropiada sobre el comportamiento del SRP. Esto permitirá mejorar el diseño y creación de SRPs en desarrollo.
- b. Si existe una diferencia significativa entre el rendimiento real del producto y el esperado, es una buena práctica que las firmas cuenten con sólidos sistemas y controles que les permitan entender dichas diferencias y, si es necesario, revisar los acuerdos de gobernanza. Además, es una buena práctica que las firmas determinen qué acciones deben adoptarse para mitigar el perjuicio ocasionado a los inversores cuando un SRP no se haya comportado conforme a lo esperado.