



Presidentes de AEB, CECA, UNACC, AECR y FOGAIN

Madrid, 7 de mayo de 2009

Asunto: *Condiciones de comercialización de instrumentos financieros del mercado de valores*

Como consecuencia de la situación actual de los mercados y la necesidad de las entidades de obtener recursos, se han registrado recientemente en la CNMV un número creciente de emisiones de entidades financieras que se han colocado básicamente a inversores minoristas a través de su propia red comercial. Las entidades financieras también colocan emisiones dirigidas al público minorista que no se verifican previamente en la CNMV, al no tener la consideración de oferta pública, o al beneficiarse del pasaporte comunitario. Tanto las emisiones revisadas como las no verificadas previamente por la CNMV, así como el resto de instrumentos financieros, deben comercializarse cumpliendo los requisitos de información previstos en la Ley del Mercado de Valores (LMV) y disposiciones normativas que la desarrollan para conseguir una adecuada protección de los inversores.

En la carta remitida el pasado 17 de febrero, relativa a la verificación de emisiones de renta fija destinadas a minoristas, se informaba de que la CNMV tenía la intención de continuar en la línea de refuerzo de las tareas de supervisión en este ámbito y maximizar la difusión pública de criterios que constituyen buenas prácticas en el mercado de valores.

Teniendo en cuenta lo anterior, las modificaciones introducidas en nuestra normativa como consecuencia de la transposición de la MiFID, así como la experiencia adquirida en los últimos años en la supervisión de los procesos de comercialización, y en cumplimiento de lo previsto en el Plan de Actividades de la CNMV del ejercicio 2009, se exponen a continuación una serie de consideraciones y pautas sobre buenas prácticas en relación con la prestación de servicios de inversión sobre instrumentos financieros que la CNMV viene aplicando en el ejercicio de sus labores de supervisión:

1. Distinción asesoramiento / comercialización. Los servicios de asesoramiento en materia de inversiones y el de colocación o venta de productos financieros presentan importantes diferencias que obligan a que se establezca una frontera clara entre ambas actividades, de manera que el nivel de protección que recibe el inversor se adecue al servicio efectivamente prestado y no exista ambigüedad para el cliente sobre el servicio que está recibiendo.

El asesoramiento en materia de inversiones puede realizarse tanto a iniciativa de la entidad como del inversor e implica una recomendación personalizada, que debe considerar no sólo los conocimientos y experiencia del inversor, sino además su objetivo de inversión y situación financiera, teniendo en cuenta aspectos como la rentabilidad esperada y los costes de la inversión. Por ello, supone un claro valor añadido para el inversor respecto a la comercialización o colocación de productos financieros (con independencia de que su coste pueda ser soportado directa o indirectamente por el inversor, siempre que se respete, en su caso, la normativa sobre incentivos).

Sin embargo, la experiencia recabada por la CNMV desde la aplicación de la MiFID apunta a que la actividad de asesoramiento declarada y reconocida por las entidades pudiera ser inferior a la realmente existente. En efecto, las recomendaciones personalizadas para la adquisición de un determinado producto financiero sin ajustarse al marco legal previsto para las relaciones de asesoramiento, pudieran constituir una práctica frecuente en la relación con la clientela a través de la amplia red de oficinas de que disponen las entidades financieras. Por ello, resulta importante reforzar los procedimientos relativos a:

1.1 Documentación contractual del asesoramiento. Para que haya asesoramiento en materia de inversiones la normativa no requiere que exista un contrato por escrito entre la entidad y el inversor, aunque parece necesario exigir que las dos partes que intervienen en el servicio conozcan y acepten que su relación consiste precisamente en la prestación de este servicio de inversión y no de otro.

En todo caso, de acuerdo con lo previsto en el segundo párrafo del artículo 79 ter de la LMV, deberán constar por escrito o de forma fehaciente las recomendaciones personalizadas, que deberán ser objeto del correspondiente registro según establece la letra e), apartado 1, del artículo 70 ter de la LMV.

1.2 Procedimientos internos. Las entidades deberán contar con sistemas de información al personal de la red comercial y medidas de control interno adecuados para que la relación con la clientela no presente confusiones ni ambigüedades en este sentido, de manera que el inversor tenga claro el servicio que se le está prestando y la posición de la entidad que se lo presta (bien como su asesor, o bien como mero intermediario/distribuidor).

Ello permitiría que todos los inversores que efectivamente reciben una recomendación personalizada puedan beneficiarse del procedimiento de evaluación de idoneidad que les otorga la Ley. Por el contrario, aquellos inversores que no reciban asesoramiento en materia de inversiones, podrán reconocer con toda claridad (y sin ninguna duda generada por la actuación de la entidad) la parte de responsabilidad que asumen al tomar sus propias decisiones de inversión, sin que medie una recomendación personalizada, y sin que, por tanto, se tengan en cuenta por la entidad que le presta el servicio sus objetivos de inversión ni su situación financiera.

2. Sobre la información a transmitir a los clientes. Tal como establecen los artículos 62 y 64 del Real Decreto 217/2008, las entidades que prestan servicios de inversión deberán proporcionar a sus clientes, una explicación de las características y de los riesgos inherentes a los instrumentos financieros de una manera suficientemente detallada para permitir que el cliente pueda tomar decisiones de inversión fundadas, teniendo en cuenta su clasificación como minorista o profesional. Esta información debe proporcionarse a los clientes con antelación suficiente a la prestación del servicio en cuestión. La existencia de comunicaciones comerciales no sustituye el cumplimiento de esta obligación.

Resulta, por tanto, apropiado que la documentación que las entidades utilicen para informar al cliente sobre las características y riesgos del instrumento financiero incluya un apartado específico que recoja de forma comprensible los riesgos que afectan al producto. Asimismo, es importante realizar todos los esfuerzos posibles para que la documentación esté redactada de forma clara y breve, en lenguaje llano, de forma que resulte comprensible para el tipo de inversor al que se dirige. Cuando las entidades elaboren un folleto de la emisión, el resumen de éste (en formato de tríptico) deberá utilizarse como vía para informar a los clientes y tendrán en cuenta estas pautas en su elaboración.

Con el fin de reforzar esta obligación de información y dar adecuado cumplimiento a lo previsto en la normativa, se consideran adecuadas las siguientes prácticas:

- o Que la entidad conserve un ejemplar del documento informativo entregado y firmado, en su caso, por el cliente, en línea con lo establecido en las Normas 4ª y 5ª de la Circular 4/2008, relativas a la remisión y acreditación de la información legal preceptiva en el caso de IIC.
- o Para productos complejos, que el cliente firme y la entidad conserve adicionalmente un documento aparte en el que se recojan de forma muy clara y concisa sus principales riesgos, de forma similar a como establece la Norma 12ª de la Circular 1/2006 sobre Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre. Será un documento breve, por lo que se considera adecuado que no ocupe más que una cara de un folio. El refuerzo informativo a que se refiere este párrafo también podrá realizarse, sin necesidad de recabar un documento aparte firmado por el inversor, si el documento informativo (tríptico, en su caso) entregado al cliente incluye una advertencia inicial con un contenido similar al indicado en este punto (por ejemplo por haber sido requerido con motivo del registro del folleto de emisión), siempre que: i) deje inmediatamente a continuación de la advertencia un espacio apropiado para recoger su firma y, ii) la entidad conserve un ejemplar firmado.

Lo señalado en el punto anterior también será aplicable cuando según las pautas transmitidas por la CNMV en la carta de 17 de febrero de 2009 anteriormente referida, el precio efectivo de colocación al inversor de una emisión no verificada por la CNMV, con independencia de que se trate de un instrumento complejo o no complejo, se desvíe de forma significativa del precio que podría obtenerse en el segmento institucional o en mercados secundarios mayoristas.

En tales supuestos se deberá informar al inversor de las condiciones desfavorables de la emisión atendiendo al deber de actuar con diligencia y transparencia en interés de los clientes que recoge el artículo 79 de la LMV. Se considera adecuado que dicha información se efectúe en la forma indicada en el párrafo anterior.

Todo ello sin perjuicio, en su caso, de la obligación de información sobre las comisiones o incentivos que perciba la entidad comercializadora.

Estas prácticas no eximen a la entidad de informar verbalmente al cliente de forma adecuada, cuando sea necesario, de todos los aspectos relevantes sobre el producto, teniendo en cuenta los riesgos inherentes al mismo y el tipo del cliente al que se ofrece o solicita el instrumento.

3. Sobre los modelos de órdenes. Respecto a los modelos de orden de suscripción de los instrumentos financieros sujetos a la oferta, se recuerda que las órdenes deben ser claras y precisas en su alcance y sentido, de forma que tanto el ordenante como el receptor conozcan con exactitud sus efectos.

No resulta apropiado que las órdenes incluyan advertencias genéricas como medio de acreditación del cumplimiento de las obligaciones de proporcionar a los clientes información adecuada sobre las características y riesgos del producto.

4. Sobre los procedimientos internos. En relación con la información que las entidades transmitan a su red comercial para la colocación de los valores objeto de la emisión, se consideran adecuadas las siguientes prácticas:

- Que sea un documento breve, que se transmita a la red de forma separada y específica para cada producto, constituyendo un documento básico de consulta.
- Que recoja claramente la categoría o nivel de riesgo global asignado al producto, así como un apartado específico que detalle los riesgos del mismo, destacando los más significativos, de forma que se puedan transmitir y explicar con claridad a los clientes. Se identificará, asimismo, el producto como complejo o no complejo.
- Que incida en que la información sobre las características y riesgos del producto debe proporcionarse al cliente con antelación suficiente a la contratación y poner a su disposición el folleto de la emisión, en su caso.
- Que detalle el tipo de cliente al que va dirigido y determine claramente bajo qué tipo de servicio de inversión se va a colocar el producto. Establecerá procedimientos para que, de acuerdo con lo previsto en el artículo 63.1.g) de la LMV, sólo se realice una recomendación personalizada en el ámbito del servicio de asesoramiento en materia de inversión.
- Que haga mención a la necesidad de evaluar la idoneidad o conveniencia en función del tipo de servicio que se preste tal como establece el artículo 79 bis de la LMV. En caso de que sea procedente evaluar la conveniencia se tendrán en cuenta las siguientes consideraciones:

- o Para productos no complejos, no puede asumirse que la iniciativa siempre es del cliente (y que, por tanto, no es necesario evaluar la conveniencia).

Sólo cabe considerar que la adquisición de un instrumento financiero no complejo se realiza a iniciativa del inversor en aquellos casos en que el cliente solicita la realización de una operación concreta, sin que haya existido un contacto previo personal con el mismo en relación con el instrumento adquirido.

Por otra parte, no resulta apropiada la utilización generalizada de cláusulas o escritos en los que el cliente admita haber asumido la iniciativa. Ello es especialmente claro en determinados casos como en emisiones colocadas principalmente entre la propia clientela del emisor y en las que se ha realizado una importante campaña de venta.

- o Es especialmente relevante el cumplimiento riguroso de la normativa vigente sobre evaluación de conveniencia. En particular, en el caso de que su resultado sea que el producto no es conveniente para el cliente, resulta adecuado extremar la diligencia y por tanto, indicárselo al cliente, reforzando la información sobre las características de estos instrumentos financieros y sus riesgos asociados con carácter previo a la suscripción, especialmente de aquéllos que, a juicio de la entidad, hacen que el producto no sea conveniente para el cliente. No obstante, el cliente podrá, previa advertencia escrita de que el producto no es adecuado, formalizar la adquisición si así lo decide. En esta advertencia, que, en caso de que se incorpore a la orden se presentará en un tamaño de letra al menos igual al utilizado en el texto principal de la misma, no resulta apropiado incluir afirmaciones genéricas cuyo objetivo sea acreditar el cumplimiento de la obligación de informar al cliente de los riesgos asociados a la inversión.

Como complemento a la información transmitida a la red en el ámbito de la colocación de productos concretos, se considera necesario y relevante para la adecuada prestación de servicios financieros, la implantación de planes formativos a los empleados sobre la normativa de aplicación, así como sobre la naturaleza y características de los distintos tipos de instrumentos financieros que la entidad ofrece a sus clientes.

Estas pautas van encaminadas a asegurar un adecuado cumplimiento de la normativa de aplicación y reforzar la protección de los inversores. Con carácter general, resultan de aplicación a la comercialización de instrumentos financieros a clientes minoristas. La CNMV, dentro de sus competencias de supervisión del cumplimiento de las normas de conducta en los mercados de valores, incluye la revisión de estas prácticas en sus actuaciones de supervisión. Por todo ello le ruego que dé traslado de esta carta a sus asociados.

Muy atentamente,

José María Marcos Bermejo
Director General de Entidades