



Gestión del riesgo en el diseño y comercialización masiva de instrumentos financieros con políticas corporativas de gobierno de producto

José Luis Blanco Pérez

Abogado

Extracto

Las entidades financieras están en continuo desarrollo de sus políticas corporativas con el fin de gestionar y mitigar los riesgos aparejados a la actividad bancaria. Hay múltiples riesgos que subyacen en el ejercicio de esa actividad social, pero uno es especialmente destacable a los efectos de una correcta gobernanza de productos, como es el riesgo regulatorio o legal. La gobernanza de productos es un sistema de control de productos y servicios, basado en el principio de autorregulación normativa, que las entidades financieras tienen que establecer y hacer cumplir internamente con la finalidad de controlar completamente el ciclo de vida de un instrumento financiero: desde su diseño hasta la venta masiva al público destinatario.

Palabras clave: gobierno de producto; banca privada; instrumentos financieros; gestión del riesgo; MIFID.

Fecha de entrada: 24-03-2020 / Fecha de aceptación: 05-05-2019

Cómo citar: Blanco Pérez, J. L. (2020). Gestión del riesgo en el diseño y comercialización masiva de instrumentos financieros con políticas corporativas de gobierno de producto. *Revista CEFLegal*, 234, 71-90.



Risk management in investment products' design and massive selling with corporate policies of product governance

José Luis Blanco Pérez

Abstract

Financial entities are in continuously development of their corporate policies in order to manage and mitigate risks associated to banking activity. Banks have to address multiple risks indeed but there is a risk that stands out among others when it comes to product governance: regulatory and legal risk. Product governance is a system of oversight and control of product and services, based on the principle of self-regulation, that it must be implemented. Financial entities have to establish and make employees comply with an internal approval process of new products and also entities must monitor the whole lifecycle of any product: from its design until the massive selling to the target market.

Keywords: product governance; private banking; investment products; risk management; MiFID.

Citation: Blanco Pérez, J. L. (2020). Gestión del riesgo en el diseño y comercialización masiva de instrumentos financieros con políticas corporativas de gobierno de producto. *Revista CEFLegal*, 234, 71-90.





Sumario

1. Introducción
2. Marco normativo europeo y español
3. Marco cuasinormativo y *soft law*
4. Definición de un público objetivo (*target market*)
5. *Stress test* o pruebas de simulación
6. Conclusiones

Referencias bibliográficas

1. Introducción

La reputación y la confianza son dos cimientos fundamentales del buen funcionamiento de los mercados financieros. Valores éticos que no son ajenos a los comportamientos que encontramos en el seno de las relaciones contractuales entre entidades financieras y sus clientes, en los comportamientos en el ámbito interno de las entidades intervinientes en los mercados y, por último, en los comportamientos indebidos y sancionables que, por su gravedad, pudieran ser constitutivos de reproche penal. Los códigos de conducta han funcionado como antesala de la penetración de la ética en el ordenamiento jurídico, es decir, a través de la autorregulación corporativa.

Sin embargo, la crisis financiera de 2008 ha puesto de manifiesto que, a veces, la mera aplicación por sí solo de un código de conducta interno para la prestación de servicios de inversión a clientes puede ser insuficiente para asegurarse de que las entidades financieras cumplan con su deber de actuar en el mejor interés del cliente.

La Directiva MiFID I¹, que entró en vigor el 1 de noviembre de 2007, conllevó la modernización de los mercados financieros, al tiempo que reforzó la protección al inversor, mejoró las potestades supervisoras de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y fomentó –y sigue fomentando– la cooperación entre los distintos supervisores de la Unión Europea. Sin embargo, por entonces, el aumento del número de inversores que participan en los mercados financieros, donde encontraban una gama mucho más compleja de servicios e instrumentos, el devenir de la crisis financiera, la detección por parte de los diferentes organismos reguladores internacionales de puntos débiles en el gobierno corporativo de una serie de entidades financieras y, en definitiva, las sucesivas reformas y desarrollos sobre MiFID I imponían con carácter de evidencia a los poderes públicos la necesidad de extender, ampliar y refundir la normativa de aplicación.

La Directiva MiFID II² fue el resultado de ese encargo, puesto que vino a satisfacer esas imperiosas necesidades del momento. Esta directiva fue transpuesta en España mediante real decreto-ley con más de un año de retraso. MiFID II introduce más exigencias en ma-

¹ Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID I).

² Directiva 2014/65/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 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 (MiFID II).

teria de transparencia, que tienen por finalidad aumentar la protección al inversor; entre otras, exige un minucioso control de todas las fases del ciclo de vida de productos y servicios financieros, y trata de asegurarse de que las entidades financieras, las cuales crean y comercializan productos financieros, actúan en el mejor interés del cliente.

Para conseguir este propósito, MiFID II y las normas de desarrollo obligan a implementar un sistema de gobernanza de productos en el seno de las entidades financieras basado en el principio de autorregulación normativa. Este sistema de gestión del riesgo debe reflejarse en una política corporativa de obligado cumplimiento por los integrantes de la entidad financiera, que debe desarrollar un proceso de aprobación de productos por cada nuevo instrumento financiero que la entidad origine o para insertar modificaciones sustanciales en instrumentos previamente aprobados.

Con la implementación del proceso de aprobación de nuevos productos, MiFID II viene a rediseñar la relación existente entre intermediarios y clientes, porque obliga a las entidades intermediarias a internalizar esta relación en sus políticas de gobierno corporativo. Esto es así debido a que el interés del cliente asume una mayor preponderancia, un papel central en todo el ciclo de vida del instrumento financiero, es decir, desde su creación hasta su comercialización.

Los atributos del cliente juegan –más que nunca– un rol fundamental desde la fase inicial de creación de un instrumento financiero. De hecho, los productos financieros deben ser diseñados para cumplir con las necesidades del público objetivo positivo y con los objetivos de cada instrumento financiero. La implementación de un procedimiento de aprobación de nuevos productos ha causado un gran impacto burocrático –pero sumamente relevante– en las entidades intermediarias, porque provoca una redefinición de roles, una asignación de nuevas tareas y la asunción de mayores responsabilidades.

Hecha esta reflexión, traslado al lector que el objetivo de este trabajo es doble. Por un lado, el de destacar las principales características de un sistema de gobernanza de productos y subrayar los esfuerzos que las entidades financieras han tenido –o tienen– que hacer frente para poder cumplir con este nuevo marco normativo.

El segundo objetivo, como consecuencia del vacío o falta de bagaje doctrinal en esta concreta materia, es el de ofrecer al lector unas líneas maestras teóricas –que derivan de una experiencia plenamente profesional y práctica– con el fin de que permitan el correcto entendimiento de este nuevo ecosistema de gobernanza de productos.

2. Marco normativo europeo y español

La aprobación de MiFID I constituyó un punto de inflexión en materia de protección a los inversores porque las autoridades europeas han ido reforzando la protección del cliente a todo tipo de productos financieros, incluyendo los típicamente bancarios o de seguros.

Que las entidades financieras deban elaborar un procedimiento de gobierno de producto que ordene, sistematice y controle el ciclo de vida de los productos y servicios financieros nace de los artículos 16.3 y 24.2 de MiFID II y de los artículos 9 (referido a «fabricante») y 10 (referido a «distribuidor») de la Directiva Delegada de MiFID II³.

La entidad fabricante (*manufacturer*) significa, conforme al considerando 15 y el artículo 9.1 de la Directiva Delegada de MiFID II, la entidad que fabrica un instrumento financiero, es decir, la creación, desarrollo, emisión o diseño de un producto, incluso cuando asesora a sociedades emisoras sobre el lanzamiento de un nuevo producto.

La entidad distribuidora (*distributor*) significa, conforme al considerando 15 y el artículo 10.1 de la Directiva Delegada de MiFID II, la entidad que ofrece, recomienda o comercializa productos y servicios de inversión a un cliente.

Ambos roles pueden recaer en una misma entidad, aunque no necesariamente, porque pueden existir comercializadores pero que no sean fabricantes, o bien fabricantes que sean empresas del mismo grupo societario o ser ajenos al grupo societario de la entidad comercializadora. En este último caso, el consejo de administración de cada entidad debe aprobar una política corporativa de gobierno de producto y velar por su cumplimiento en toda la entidad.

Este articulado *per se* es insuficiente y solo establece unas directrices como mínimo común denominador o de mínima armonización. Los Estados miembros de la Unión Europea tuvieron –y tienen si no lo hicieron ya– el deber de transponer el derecho originario de la Unión a sus respectivos ordenamientos jurídicos nacionales, en tanto que la directiva, como norma de resultado, no instruye sobre elementos formales o materiales del proceso de gobernanza de productos.

El Gobierno de España hizo los deberes, aunque muy tardíamente y bajo amenaza y propuesta de sanción por parte de la Comisión Europea. El resultado es un parco e incompleto texto que apenas entra en desarrollo, motivado por la urgencia de la transposición: el Real Decreto-Ley 14/2018, de 28 de septiembre, por el que se modifica el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre (en adelante, Real Decreto-Ley 14/2018).

Este Real Decreto-Ley 14/2018 transpone las primeras directrices en cuanto al diseño y comercialización de productos financieros por parte de empresas de servicios de inversión

³ Directiva Delegada (UE) 2017/593 de la Comisión Europea, de 7 de abril de 2016, por la que se complementa la Directiva 2014/65/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que respecta a la salvaguarda de los instrumentos financieros y los fondos pertenecientes a los clientes, las obligaciones en materia de gobernanza de productos y las normas aplicables a la entrega o percepción de honorarios, comisiones u otros beneficios monetarios o no monetarios.

(articulado 47 del Real Decreto-Ley 14/2018 que introduce el artículo 208 ter en la vigente versión consolidada de la Ley de Mercado de Valores)⁴.

Esta transposición, concretamente este artículo 208 ter, es, si no fuera por unos matices necesarios de retoque, un plagio al apartado 2.º del artículo 24 de la Directiva Europea MiFID II. Este hecho pone de manifiesto que el legislador, una vez más, ha recurrido a la técnica legisladora del decreto-ley para elaborar una transposición de mínimos que evitara la sanción propuesta por la Comisión Europea en su demanda ante el TJUE por el retraso indebido en la transposición de la directiva y el consecuente desprestigio de las cortes legisladoras.

En virtud del artículo 208 ter y la disposición final cuarta del Real Decreto-Ley 14/2018, se faculta al Gobierno para dictar las normas reglamentarias que estime oportunas con el fin de desarrollar lo dispuesto en ese real decreto. Hasta ahora, esto se traduce en una reglamentación parcial con el Real Decreto 1464/2018, de 21 de diciembre (en adelante, Real Decreto 1464/2018).

El Real Decreto 1464/2018 tampoco hace uso del desarrollo reglamentario, al menos en cuanto se refiere a la gobernanza de productos, que únicamente alude en el preámbulo y en el artículo 30 sexies titulado como «Otras medidas de organización interna».

En ambas secciones se establece la obligatoriedad de que las empresas de servicios de inversión que diseñen instrumentos financieros para su comercialización a clientes deberán implementar, mantener, gestionar y revisar un proceso previo de aprobación de cada instrumento para identificar un mercado de clientes finales a los que se dirigirá el instrumento

⁴ «Artículo 208 ter. *Diseño y comercialización de productos financieros.*

1. Las empresas de servicios y actividades 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 definido de clientes finales dentro de la categoría de clientes pertinentes. Asimismo, deberán garantizar que la estrategia de distribución de los instrumentos financieros sea compatible con el mercado destinatario definido, debiendo adoptar asimismo medidas razonables para garantizar que el instrumento se distribuya en el mercado destinatario definido.

2. Las empresas de servicios y actividades de inversión deberán comprender las características de los instrumentos financieros que ofrecen o recomiendan valorar la compatibilidad de los mismos con las necesidades de los clientes a quienes prestan servicios y actividades de inversión, teniendo en cuenta asimismo el mercado destinatario definido de los clientes finales a que se refiere el apartado anterior, y garantizar que los instrumentos se ofrezcan o comercialicen únicamente cuando ello redunde en interés del cliente.

3. Reglamentariamente se desarrollarán las obligaciones en materia de vigilancia y control de productos financieros previstos en este artículo para las empresas de servicios y actividades de inversión que produzcan y distribuyan instrumentos financieros. La CNMV podrá precisar los procedimientos y factores a considerar para la determinación del mercado destinatario de los instrumentos financieros, así como los procesos y sistemas que las entidades deberán implementar para garantizar razonablemente que los productos se distribuyan al mercado destinatario identificado».

y las adaptaciones significativas de los instrumentos existentes antes de su comercialización o distribución a los clientes.

Hasta el momento hemos destacado la normativa referente a productos de inversión, pero existe regulación europea en materia de gobernanza para productos de seguro. La Directiva (UE) 2016/97 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de enero de 2016, sobre la distribución de seguros (en adelante, la Directiva UE sobre la distribución de seguros) establece normas relativas al acceso a las actividades de distribución de seguros y reaseguros, y al ejercicio de las mismas dentro de la Unión Europea, tanto de los seguros de vida con componente de inversión (p. ej. *unit-linked*, rentas vitalicias y PIAS) como de los seguros de vida sin componente de inversión; también se subsumen en esta regulación los seguros de no vida (p. ej. seguros de salud, accidentes, sobre vehículos a motor, etc.). Únicamente quedan excluidos los seguros sobre grandes riesgos (art. 25.4 Directiva UE sobre la distribución de seguros).

El artículo 25 de la Directiva UE sobre la distribución de seguros establece directrices de control de productos de seguro y requisitos en materia de gobernanza. La directiva exige, bajo criterios de proporcionalidad y adecuación, que las compañías de seguros, así como los intermediarios que diseñen productos de seguro para su comercialización a clientes, mantengan, gestionen y revisen un proceso para la aprobación de nuevos productos o para aprobar las adaptaciones significativas de los productos de seguro existentes antes de su puesta en comercialización a clientes.

3. Marco cuasinormativo y *soft law*

Mediante diversos reglamentos europeos en 2010 se crearon las agencias y autoridades europeas con el objetivo de conseguir una mayor integración supervisora que superara los principios previos de mínima armonización. Entre otras, fue creada la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA), que tiene el cometido de mejorar la protección de los inversores y promover mercados financieros estables y ordenados⁵.

ESMA es una autoridad que posee potestad cuasinormativa, ejercitada por delegación, que dispone de capacidad para emitir normas administrativas y de un importante elenco de instrumentos de *soft law* dirigidos a lograr una mayor convergencia en la supervisión. La creación de esta autoridad no menoscaba las competencias de las autoridades nacionales

⁵ Las autoridades europeas de supervisión son, según Ferrán (2012), unas criaturas a medio camino entre un cuerpo intergubernamental (máximos representantes de los supervisores nacionales forman parte de la junta de supervisores, que está a cargo de la supervisión global de todo el apartado de decisiones) y supranacional (que involucra a la Comisión y al Parlamento Europeo). Esta singularidad explica la denominación de estas entidades como «autoridades», no como agencias europeas, que ha sido hasta el momento la calificación de los entes de ejecución, habitualmente bajo el control de la Comisión Europea.

que mantienen la competencia de supervisión diaria de los mercados, no obstante, ESMA actúa directamente en supuestos excepcionales referidos a diferencias entre reguladores o en caso de un fragante incumplimiento del derecho de la Unión (p. ej. ESMA dispone de facultades para restringir o prohibir la publicidad, distribución o venta de productos financieros de conformidad con el artículo 40 MiFID)⁶. Lo relevante, por tanto, para lograr un mayor desarrollo y convergencia supervisora son los instrumentos como las guías, las recomendaciones o los *peer review*.

ESMA centra su competencia en lo que MiFID I y II definen como productos de inversión, que engloba a los instrumentos financieros (apartado 15 del artículo 4.1 de MiFID II) y a los depósitos estructurados (apartado 43 del artículo 4.1 de MiFID II).

A semejanza de las competencias de que dispone ESMA, encontramos la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés) y la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA, por sus siglas en inglés), que también han extrapolado esta visión de gobernanza a los productos y servicios bancarios y de seguros, respectivamente, mediante instrumentos de *soft law*.

La piedra angular de las nuevas exigencias de protección al cliente tiene su origen en un documento elaborado conjuntamente por las tres autoridades financieras europeas (ESA, European Supervisory Authorities), emitido el 28 de noviembre de 2013 y denominado *Joint Position of the European Supervisory Authorities on Manufacturers' Product Oversight & Governance Processes* (JC-2013-77), que establece las bases y principios sobre los cuales las autoridades establecerán sus regulaciones.

En este sentido cabe resaltar que ESMA, en el ejercicio de su potestad, ha publicado, entre otros⁷, los siguientes documentos en materia de gobernanza de productos:

- *Informe Final de sus directrices sobre los requisitos de MiFID II en materia de gobernanza de productos*, de fecha de 2 de junio de 2017⁸. Este informe final es el resultado a una consulta pública de ESMA el 5 de octubre de 2016. Da explicación a las respuestas recibidas por parte de las autoridades y operadores económicos; aparte de ello, incorpora y desarrolla aspectos como la relación coste-beneficio de implementar un sistema de gobernanza de productos.

⁶ 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.

⁷ ESMA: Opinion on Structured Retail Products - Good practices for product governance arrangements, 27 March 2014 (ESMA/2014&332).

⁸ ESMA: Final Report Guidelines on MiFID II product governance requirements, 2 June 2017 (ESMA35-43-620).

- *Directrices sobre los requisitos de gobernanza de productos en virtud de MiFID II*, de fecha 5 de febrero de 2018⁹. Estas directrices promueven una mayor convergencia en la implementación y aplicación de los requisitos de MiFID II en materia de gobernanza de productos. Están dirigidas tanto a las autoridades nacionales como a los operadores económicos del mercado. En concreto, establece las categorías mínimas de público objetivo y reglas que las entidades deben adoptar y que desarrollaremos en las siguientes páginas.

Para productos y servicios de naturaleza bancaria (p. ej. depósitos de ahorro, depósitos a la vista, préstamos de garantía personal o hipotecaria, etc.) la EBA ha publicado las Directrices sobre procedimientos de gobernanza y vigilancia de productos de banca minorista de 22 de marzo de 2016¹⁰ y las Directrices sobre gobierno interno adoptadas como propias por el Banco de España en fecha de 18 de mayo de 2018¹¹ (Directrices 147 a 152). Ambos textos son homólogos a los dictados hasta ahora por ESMA en cuanto a las características que debe reunir una correcta gobernanza de productos e identificación de público destinatario del producto o servicio.

En cuanto a seguros, EIOPA ha publicado una regulación muy similar, las Directrices sobre gobernanza de producto de 31 de octubre de 2013¹² y las Directrices preparatorias relativas a los procedimientos de gobernanza y vigilancia de productos para las empresas de seguros y los distribuidores de seguros de 6 de abril de 2016¹³.

Toda esta regulación normativa y de *soft law* se aplica a cualquier producto o servicio de naturaleza bancaria, de seguro o de inversión que sea comercializado masivamente o, incluso, para determinadas operaciones excepcionales con un cliente individual.

4. Definición de un público objetivo (*target market*)

Hasta ahora, la adecuación del producto al cliente destinatario se hacía solo para los productos de inversión complejos con la realización de un test de idoneidad y de conveniencia. Tras la entrada en vigor de MiFID II, las entidades fabricantes deben elaborar unas

⁹ ESMA: Guidelines on MiFID II product governance requirements, 5 February 2018 (ESMA35-43-620).

¹⁰ EBA: Directrices sobre procedimientos de gobernanza y vigilancia de productos de banca minorista de 22 de marzo de 2016 (EBA/GL/2015/18).

¹¹ BdE: con fecha de 18 de mayo de 2018 adopta las Directrices sobre gobierno interno (EBA/GL/2017/11)

¹² EIOPA: Directrices sobre Gobernanza de Producto de fecha 31 de octubre de 2013 (EIOPA_CP_13/08 ES).

¹³ EIOPA: Directrices preparatorias relativas a los procedimientos de gobernanza y vigilancia de productos para las empresas de seguros y los distribuidores de seguros de 6 de abril de 2016 (EIOPABoS16/071 ES).

instrucciones de venta de sus productos de inversión, debiendo elaborar una evaluación previa a la venta sobre la solvencia y características del cliente.

La obligación del distribuidor de identificar el mercado destinatario real y de garantizar que un producto se distribuya de acuerdo con dicho público objetivo no se sustituye por una evaluación de idoneidad o de conveniencia, sino que definir el público objetivo servirá de control *ex ante*, sin perjuicio de la evaluación que a *posteriori* debiera hacerse.

El público objetivo (*target market*) tiene una doble vertiente, la positiva y la negativa:

- *Público objetivo positivo*: La entidad debe delimitar el público destinatario al que va a dirigirse proactivamente con la distribución de su producto o servicio financiero sobre una base cuantitativa y cualitativa. Además, debe utilizar una lista de categorías para identificar a qué tipo de cliente se van a dirigir sus productos, realizando un análisis sobre la naturaleza y características de los mismos.
- *Público objetivo negativo*: La entidad debe acotar y limitar al público que no desea o no pueda ser cliente del producto o servicio que se pretende distribuir. Por tanto, la entidad fabricante, en primera instancia, y luego la entidad comercializadora identificarán a los grupos de clientes cuyas necesidades, características y objetivos no sean compatibles con el instrumento financiero que se pretenda distribuir.

Para ambas vertientes del público objetivo las entidades deben basarse en las cinco categorías que ESMA establece como mínimo necesario para los productos y servicios de inversión, las Directrices sobre requisitos de gobierno de productos de MiFID II, publicadas por ESMA el 2 de junio de 2017 y adoptadas por la CNMV:

1. *El tipo de cliente al que se dirige el producto*: Debe especificarse a qué tipo de cliente se dirige el producto. Esta especificación se hará de acuerdo con la categorización del cliente de MiFID de cliente minorista, cliente profesional o contraparte elegible. Esta categorización resultará aplicable cuando el producto que se presenta se le aplica la normativa MiFID.
2. *Consideración a la experiencia y conocimientos del cliente*: Para un adecuado control del público objetivo debe especificarse el conocimiento y experiencia de los clientes destinatarios sobre los elementos esenciales del producto de inversión, tales como el tipo de producto, las características del producto, el conocimiento sobre áreas relacionadas y la consideración del número de operaciones e importes de inversiones previas.
3. *Situación financiera con especial atención a la capacidad de soportar pérdidas*: La empresa especificará el porcentaje de pérdidas que los clientes destinatarios estarán dispuestos a soportar y si existen obligaciones de pago adicionales que puedan superar la cantidad invertida.

4. *Tolerancia al riesgo y compatibilidad del perfil de riesgo/rentabilidad del producto con el público objetivo*: Debe indicarse la actitud general que los clientes destinatarios deben tener en relación con los riesgos de la inversión.
5. *Objetivos y necesidades de los clientes*: La entidad fabricante especificará los objetivos de inversión y las necesidades de los clientes destinatarios para los que el producto está diseñado, incluyendo los objetivos financieros más amplios de los clientes destinatarios o la estrategia general que persiguen al invertir (p. ej. hacer referencia al horizonte de inversión estimado).

En cuanto al concepto de las necesidades de un mercado objetivo identificado de clientes finales, se encuentra especificado en los artículos 6.3 y 24.2 de MIFID II (y art. 25 de la Directiva sobre la distribución de seguros), por lo que tendrán que especificar los aspectos de inversión y expectativas del público objetivo (persona física, persona jurídica, segmento de negocio, perfil MiFID, canal de comercialización, país de residencia fiscal o domicilio social, nacionalidad, características del producto; etc.).

Además, existiría una zona gris o neutra como tercera vertiente de público objetivo. Este es el público objetivo neutro, entendido como el que no consta ni en el público objetivo positivo, porque no es deseo de la entidad dirigirse proactivamente a un determinado colectivo, pero tampoco de acotarlo en el público objetivo negativo, es decir, tampoco es un colectivo que tenga vetada o imposibilitada la contratación del producto.

Las entidades fabricantes deberán comprobar todos sus productos con la misión de ver si provocan resultados deficientes para los clientes finales y en qué circunstancias pueden darse tales resultados. Además, propondrán el tipo de servicio con el que los clientes adquirirán el producto (asesoramiento independiente o no independiente; o mera ejecución). También definirán el canal de distribución preferente (oficinas, telefónico y online, como aplicaciones móviles y páginas web).

Toda empresa de servicios de inversión que diseñe instrumentos financieros pondrá a disposición de los distribuidores toda la información adecuada sobre estos y sobre el proceso de aprobación del producto, incluyendo el público destinatario definido del instrumento financiero.

Cuando la empresa comercialice instrumentos financieros no diseñados por ella misma, contará con los mecanismos adecuados para obtener la información adecuada sobre estos y sobre el proceso de aprobación del producto, incluyendo el público destinatario definido del instrumento financiero, y para comprender las características y el público destinatario identificado de cada instrumento.

La responsabilidad última sobre la determinación del público objetivo del producto recaerá sobre la entidad distribuidora del producto de inversión. ESMA obliga a las entidades a ser específicos, utilizando la información y experiencia pasada del cliente, debiendo delimitar con espíritu crítico, en su caso, el colectivo para los que el instrumento financiero está diseñado.

La determinación del público objetivo se hará de modo proporcionado y adecuado a la complejidad del producto. El principio de proporcionalidad implica diferenciar la complejidad de los productos en escrutinio. Para identificar un mercado destinatario las entidades deben tener presente las características del producto, incluida su complejidad (como la estructura de costes y gastos), el perfil de riesgo-rentabilidad o la liquidez¹⁴, o su carácter innovador. Para productos de rentabilidad complejos, el mercado destinatario o las características que debe reunir ese público se identificarán con más concreción, mientras que para productos sencillos o comunes, el mercado destinatario deberá identificarse con menos detalle.

Sin embargo, en todos los casos, el público objetivo negativo deberá definirse con un nivel de detalle suficiente para evitar la inclusión de colectivos de inversores cuyas necesidades, características y objetivos no sean compatibles con el producto o servicio.

Para productos a medida, el público objetivo positivo del producto será generalmente el cliente que solicitó el producto por lo que, en principio, todo aquel que no sea el propio cliente estará excluido, salvo que la comercialización del producto esté prevista para otros clientes.

Por tanto, los comercializadores, que no olvidemos que son los responsables finales de establecer un público objetivo, tendrán que seguir las instrucciones otorgadas por las entidades fabricantes y solamente pueden desviarse de las indicaciones del fabricante en caso de incrementarse la protección del cliente¹⁵. Estos deberán orientar sus procedimientos de

¹⁴ De conformidad con el considerando 18 de la directiva delegada de MiFID II:

«A la luz de los requisitos dispuestos en la Directiva 2014/65/UE y en aras de la protección de los inversores, las normas en materia de gobernanza de productos deben aplicarse a todos los productos vendidos en mercados primarios y secundarios, con independencia del tipo de producto o servicio prestado y de los requisitos aplicables en el lugar de la venta. Sin embargo, tales normas pueden aplicarse de manera proporcionada, dependiendo de la complejidad del producto y del grado en que pueda obtenerse información públicamente disponible, teniendo en cuenta la naturaleza del instrumento, el servicio de inversión y el mercado destinatario. Por proporcionalidad debe entenderse que estas normas pueden ser relativamente simples para determinados productos sencillos distribuidos en régimen de mera ejecución, cuando tales productos sean compatibles con las necesidades y las características del mercado minorista general».

¹⁵ Excepción: gestión de carteras, enfoque de cartera, cobertura y diversificación:

«52. Al proporcionar asesoramiento en materia de inversión adoptando un enfoque de cartera y de gestión de carteras para el cliente, el distribuidor puede utilizar productos con fines de diversificación y cobertura. En este contexto, los productos podrán venderse fuera del mercado destinatario del producto, si la cartera en su conjunto o la combinación de un instrumento financiero con su cobertura es adecuada para el cliente.

53. La identificación de un mercado destinatario por parte del distribuidor se realiza sin perjuicio de la evaluación de idoneidad. Esto significa que, en ciertos casos, podrán producirse desviaciones permisibles entre el mercado destinatario identificado y las características de cada cliente si la recomendación o venta del producto cumple los requisitos de idoneidad realizados con una visión de cartera, así como con todos los demás requisitos legales aplicables (incluidos los relacionados con la divulgación, identificación y gestión de conflictos de interés, remuneración e incentivos).

comercialización, de cualquier tipo de productos, hacia la transparencia y suficiencia en términos de adecuación e información, en aras de transmitir, al cliente final, un producto adecuado a sus intereses.

Sin embargo, en última instancia, cuando un fabricante es una entidad no sujeta a MiFID II y, por lo tanto, no está obligada a identificar una estrategia de distribución, el distribuidor deberá definir su propia estrategia de distribución a la luz de la información sobre su cartera de clientes y sobre el tipo de servicios prestados.

En definitiva, la identificación del público objetivo debe efectuarse en una etapa embrionaria, cuando las políticas comerciales y las estrategias de comercialización de la entidad son definidas por el órgano de dirección y de manera *ex ante*, es decir, con anterioridad a la operativa diaria.

5. *Stress test* o pruebas de simulación

MiFID II y su directiva delegada, como en las distintas guías publicadas por ESMA en materia de gobernanza de productos, exigen que los productos aprobados por las entidades fabricantes y comercializadores se contemplen en un dossier de producto, esto es, un documento interno que reúna y desarrolle todas las características del producto de inversión y que, además, se incorporen unas pruebas de simulación.

Las pruebas de simulación pueden diferir en cuanto al grado de especificación de muchos factores o variables. Pueden diferir de la naturaleza e idiosincrasia del producto o servicio objeto de aprobación, de las exigencias que establezca la guía técnica de la autoridad europea competente (en nuestro análisis, de ESMA), y también depende de las propias características que definan a ese producto.

En cualquier caso, las pruebas de simulación deben consistir en el reflejo de diferentes escenarios estresados desde el punto de vista del cliente *target* que potencialmente contrata el servicio o producto en cuestión, es decir, desde el punto de vista del precio que paga el cliente o de la cantidad que invierta por ese producto o servicio.

En nuestro caso, en el ámbito de este trabajo nos referimos a los productos de inversión, como pueden ser los derivados OTC, los productos estructurados, los *unit linked*, las rentas vitalicias u otros seguros de vida con un componente de inversión.

54. El distribuidor no está obligado a notificar al productor las ventas fuera del mercado destinatario positivo si estas ventas son para fines de diversificación y cobertura y si siguen siendo adecuadas dada la cartera total del cliente o el riesgo que se está cubriendo. Las ventas de productos en el mercado destinatario negativo siempre se notificarán al productor y se informará al cliente, incluso si esas ventas son para fines de diversificación o cobertura. Además, aunque se hagan incluso con fines de diversificación, las ventas en el mercado destinatario negativo deberán ser poco frecuentes».

A continuación mostramos un análisis de las principales normas aplicables a esta concreta tipología de productos:

Normativa MiFID y guías técnicas de ESMA ¹⁶	
Requerimientos	<p>Las empresas de servicios de inversión deberán llevar a cabo análisis de escenarios de sus productos. Las pruebas de simulación (stress test) deberán evaluar los riesgos de resultados deficientes para los inversores y las circunstancias en las que dichas situaciones podrían ocurrir. Se deberán evaluar los riesgos que un rendimiento deficiente del producto pueda tener sobre el cliente y bajo qué circunstancias pueda darse (art. 9.10 directiva delegada de MiFID II). Las pruebas de simulación deberán tener en cuenta la naturaleza del instrumento financiero, el servicio de inversión y el público objetivo del producto (art. 9.1 directiva delegada de MiFID II)¹⁷.</p>
Características	<p>Las pruebas de simulación evaluarán los instrumentos financieros bajo condiciones negativas del mercado. A continuación, una lista no exhaustiva:</p> <ul style="list-style-type: none"> a) Deterioro del entorno del mercado. b) El fabricante o una tercera parte involucrada en la fabricación o el funcionamiento del producto experimenta dificultades financieras, u otro riesgo de contrapartida se ha materializado. c) El producto no es viable para su comercialización. d) La demanda del producto es mucho mayor de lo previsto, poniendo a prueba los recursos de la empresa o del mercado (art. 9.10 directiva delegada de MiFID II). <p>Se considera buena práctica que los fabricantes realicen un test de cómo se comportó el producto en el pasado y lleven a cabo simulaciones de escenarios futuros de funcionamiento del producto para evaluar si los resultados estimados del mismo cumplen con los objetivos de inversión del público objetivo. Las asunciones para llevar a cabo la prueba de simulación del producto serán objetivas y permitirán a los fabricantes evaluar si la rentabilidad/riesgo del producto es justa para el público objetivo. Se considera buena práctica que las pruebas incluyan los riesgos operativos, factores económicos extremos (stress testing) y una evaluación cuantitativa de los riesgos financieros externos (anexo 1 de ESMA <i>Opinion on Structured Retail Products - Good practices for product governance arrangements</i>)¹⁸.</p>



¹⁶ Fuente propia.

¹⁷ EBA (requerimientos): Directriz n.º 4 de directrices sobre procedimientos de gobernanza y vigilancia de productos de banca minorista de 22 de marzo de 2016. La Directriz n.º 1.5 de EBA establece que las medidas en materia de producto deberán ser proporcionales a la naturaleza y complejidad del negocio del fabricante, teniendo en cuenta el nivel de riesgo potencial para el cliente. Esta directriz es aplicable a las pruebas de simulación.

EIOPA: El objetivo es comprobar y evaluar que el producto es y será adecuado a los objetivos del público objetivo durante su ciclo de vida.

¹⁸ EBA (características): Directriz n.º 1.5 de directrices sobre procedimientos de gobernanza y vigilancia de productos de banca minorista de 22 de marzo de 2016.

Normativa MiFID y guías técnicas de ESMA¹⁶

Características (cont.)	<p>Las pruebas de simulación deben consistir en un ejercicio práctico en virtud del cual la entidad refleje diferentes escenarios estresados desde la perspectiva del cliente y del coste que pudiera comportar la asunción de los riesgos del producto. Deben descartarse las pruebas de simulación consistentes en ejercicios de rentabilidad esperada o estimada desde el punto de vista de la entidad fabricante o comercializadora.</p> <p>ESMA recomienda como buena práctica que los fabricantes mantengan un registro de los resultados de estas pruebas. Asimismo, que los distribuidores conozcan y entiendan los resultados de las pruebas de simulación realizadas por los fabricantes¹⁹.</p>
Momento	<p>Las empresas de servicios de inversión deberán llevar a cabo análisis de escenarios <i>ex ante</i>, esto es, cuando fabriquen instrumentos financieros y antes de su lanzamiento al mercado (art. 9.10 directiva delegada de MiFID II)²⁰.</p> <p>Para productos de inversión minorista vinculados y productos de inversión basados en seguros, en la práctica puede adjuntarse copia del documento de datos fundamentales para el inversor (KID, por sus siglas en inglés, <i>key investor document</i>), que es un tasado y de entrega obligada al cliente²¹.</p> <p>El DFI debe contemplar diferentes escenarios de rentabilidad desde el punto de vista del cliente y del riesgo que asume, y estos escenarios sirven como pruebas de simulación, información que ayudará al inversor en su toma de decisión sobre si le conviene invertir o no en el concreto instrumento financiero.</p>

EIOPA: Los fabricantes deben llevar a cabo estas pruebas realizando una evaluación cualitativa y, en su caso, de una manera cuantificable en función del tipo y naturaleza del producto y el riesgo relacionado de perjuicio para los clientes.

¹⁹ EBA (otras características): Los fabricantes deben realizar los cambios apropiados al producto en los casos en que los resultados de las pruebas realizadas sean negativos. (Directriz n.º 4 de EBA). La guía de EBA establece un ejemplo de pruebas de simulación relacionado a un préstamo con interés variable. En este caso, la prueba de simulación podrá incluir las obligaciones de amortización bajo ratios altos de intereses.

EIOPA (otras características): Los fabricantes no deben lanzar al mercado el producto si los resultados de la prueba de simulación y análisis de los escenarios muestran que el producto no está alineado con los intereses, objetivos y características del público objetivo. La guía de EIOPA, en el apartado correspondiente a la explicación de cada una de las directrices, incorpora una serie de preguntas que podrán tenerse en cuenta a la hora de llevar a cabo las pruebas de simulación; a modo de ejemplo: ¿qué ocurriría si las asunciones de las pruebas de simulación se modificaran? ¿Qué efectos tendría en la cobertura de la póliza en caso de que mis ingresos cambiaran? ¿Qué ocurriría en caso de que el fabricante estuviera ante dificultades financieras?

²⁰ EIOPA (momento): Las pruebas de simulación deberán realizarse antes del lanzamiento del producto al mercado, en caso de que modifique el público objetivo o antes de introducir cambios significativos en el producto. Directriz n.º 7 de las directrices preparatorias relativas a los procedimientos de gobernanza y vigilancia de productos para las empresas de seguros y los distribuidores de seguros de 6 de abril de 2016.

²¹ Reglamento (UE) 1286/2014, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de noviembre de 2014, sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista vinculados y los productos de inversión basados en seguros.

El objetivo de la realización de las pruebas de simulación de un instrumento financiero (entiéndase también para un producto bancario y de seguro) radica en sus conclusiones y cómo estos resultados pueden conjugar con el público objetivo positivo, planteado en el sentido de la potencial absorción de pérdidas.

Las pruebas de simulación pueden formularse sobre supuestos hipotéticos –de ahí el término «estresado»– con base en las propias variables del producto, que reflejen escenarios favorables, neutros o desfavorables. El enfoque de esos escenarios debe ser desde el punto de vista del cliente final y del precio/coste o inversión que el inversor medio pudiera abonar por ese producto de inversión, de tal forma que los escenarios reflejaran distintos resultados, lo ventajoso o perjudicial que puede resultar la contratación o compra de ese determinado instrumento financiero. En función de estos resultados, el órgano aprobador de la entidad podrá delimitar o acotar el público objetivo positivo y negativo, respectivamente, con el fin de mitigar riesgos de inadecuación del producto al *target market* destinatario.

A continuación se expone un ejemplo de razonamiento teórico y práctico de pruebas de simulación respecto a un producto derivado *over-the-counter*, como es la permuta financiera de tipo de interés con compra de *floor*.

Ejemplo 1

Las pruebas en este caso deben consistir en cuantificar el riesgo que pudiera tener el cliente por las pérdidas derivadas de la evolución de los tipos de interés, de manera que si en el momento de alguna de las revisiones del tipo variable, este se sitúa por debajo del tipo fijo contratado, el cliente abonará el importe correspondiente a la diferencia entre ambos tipos. En el caso de que el tipo de mercado descendiera por debajo del nivel del *floor*, las liquidaciones negativas estarían limitadas, siendo la diferencia entre el tipo fijo y el nivel del *floor*.

Los siguientes son escenarios resultados potenciales de una permuta financiera de tipos de interés con límite mínimo de nominal 100.000 euros, a un vencimiento de 5 años, con tipo fijo del 3 % y un tipo variable sin margen, con amortización del importe total a vencimiento y liquidaciones trimestrales, con un límite mínimo al 0 %.

Tipo variable	Tipo de interés del producto	Sujeto	Resultado	Liquidación trimestral
6 %	3 %	Cliente	Recibe	750 €
4 %	3 %	Cliente	Recibe	250 €
2 %	3 %	Cliente	Paga	250 €



Tipo variable	Tipo de interés del producto	Sujeto	Resultado	Liquidación trimestral
▶				
0 %	3 %	Cliente	Paga	750 €
- 1 %	3 %	Cliente	Paga	750 €

Liquidación calculada con base 30/360 para un trimestre de 90 días, y con un escenario con índice de referencia euríbor y nominales denominados en euros.

Para este ejemplo, una propuesta mitigadora de malos resultados consistiría en introducir un límite mínimo a posibles bajadas del tipo de interés. Asimismo, extraído de un supuesto real, aplican restricciones a la comercialización de este instrumento, habiéndose definido el público objetivo positivo para personas jurídicas bajo asesoramiento dependiente; y un público objetivo negativo, es decir, excluyéndose sin excepción a cualquier persona física.

Otro ejemplo práctico puede darse con una compraventa de divisa a plazo como medio de pago, que consiste en compraventas de divisa a plazo con una naturaleza distinta a la de los instrumentos financieros regulados por el artículo 10 del reglamento delegado de MiFID II.

La compraventa de divisas consiste en un compromiso adoptado por las partes en una fecha (fecha de operación), por el que se producirá la venta por parte del cliente de un importe determinado en una divisa (divisa de venta), contra la compra por el cliente a la entidad financiera de un importe en euros (divisa de venta), calculado de acuerdo con un precio o tipo de cambio convenido, produciéndose dicho intercambio de divisas en una fecha futura acordada por las partes, más tarde de los dos días hábiles posteriores a la fecha de operación.

El producto asegura al cliente la venta de una divisa a un tipo de cambio pactado en una fecha futura, de manera que se cubre frente a disminuciones en el tipo de cambio de mercado de la divisa, a cambio de no beneficiarse de incrementos en el tipo de cambio de mercado de la misma.

Ejemplo 2

Las pruebas de simulación de una compraventa de divisa a plazo pueden consistir en el reflejo de diferentes escenarios de liquidación de la operación, en casos de una pretendida cancelación anticipada.

Como ejemplo de precio de cancelación para distintos escenarios, una compraventa de divisa a plazo exportación como medio de pago de nominal 100.000 unidades de divisa, a un vencimiento de 6 meses y un tipo de cambio pactado de 1,15 unidades de divisa por euro, tendría un valor muy distinto si 3 meses antes de su vencimiento se cancelara.

En función de todas las variables antes señaladas, los valores de cancelación son muy distintos dependiendo de las diferentes condiciones de mercado. Así es, al margen del impacto que la variación del tipo de cambio de mercado a vencimiento tiene en la liquidación, en el caso de la cancelación anticipada debe tenerse en cuenta la diferencia entre los tipos de interés de las dos divisas al plazo que media desde la fecha de cancelación a la fecha de vencimiento original.

El siguiente cuadro ilustra la potencial variación que puede sufrir el valor de cancelación del producto tres meses antes de su fecha de vencimiento, en función de los factores arriba mencionados.

	Condiciones de mercado		
	Muy adversas	Adversas	Favorables
Cotización de la divisa	0,95	1,1	1,2
Cotización <i>forward</i> en fecha de cancelación	0,93	1,09	1,21
Resultado en euros	- 20.570,00 €	- 4.786,00 €	4.311,00 €

Para este concreto caso, extraído de un supuesto real acordado por el órgano de la entidad distribuidora, se estipuló que el producto fuera un producto destinado a personas jurídicas y con determinadas limitaciones a personas físicas que sean trabajadores por cuenta propia o comerciantes mayores de 18 años de edad, excluyéndose a personas físicas menores de edad o con la condición de estudiante, jubilado o trabajador por cuenta ajena.

En definitiva, las entidades fabricantes o comercializadoras deben ser capaces de conocer las potenciales rentabilidades y pérdidas del instrumento financiero, y de valorar, en términos de proporcionalidad y adecuación, la capacidad del público objetivo positivo de soportar tales pérdidas. La finalidad es la mitigación de eventuales riesgos, asegurándose de que el producto es acorde al público objetivo establecido y de que es adecuado a los objetivos y expectativas económicas del cliente final.

6. Conclusiones

Es frecuente escuchar a modo de anécdota ilustrativa que «las cosas de Estado marchan con lentitud», cita que atribuimos a la habitual y lenta transposición de las directivas europeas por parte del Gobierno de España²².

²² España concentra el 70 % de las sanciones por retrasos en la transposición de directivas europeas según se desprende del informe *La trascendencia de las cuestiones europeas para los ciudadanos y las empresas españoles* elaborado por el Servicio de Estudios del Consejo General de Economistas. Recuperado de <<https://economistas.es>> (consultado el 24 de marzo de 2020).

A estas letárgicas situaciones se suma la falta de desarrollo y concreción de las normas de transposición, que convierten el «copia y pega» en una práctica habitual, mientras que la labor de las autoridades supervisoras está siendo decisiva y, de hecho, resulta crucial en la consolidación de la protección al inversor, que es, sin duda, una de las claves que explican la reforma de la normativa MiFID y las autoridades supervisoras.

La gobernanza de productos es una herramienta clave para robustecer la transparencia y la protección al inversor, constituyendo una de las novedades más importantes de la nueva regulación, porque pasamos de una visión limitada o corta de miras en la venta masiva de productos financieros a una visión más amplia e integral que abarca el entero ciclo de vida de un instrumento financiero. Esto no sería posible sin una adecuada política corporativa elaborada con base en el principio de autorregulación normativa, que tenga en cuenta la propia idiosincrasia de la entidad o grupo de entidades distribuidoras de productos financieros.

Aunque el alcance de MiFID II se limita, como es sabido, a los instrumentos financieros comprendidos en su ámbito objetivo de aplicación, las iniciativas recientes de las autoridades de regulación financiera en Europa (EBA, ESMA y EIOPA) muestran una clara vocación de convergencia de los requerimientos regulatorios referidos a los instrumentos financieros bajo MiFID II, los productos bancarios y, paulatinamente, los productos de seguro.

En definitiva, consideramos que la adecuada incardinación y funcionamiento de esta estructura que haga cumplir las obligaciones fijadas por la normativa MiFID II no debe suponer *per se* una indebida dilación en el proceso de lanzamiento de nuevos productos al mercado, ni tampoco un perjuicio a la estrategia comercial de la entidad como carga burocrática añadida. Todo lo contrario, una adecuada política corporativa de gobierno de producto puede situar a la entidad distribuidora en una clara posición de ventaja competitiva y en una posición más sólida frente a futuras incidencias y reclamaciones. Ventaja que se acrecentará en aquellas entidades que entiendan que la gobernanza de productos no debe limitarse única y exclusivamente a los instrumentos contemplados en MiFID II, si no extrapolarse a cualquier producto o servicio de naturaleza bancaria y de seguro.

Referencias bibliográficas

Ferran, E. *et al.* (2012). Crisis driven regulatory reform. En *The Regulatory Aftermath of the Global Financial Crisis* (pp. 1-110). Cambridge University Press.