

Madrid, 24 de enero de 2007

Reflexiones sobre la MiFID

Jornada de la CMNV sobre Protección del inversor en la MiFID. CNMV

Miguel Fernández Ordóñez
Gobernador del Banco de España

Quisiera comenzar mi intervención agradeciendo al presidente de la CNMV, mi buen amigo Manuel Conthe, su amable invitación para pronunciar este discurso de clausura en la Jornada organizada por la CNMV sobre la protección del inversor en la directiva de mercados e instrumentos financieros. Con ello me brinda la oportunidad de compartir con ustedes mis reflexiones sobre una materia de gran interés para el Banco de España, teniendo en cuenta que más del 80% de los servicios de inversión que se prestan en nuestro país se canalizan a través de entidades de crédito, siguiendo una tendencia común en Europa Continental.

Como sin duda ya se habrá señalado a lo largo de las diferentes ponencias que han precedido a mi intervención, la MiFID, profundizando en los principios de la Directiva de Servicios de Inversión de 1993, amplía y actualiza su contenido siguiendo dos criterios inspiradores: primero, el reconocimiento de la mayor complejidad actual de los servicios, instrumentos financieros y sistemas de negociación, un área de la economía en que la innovación se produce con gran dinamismo; y segundo, la necesidad de incrementar la protección del inversor.

Del primer criterio se deriva la aceptación de nuevos sistemas de negociación organizada, adicionales a los mercados regulados actuales, lo que supone el impulso a la competencia en este campo.

El segundo criterio inspirador, la protección del inversor, se concreta en dos conjuntos de medidas exigibles a los proveedores de servicios de inversión, sean empresas especializadas en este negocio o entidades de crédito: las que establecen el elenco de requisitos mínimos de organización y control interno con que deben contar y las que se refieren a las normas de conducta que han de mantener con la clientela.

Estos amplios y ambiciosos objetivos explican el largo proceso de gestación de la directiva, hasta que finalmente vio la luz en 2004. Además, como norma comunitaria marco diseñada bajo los criterios de Lamfalussy, requiere su desarrollo mediante un segundo nivel, y no ha sido hasta 2006, dos años después, cuando se han aprobado las importantes y detalladas disposiciones que la completan.

A partir de noviembre de 2007, fecha de su entrada en vigor, las entidades habrán de estar preparadas para el cumplimiento de la nueva regulación, mediante un proceso de implantación al que me referiré más adelante.

El marco de la MiFID: integración del mercado único

Para valorar adecuadamente la trascendencia de esta directiva, es conveniente recordar que nace en el marco del Plan de Acción de Servicios Financieros de la Unión Europea, más conocido como FSAP.

Como todos ustedes saben, el FSAP es un programa preparado en el año 1999 que propone todo un conjunto de medidas y normas con el objetivo final de potenciar un mercado financiero único en la Unión Europea. Por lo tanto, la MiFID, en última instancia, pretende favorecer el cumplimiento de este objetivo.

Así pues, al valorar su impacto no han de perderse de vista los beneficios que cabe esperar de un sistema financiero más integrado. Permítanme que diga algunas palabras sobre esta cuestión, pues es importante recordar que esos beneficios tienen que ver con las mayores posibilidades de diversificación que permite un mercado único, de tal modo que se incrementa su capacidad para canalizar fondos hacia los usos más productivos, y se mejoran los mecanismos de transferencia, de cobertura y, en definitiva, de gestión de los riesgos.

Asimismo, la integración permite unos mercados financieros más líquidos y profundos, en los que cabe esperar un mayor nivel de competencia. Todo ello redundará en un sistema más eficiente, innovador y capaz de aportar a los consumidores finales un mayor número de posibilidades de elección, incrementando de este modo su bienestar. Finalmente, no ha de olvidarse que un mercado financiero integrado facilita la transmisión de la política monetaria, con los evidentes beneficios asociados.

El conjunto de efectos que he mencionado se resume en una idea muy simple: la integración financiera afecta positivamente al crecimiento de nuestras economías, una conclusión avalada por la evidencia empírica disponible. El principal objetivo del FSAP, del que también participa la MiFID como uno de sus elementos, es contribuir a que dichos efectos positivos puedan materializarse.

En la actualidad, el grado de integración alcanzado en la Unión Europea es significativamente mayor que el existente hace siete años. No obstante, la situación no es uniforme en todos los mercados, por lo que cualquier diagnóstico detallado dependerá sustancialmente del mercado concreto de que se trate.

Así, en el extremo de la plena integración cabría situar los mercados monetarios del área euro, que se han visto muy favorecidos por el estímulo de la política monetaria común. El euro, qué duda cabe, está jugando un importante papel en el proceso de integración financiera. En el extremo opuesto se encuentran los mercados minoristas de la Unión, en los que persiste un claro predominio de la actividad local.

Entre estos dos puntos cabría situar el resto de mercados. Así, el de deuda pública se puede considerar con un alto nivel de integración, a lo que han contribuido tanto la desaparición del riesgo de tipo de cambio, como la convergencia en las expectativas de inflación entre los diferentes Estados miembros.

En el caso de los mercados de deuda empresarial, el nivel alcanzado es también relativamente elevado. De hecho, en los últimos años parece que las características propias del país de emisión de los bonos tienen una menor importancia marginal como factor explicativo de la rentabilidad de los títulos. Ello demuestra que se progresa en el camino trazado por el Plan de Acción de Servicios Financieros.

El avance es más limitado en los mercados de renta variable, en los que todavía hay que dar pasos importantes. No obstante, en alguna medida ya se están observando resultados. Por una parte, al igual que en el mercado de la deuda empresarial, cada vez cuentan más los acontecimientos que trascienden lo local a la hora de explicar la evolución de las cotizaciones bursátiles, si bien la relevancia de los factores propios de cada país es todavía muy importante. Por otra, en los últimos años se han venido produciendo acercamientos entre las bolsas de diferentes países.

Permítanme que me extienda algo más sobre la situación de los mercados minoristas, que en la actualidad no disfrutan de los niveles de integración que a priori cabría esperar de un mercado financiero único. Un ejemplo claro es el sector bancario minorista, un segmento al que se orienta predominantemente la actividad de las entidades de crédito de nuestro país.

A pesar de que en los últimos años se han empezado a observar movimientos de consolidación transfronteriza, una tendencia que podría intensificarse en el futuro, todavía persiste en este mercado un reducido nivel de integración, que no se explica necesariamente por la existencia de barreras legales: en efecto, cabe preguntarse hasta qué punto el marcado perfil local de estas actividades no viene determinado, al menos en buena parte, por la propia naturaleza de la actividad. En el negocio bancario, se ha demostrado que la proximidad al cliente y las relaciones que se establecen con éste son muy relevantes, lo que ayuda a explicar por qué las entidades locales mantienen ciertas ventajas frente a los bancos de otros países en sus actividades al por menor.

Es notable que en muchos países europeos, y España no es una excepción, las entidades extranjeras que han intentado establecerse en los mercados al por menor, sólo han tenido éxito si son eficientes y capaces de entender las necesidades y peculiaridades del usuario local.

En cualquier caso, y al margen de cuál sea el grado de integración que cabe esperar en los mercados minoristas de la Unión Europea, estoy convencido de que la MiFID contribuirá a su consecución y será un elemento fundamental para lograr que los beneficios derivados del mercado financiero único alcancen también a los consumidores.

La MiFID y la protección de los intereses de los inversores

Centrándonos en el ámbito que nos ha convocado, la MiFID se enfrenta a la consecución del objetivo de mejorar la protección del inversor a través de dos medios: el refuerzo de los requisitos organizativos y operativos de los proveedores de servicios de inversión; y el perfeccionamiento de las normas de conducta que rigen sus relaciones con la clientela.

Con respecto a la **estructura interna de las entidades**, la MiFID, que sitúa en el más alto nivel de la entidad la responsabilidad de garantizar el buen cumplimiento de sus mandatos, aborda cuestiones relativas a las funciones de control y, en particular, de cumplimiento normativo, procedimientos internos y gestión de riesgos; establece claramente los principios de identificación, tratamiento y publicidad de los conflictos de interés; y regula las condiciones mínimas para la exteriorización de las actividades.

Más novedosas son las **normas de conducta** que deben regir las relaciones con los clientes, incluidos los de carácter potencial.

Así, la primera medida, a partir de la cual se vertebra el resto, es la necesaria clasificación previa de los clientes en una de las dos categorías básicas: minoristas o profesionales. Los primeros son los que gozan del mayor grado de protección, lo que se traduce en un distinto alcance de la información y documentación que han de recibir. De ahí que deba realizarse una evaluación de las características del inversor, de distinto alcance dependiendo del servicio demandado, pero que incluye en todo caso la valoración de los conocimientos y experiencia del cliente como paso previo a la decisión sobre si comprende los riesgos del producto y éste es adecuado para él.

Otra de las novedades más destacadas de la MiFID es el concepto de “mejor ejecución”, que nace como contrapeso de la ruptura del principio de concentración de órdenes en los mercados regulados y que pretende asegurar la mejor opción posible para los clientes al ejecutar sus mandatos.

Implantación de la MiFID

La mejora de la protección del inversor no es sólo un objetivo legítimo en sí mismo, que responde a una demanda de la sociedad cada vez más presente en el debate público, sino que es, y debe

ser, plenamente compartido por las entidades participantes en los mercados financieros, al menos por dos razones:

La primera, porque potenciar la organización y control interno es una exigencia de buena gestión que redundará en una mejora operativa con efectos positivos sobre la eficiencia y la credibilidad de la entidad.

La segunda, porque desde el punto de vista de gestión integral de riesgos cada vez hay una sensibilidad mayor acerca de la importancia del riesgo de reputación, especialmente en el caso de las entidades de crédito, cuyo negocio está basado en la confianza, con lo que la incidencia sobre el riesgo de reputación de los aspectos relacionados con la protección de los clientes es muy relevante.

¿Cuál es actualmente el grado de preparación del sector para cumplir la MiFID? Conviene aclarar en primer lugar que no partimos de cero.

Las entidades ya han desarrollado estructuras organizativas, sistemas de registro y control, o procedimientos internos aplicables a la prestación de servicios de inversión, necesarios para cumplir la normativa todavía vigente en esta materia y, fundamentalmente, para atender eficazmente sus propias necesidades de gobierno y gestión. La implantación de la MiFID no supone, por lo tanto, edificar a partir de un solar, sino adaptar a los nuevos reglamentos edificaciones que ya están cumpliendo su cometido, en general satisfactoriamente, y que ahora están en proceso de mejora para potenciar sus funcionalidades.

No obstante, tenemos que ser conscientes de que esta implantación es compleja. Cabe recordar que las normas de segundo nivel han sido aprobadas en el año recién terminado, y que hoy mismo los reguladores siguen trabajando en la elaboración de guías. Junto a la asimilación de las nuevas disposiciones y las adaptaciones organizativas, hay que acometer la formación de plantillas y redes de oficinas, muy extensas en el caso de la banca española; y la fecha de entrada en vigor, noviembre de 2007, está a la vuelta de la esquina.

Además, nos encontramos en un período en el que las entidades operantes en nuestro sistema financiero están inmersas en un profundo proceso de adaptación a cambios regulatorios de gran alcance y muy exigentes en términos de recursos organizativos, personales y tecnológicos. Primero tuvieron que afrontar la adopción del nuevo marco contable de las normas internacionales de información financiera. Después, los preparativos para la importante reforma de la normativa de solvencia, impulsada por el acuerdo conocido como Basilea II. Y hoy, casi coincidiendo en el tiempo, la implantación práctica de las exigencias de la MiFID.

Creo que es justo reconocer que las entidades españolas están abordando estos procesos de forma satisfactoria, con profesionalidad y diligencia, muy conscientes de que la complejidad del nuevo entorno regulatorio no es caprichosa sino que deriva de principios compartidos por todos, como la mejora de los sistemas de gestión de riesgos y medición de la solvencia de las entidades, de los mecanismos de protección de los inversores, y de la calidad de la información financiera proporcionada al mercado. Y muy conscientes, también, de que la naturaleza de la norma y la importancia de estos objetivos influyen en que los procesos de preparación para el cambio tengan que asegurar sobre todo que se cumplen los principios inspiradores de las nuevas reglas.

Dado el estilo de regulación presente en Basilea II, en la MiFID y en sus disposiciones de desarrollo, a la hora de su aplicación es esencial atender fundamentalmente al espíritu y finalidad de las normas, a sus ratio legis. Así viene enjuiciando el Banco de España la labor realizada por las entidades para la implantación de las normas de solvencia, y así seguirá haciéndolo, lógicamente, en el caso de la MiFID.

La Directiva sobre mercados e instrumentos financieros es, en definitiva, el último proyecto de una serie de grandes reformas normativas abordadas en el ámbito comunitario, cuya implantación no podrá considerarse cerrada en una fecha concreta, la de entrada en vigor, porque aspira a asegurar un proceso continuo de reflexión y mejora por parte de los administradores y gestores, en aras del cumplimiento efectivo, y no meramente mecanicista, de los objetivos antes descritos.

Soy muy consciente del alto nivel de exigencia que estos cambios regulatorios implican para las entidades, porque también los supervisores tenemos que adaptar nuestro conocimiento, nuestros sistemas y nuestros recursos a la implantación y asimilación de las mejoras internas necesarias, lo que venimos encarando de forma gradual y con anticipación, pensando en todo momento en cuál es la mejor forma de atender a los principios que inspiran el cambio.

Participamos por ello de las reflexiones que a este respecto viene realizando el sector financiero en todos los países europeos, en el sentido de que sería deseable que en el ritmo de grandes reformas normativas en el ámbito de la Unión Europea con repercusiones significativas en la estructura organizativa de las entidades y en sus recursos humanos se produjese un cierto “respiro regulatorio”. De esa manera se ayudaría a que todos los interesados puedan asentar y consolidar los cambios derivados de la MiFID y de las otras normas recientes a las que me he referido, asegurando, así, una implantación consistente y razonable .

Muchas gracias.