Informe Final en respuesta al mandato de la Comisión Europea sobre determinados aspectos relacionados con la protección al inversor. Boletín Internacional de junio de 2022.

El 27 de julio de 2021 ESMA recibió de la Comisión Europea (CE) un mandato en el que se le solicitaba asesoramiento técnico sobre algunos aspectos relacionados con la protección al inversor. Esta petición se encuadra en el marco de la Estrategia relativa a inversiones minoristas que está preparando esta institución europea, y que tiene previsto publicar durante los próximos meses, siendo uno de los principales objetivos ya anunciados poner al consumidor en el centro de esta política con el fin de ofrecerle la protección adecuada para estimular su participación en los mercados de capitales, clave para el desarrollo de una Unión de los Mercados de Capitales.

El 29 de abril ESMA envío a la CE su asesoramiento técnico con propuestas concretas que, fundamentalmente persiguen que el inversor reciba la información clave que le ayuden a adoptar sus decisiones de inversión de manera fundada así como protegerle de prácticas de comercialización agresivas. Los principales temas tratados en este informe son los siguientes: (a) obligaciones de información, (b) obligaciones de información en soporte digital y (c) herramientas y canales digitales. Para su elaboración recabó la opinión de las partes interesadas a través de una consulta pública (abierta del 1 de octubre de 2021 al 2 de enero de 2022).

En concreto, el documento revisa algunos aspectos de las obligaciones de información recogidas en la Directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID II) que podrían funcionar mejor, o que requieren ajustes en el ámbito digital, a la vez que se analiza el impacto que las nuevas tecnologías están teniendo en los mercados financieros y que están provocando la aparición de nuevas prácticas, tales como las conocidas por los nombres de gamificación o payment for order flow (PFOF) o la intervención de nuevos sujetos como los "fininfluencers".

OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN

En este apartado ESMA responde al mandato recibido de la CE (1) de evaluar si existen inconsistencias o vacíos en la normativa europea que regula las obligaciones de información y que supongan una limitación a la hora de que los inversores minoristas puedan adoptar decisiones de inversión fundadas y (2) sobre lo que debe considerarse como información vital.

En su respuesta, ESMA realiza las siguientes propuestas relacionadas con las obligaciones de información:

(1) *Legibilidad por máquinas y soportes duraderos de la información obligatoria* ("machine readability and durable medium"). En primer lugar, ESMA recomienda una revisión de MiFID II con el fin de exigir que la documentación dirigida a clientes minoristas pueda ser legible por máquinas.
En cuanto al soporte de las obligaciones de información, cabe recordar que el paquete normativo denominado "Paquete de Recuperación de los Mercados de Capitales", adoptado en respuesta a la crisis generada por la pandemia del Covid-19, se decantó como opción por defecto por las comunicaciones electrónicas frente al papel, siguiendo un asesoramiento de ESMA. Esta Autoridad, siguiendo otra recomendación recogida en el asesoramiento mencionado, vuelve a proponer a la CE en este documento que no sea necesario que las entidades entreguen a sus clientes sus políticas de mejor ejecución y conflictos de interés en formato papel, siempre que estas estén disponibles en sus páginas web.

(2) *Formatos estandarizados de las obligaciones de información*. ESMA propone a la CE la modificación de MiFID II con el objetivo de recibir un mandato que le permita desarrollar un formato europeo para la información relacionada con los costes y comisiones.

(3) *Comunicaciones publicitarias* ("marketing communications"). ESMA reconoce que esta materia, desde un punto de vista normativo, no está desarrollada suficientemente, por lo que, en primer lugar, propone a la CE introducir una definición de comunicaciones comerciales que comprenda la publicidad online. Este concepto deberá incluir los mensajes privados realizados mediante terceras partes ("influencers", por ejemplo) o, en su caso, si se trata de recomendaciones personales deberán quedar sujetas a la normativa sobre asesoramiento financiero.
En segundo lugar, propone modificar el artículo 69 de MiFID II relativo a los poderes de supervisión de las ANC para dejar claro que podrán actuar frente a prácticas de comercialización engañosas e, incluso, extender este poder a ESMA cuando resulte conveniente.
Por último, esta Autoridad propone solicitar a la CE incluir en MiFID II un mandato expreso que le encomiende el desarrollo de directrices sobre esta materia.
Además, ESMA considera conveniente concretar las expectativas de supervisión para lo que, en su opinión, se debería tener en cuenta, por lo menos, los siguientes aspectos: (a) la función de cumplimiento de las entidades debería realizar controles obligatorios del contenido de estas comunicaciones y un reporte periódico sobre esta materia a los órganos de gestión; (b) los controles de las entidades deberían abarcar que las comunicaciones publicitarias se están distribuyendo tal cómo fueron aprobadas; (c) los controles internos sobre esta materia deberían quedar documentados y (d) las entidades deberían llevar un registro en el que se incluya, por ejemplo, los posts que cuelgan en la red terceras partes y a las que las entidades pagan mediante compensación no monetaria. Además, el documento señala que el órgano de gestión de las entidades debería definir y hacer un seguimiento de su política de comercialización.

(4) *Información vital*. ESMA está de acuerdo con la percepción de la CE de que los clientes minoristas están, en estos momentos, recibiendo un exceso de información (que en muchas ocasiones no se leen). Por ello, le propone el desarrollo de información básica mínima (información vital) a incluir en las comunicaciones publicitarias (incluso aunque se trate de breves mensajes colgados en los medios sociales), y en otros documentos, y que pueda ser revisada por el cliente con un simple golpe de vista. En su opinión, el enfoque debería ser transversal, previo testeo de los consumidores, y abarcar, al menos, (a) características y objetivos de los productos, (b) riesgos y (c) costes y comisiones.

(5) *Alineamiento de la información en materia de costes entre MiFID II y PRIIPs*. ESMA considera que el objetivo fundamental a perseguir en este ámbito debe ser el alineamiento de los regímenes descritos en MiFID II y el Reglamento sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista vinculados y los productos de inversión basados en seguros, conocido como Reglamento PRIIPs (PRIIPs, en adelante), decantándose, en realidad, por reflejar en la primera norma las modificaciones introducidas en la reciente revisión del nivel 2 de la segunda (es decir, en su Reglamento delegado).
En consecuencia, propone a la CE reflejar los siguientes aspectos en MiFID II, previo testeo a los consumidores: (1) en primer lugar, para productos financieros con periodos de tenencia igual o inferior a un año deberá considerarse que la rentabilidad neta es cero. Si el periodo de tenencia del producto financiero es superior deberá aportarse también información sobre los costes (teniendo en cuenta que en PRIIPs se toma como referencia en estos casos la rentabilidad del escenario moderado); (2) en relación con el cálculo de los costes por operación ("transaction costs"), se propone modificar el Reglamento delegado de MiFID II para reflejar la misma metodología que en PRIIPs, denominada "slippage". La reciente revisión del nivel 2 de PRIIPs se decantó por esta opción, que implica la agregación de las operaciones, con el objetivo de eliminar del cálculo el impacto de las fluctuaciones del mercado (que era lo que ocurría cuando se tenía en cuenta la diferencia entre el precio de ejecución y el existente al enviar la orden al mercado –"bid-ask spread"–). Adicionalmente, cuando el número de operaciones sea limitado, como suele ocurrir cuando se trata de la prestación de servicios, se propone seguir la metodología simplificada recogida en el Anexo VI del Reglamento delegado de PRIIPs; y (3) en relación con el cálculo de los costes indirectos, como las comisiones en función del rendimiento ("performance fees"), deberá tomarse como base para su cálculo los datos históricos de los últimos cinco años.

OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN EN SOPORTE DIGITAL (DIGITAL DISCLOSURES)

En este apartado ESMA responde al mandato recibido de la CE de evaluar si es necesario adaptar las obligaciones de información recogidas en la normativa europea al soporte/formato digital.

En su respuesta, ESMA parte recordando que los principios generales recogidos en MiFID II, en materia de protección al inversor, son aplicables con independencia de cuál sea el canal de comunicación empleado (es decir, aunque este sea digital).

Los dos principios básicos a los que se refiere el documento son (1) la obligación de las empresas de servicios de inversión de actuar con honestidad, imparcialidad y profesionalidad, en el mejor interés de sus clientes, cuando

presten servicios de inversión o servicios auxiliares y (2) la obligación de las empresas de servicios de inversión de aportar información imparcial, clara y no engañosa.

No obstante, reconoce que dada la evolución constante de las nuevas tecnologías no resulta necesario realizar modificaciones concretas en el nivel 1 o 2 de la normativa europea pero sí dictar orientaciones sobre cómo cumplir con las obligaciones de información en soporte o formato digital, o cuál debe ser el uso de herramientas o técnicas digitales por parte de las entidades, en el nivel 3, para lo que solicita a la CE incluir un mandato específico en MiFID II en este sentido. También reconoce que puede que resulte necesario realizar algún ajuste en el nivel II en paralelo a lo que se concrete en el nivel 3.

En particular, ESMA destaca los siguientes aspectos a desarrollar en el nivel 3:

Obligaciones de información en soporte/formato digital

(1) *Facilidad de navegación*. Las entidades deberán presentar la información de manera estructurada y visible. El documento también manifiesta su apoyo a la técnica de presentar la información por capas ("layering") y propone que la primera de ellas se corresponda con la información vital antes mencionada.

(2) *Recuperación y posibilidad de guardar información*. La información clave aportada digitalmente se tiene que poder guardar, en cualquier momento, en un fichero descargable.

(3) *Presentación y formato*. La información a aportar debe adaptarse al dispositivo que se utilice, de tal manera, por ejemplo, que el tamaño de la letra resulte legible o que no requiera deslizar demasiado la pantalla.

(4) "*Versioning*". Las entidades deberán conservar una copia de todas las versiones que se hayan puesto a disposición de los clientes. Además, estas se ordenarán por fechas y número con el fin de facilitar a los clientes, o posibles clientes, el acceso a la versión en la que han basado su decisión.

(5) *Limitar los riesgos de seguridad de los clientes*. Las entidades deben mitigar los posibles riesgos de seguridad que puedan afectar a sus clientes así como garantizar que los datos obtenidos de ellos están suficientemente protegidos.

(6) *Uso de diferentes medios para comunicarse*. Los medios de comunicación empleados por las entidades deben resultar adecuados en función de la complejidad de los productos. Por ejemplo, el uso de "chatbots" por las entidades no debe limitar la posibilidad de contactar directamente a la entidad.

(7) *Medios sociales e "influencers"*. El documento destaca la obligación que deben tener las entidades de comprobar si la información publicada por los "influencers" cumple con la normativa, en particular si reciben algún tipo de compensación o incentivo de estas (en cuyo caso, resultará aplicable el régimen de incentivos). También señala que si se trata de recomendaciones personalizadas pueden constituir asesoramiento financiero.

Advertencias de riesgo

Por otro lado, ESMA recomienda a la CE incluir en MiFID II la base legal para que ella misma, o las autoridades nacionales competentes (ANC), puedan exigir a las entidades incluir en sus comunicaciones publicitarias (incluso si se hace a través de los medios sociales), y otras obligaciones de información, advertencias de riesgo ("risk warnings") cuando se trate de productos complejos o arriesgados.

Además, ESMA recomienda a las entidades monitorizar si el diseño y la presentación de la información es efectiva para los clientes. También propone que la normativa o directrices que se dicten en un futuro abarquen cualquier forma de interacción, bien sea directa o indirecta, de las entidades con los clientes como, por ejemplo, mediante el uso de "influencers"o de cualquier persona externa a la empresa, incluso posibles desarrollos futuros como el metaverso.

El documento también se refiere al reciente fenómeno conocido por el nombre de gamificación consistente, por ejemplo, en el uso de técnicas por parte de las entidades que simplifican información compleja, o hacen más sencillo el proceso de inversión, pareciendo un juego y pudiendo empujar a los clientes a realizar inversiones con un riesgo indebido. ESMA reconoce que el uso de estas técnicas forma parte de las estrategias de distribución de las entidades y, en consecuencia, deben quedar sujetas a los principios generales de protección al inversor y la normativa sobre gobernanza de productos (debiendo resultar consistentes con el mercado objetivo identificado, por ejemplo). Además, anuncia su intención de tratar este asunto en la revisión que está realizando actualmente de las directrices relativas a la gobernanza de productos.

HERRAMIENTAS Y CANALES DIGITALES

En este apartado ESMA responde al mandato recibido de la CE de evaluar los riesgos y las oportunidades que representan las herramientas y canales digitales para los inversores minoristas, incluido el tema del open finance.

En su respuesta, ESMA trata los asuntos siguientes:

(1) *Robo-advisers*. Esta Autoridad no considera necesario, por el momento, modificar la normativa para regular aspectos concretos de este fenómeno puesto que se trata de un modelo de negocio que no se ha desarrollado aun suficientemente en la Unión Europea (UE), ello sin perjuicio de continuar realizando un seguimiento sobre su evolución. Es más, el documento destaca que algunos aspectos ya han sido tenidos en cuenta en la actualización de las directrices relativas a la evaluación de idoneidad.

(2) *Payment for order flow* (PFOF). Se trata de un modelo de negocio que consiste en que los brokers reciben pagos de terceras partes por dirigirles a ellos las órdenes de los clientes para su ejecución.
ESMA ya señaló en su Declaración de julio de 2021 que esta práctica difícilmente podía considerarse compatible con MiFID II, en particular con las normas relativas a los conflictos de interés, incentivos y mejor ejecución.
En este documento ESMA recomienda a la CE completar su propuesta normativa recogida en la revisión de MiFIR (Reglamento relativo a los mercados de instrumentos financieros), con el fin de recoger la prohibición de esta práctica no solo en el Reglamento mencionado sino también en las disposiciones relevantes de la Directiva (MiFID II).
La propuesta de la CE se encuentra en estos momentos en fase de negociación entre los colegisladores y ha sido muy criticada por aquellos que opinan que no existe suficiente evidencia del perjuicio que puede provocar esta práctica entre los inversores minoristas como para prohibirla por completo. No obstante, ESMA, tras el análisis realizado, apoya su prohibición, en particular por el impacto negativo probado en la calidad de la ejecución.
Adicionalmente, el documento trata el modelo de negocio denominado “zero-commission brokers”, que no necesariamente tiene que estar basado en la práctica del PFOF. ESMA recuerda que en estos casos es necesario que las entidades aporten, exante y expost, la información completa sobre los costes aplicables a los instrumentos financieros y servicios. También anuncia que realizará un seguimiento de las diferentes fuentes de ingresos de las entidades que siguen este modelo de negocio como, por ejemplo, el préstamo de valores, por si fuera necesario reforzar las exigencias de protección al inversor.

(3) *Open finance*. La CE anunció en 2020 su objetivo de contar en 2024 con un marco completo en esta materia. En este asesoramiento ESMA recomienda a la CE tener en cuenta todos los riesgos y beneficios potenciales que puede implicar para el sector de los mercados de valores y se ofrece para realizar un seguimiento del desarrollo de su marco jurídico.

La CE, como ya ha anunciado, tendrá en cuenta este asesoramiento de ESMA, entre otros, en la elaboración de su Estrategia de inversiones minoristas.

Enlace de interés:

Final Report on the European Commission mandate on certain aspects relating to retail investor protection