

CASO INCENTIVOS COMISIÓN BURSÁTIL

Marta Rey Mallén

Sara Martín del Río

Arturo Vila Chirinos

Marta Martín-Pintado López

INDICE

- 1.- Incentivos en el ámbito de la MiFID.
- 2.- Políticas de conflictos de interés: Credit Suisse y Catalana Occidente.
- 3.- Retrocesiones de comisiones.
- 4.- Caso Bankinter.
- 5.- STS de 20-1-2003.
- 6.- Debate.

La MiFID

La **Directiva** sobre Mercados de Instrumentos Financieros, conocida por sus siglas en inglés como **MiFID** (*Markets in Financial Instruments Directive*), introdujo un mercado único y un régimen regulatorio común para los servicios financieros en los 27 estados miembros de la **Unión Europea** (**Directiva 2004/39/CE**)

La normativa entró en vigor
en España en Noviembre de 2007

La CNMV elaboró un “plan de adaptación”
para las entidades afectadas

La MiFID

ASESORAMIENTO FINANCIERO

La MiFID lo incluye dentro de la lista de servicios de inversión

Objeto de autorización, registro y mayores requisitos y controles



Recomendaciones personalizadas
(tienen en cuenta las circunstancias personales)

INCENTIVOS

Honorarios, comisiones y beneficios no monetarios que las ESIs satisfacen a o reciben de terceros relacionados con la prestación a sus clientes de un servicio de inversión respecto a los instrumentos financieros que se encuentren en el ámbito de aplicación de MiFID.

Incentivos en el ámbito de la MiFID

INTERPRETACIÓN MiFID



Incentivos en el ámbito de la MiFID (CNMV)

- Artículo 19 Directiva 2004/39/CE:

“Los Estados miembros exigirán que, cuando preste servicios de inversión o, en su caso, servicios auxiliares a clientes, la empresa de inversión actúe con honestidad, imparcialidad y profesionalidad, en el mejor interés de sus clientes, y observe, en particular, los principios establecidos en los apartados 2 a 8.”

- Artículo 26 Directiva 2006/73/CE:

“Los Estados miembros velarán por que no se considere que las empresas de inversión actúan con honestidad, imparcialidad y profesionalidad con arreglo al interés óptimo de sus clientes si, en relación con la provisión de un servicio de inversión o auxiliar al cliente, pagan o perciben algún honorario o comisión, o aportan o reciben algún beneficio no monetario”

– EXCEPCIONES

Incentivos en el ámbito de la MiFID (CNMV)

Artículo 26 Directiva 2006/73/CE de desarrollo de la MiFID

ÁMBITO DE APLICACIÓN (igual que la MiFID)

- Empresas de inversión (ESI) y mercados regulados (artículo 1.1)
- Entidades de crédito (artículo 1.2)
 - Actividades de inversión
 - Aplicación parcial

INSTRUMENTOS FINANCIEROS (Anexo 1, Sección C)

- Valores negociables
- Instrumentos del mercado monetario
- Participaciones de organismos de inversión colectiva
- Derivados
- ...

Incentivos en el ámbito de la MiFID (CNMV)



Incentivos en el ámbito de la MiFID (CNMV)

Si un pago/cobro está incluido en el ámbito de aplicación del artículo 26 ... ¿prohibido?

TRES EXCEPCIONES

“a) los honorarios, comisiones o beneficios no monetarios pagados o aportados al cliente o a una persona que actúe por cuenta del mismo u ofrecidos por el cliente o por una persona por cuenta del mismo”

- Actuar por cuenta de otro → el cliente conoce que el pago se ha recibido o realizado por su cuenta
- NO son necesarios requisitos adicionales de información

Incentivos en el ámbito de la MiFID (CNMV)

b) los honorarios, comisiones o beneficios no monetarios pagados o aportados a un tercero o a una persona que actúe por cuenta del mismo u ofrecidos por un tercero o por una persona que actúe por cuenta del mismo, cuando se cumplan las siguientes condiciones:

- i) la existencia, naturaleza y cuantía de los honorarios, comisiones o beneficios, o, cuando dicha cuantía no pueda determinarse, el método de cálculo de esa cuantía, deberá revelarse claramente al cliente, de forma completa, exacta y comprensible, antes de la prestación del servicio de inversión o auxiliar pertinente,*
- ii) el pago de los honorarios o de las comisiones, o la aportación de los beneficios no monetarios, deberá aumentar la calidad del servicio prestado al cliente y no entorpecerá el cumplimiento de la obligación de la empresa de actuar en el interés óptimo del cliente*

- DOS CONDICIONES:

- Información al cliente
 - Aumento de calidad sin entorpecer la obligación de la empresa de actuar en interés del cliente
- Asesoramiento en materia de inversión o recomendaciones: no sesgado y cumplimiento de las condiciones

Incentivos en el ámbito de la MiFID (CNMV)

DEBER DE INFORMACIÓN

“Revelarse claramente al cliente, de forma completa, exacta y comprensible”



Existencia, naturaleza y cuantía de la comisión

Posibilidad de informar de forma resumida (elementos esenciales)

MOMENTO:
antes de la prestación del servicio



COMUNICACIÓN:
No requisitos específicos

“revelarse claramente al cliente”

¿QUIÉN?

Cada entidad que preste un servicio de inversión o auxiliar

Incentivos en el ámbito de la MiFID (CNMV)

AUMENTO DE CALIDAD

CESR:
Factores a
Tener en cuenta

- Tipo de servicio de inversión o auxiliar
- Beneficio que se espera para el cliente y para la ESI
- Existencia de incentivos para que la ESI no actúe en el mayor interés del cliente
- Cualquier tipo de relación existente entre la ESI y entidad que realiza el cobro
- Naturaleza del bien recibido y circunstancias relativas al mismo

La valoración debe hacerse cuando se
Plantee el acuerdo con la ESI;
NO cuando los pagos ya se hayan
satisfecho

→ Cabe la valoración
en grupo (mismo
servicio para varios
clientes)

Incentivos en el ámbito de la MiFID (CNMV)

c) honorarios apropiados que permitan la prestación de servicios de inversión o sean necesarios a tal fin, tales como gastos de custodia, gastos de liquidación y cambio, tasas reguladoras o gastos de asesoría jurídica, y que, por su naturaleza, no puedan entrar en conflicto con el deber de la empresa de actuar con honestidad, imparcialidad y profesionalidad con arreglo al interés óptimo de sus clientes.

- La lista de honorarios aquí expuesta no es exhaustiva (incluido cualquiera que cumpla las condiciones)
- NO incluidas las comisiones por comercialización o distribución de productos → por su naturaleza pueden dar lugar a conflictos de intereses

Incentivos en el ámbito de la MiFID (CNMV)

ALGUNOS EJEMPLOS

- Tasa de 10€/hora por servicios de asesoramiento; el cliente paga directamente
- Comisión del 1% por servicio de gestión de carteras; se carga sobre los activos del cliente
- Retrocesiones recibidas por la ESI por el servicio de asesoramiento
- Cliente de entidad A que no ofrece el servicio financiero requerido; A presenta al cliente a B. Pago de comisión de intermediación
- Un proveedor presta formación a los empleados de una ESI

Conflictos de interés

- Con fecha 17 de julio de 2006, la CNMV remitió un escrito a todas las entidades financieras instándolas a preparar cuanto antes un plan de adaptación que analice el previsible impacto de la MiFID en cada una de las áreas y unidades de negocio, así como los cambios precisos para adaptarse a su entrada en vigor.

En concreto, se solicitó, entre otras cosas, que realizasen un análisis de los cambios que tendrán que incorporar en sus estructuras de gobierno corporativo, el cumplimiento normativo y la gestión de conflictos de interés.

- Podemos identificar la existencia de un conflicto de interés cuando se presenta una situación en la cual un agente (entidad financiera) que está en una posición de confianza o fiduciaria para con su cliente o contraparte, presenta un interés individual opuesto al de aquél.

Conflictos de interés

Los conflictos de interés están presentes en la actividad financiera de manera muy extendida, debido a la complejidad de los procesos y funciones realizadas por las instituciones financieras. Además, la multiplicidad de roles que llevan a cabo estas entidades, posibilita que una actividad presente dificultades de compatibilidad con otra, o que ésta sea una herramienta de extracción de valor de su cliente.

- TIPOS:

- 1) Venta atada.
- 2) Recomendaciones sesgadas.
- 3) Uso de información privilegiada.
- 4) Privilegio de clientes.
- 5) Trading excesivo.
- 6) Transacciones fuera de los precios de mercado.

Mecanismos de control

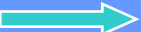

Existen una serie de medidas que permiten afrontar y controlar los conflictos de interés, o incentivar a su resolución:

- 1) Prohibición o separación legal de actividades.
- 2) Revelación de potenciales conflictos.
- 3) Herramientas reputacionales o disciplina de mercado.
- 4) Controles internos y autorregulación:
 - Muralla china
 - Normas de conducta
 - Procedimientos y estructuras
- 5) Abstención voluntaria.
- 6) Supervisión directa.
- 7) Remedios legales.

La política de Catalana Occidente

La MIFID establece que las empresas de inversión deben adoptar una política de detección y gestión de conflictos de interés.

No obstante, dada la naturaleza de la Agencia (realiza únicamente la actividad de comercialización de Fondos de Inversión, no operar directamente con ningún mercado y no disponer de información confidencial) no deben existir conflictos de interés en cuanto a la información que dispone el Consejo de Administración y sus empleados así como el uso que se da a la misma.

- Si surgen  Procedimiento previo al servicio.
- Si no se evita  En conocimiento del cliente.

La política de Catalana Occidente

Código de Conducta

- Toda información relevante será comunicada a la CNMV.
- Quienes dispongan de inf. privilegiada deberán abstenerse de:
 - Realizar operaciones sobre valores a los que se refiera la info.
 - Comunicarla a terceros, salvo ejercicio normal de su cargo
 - Recomendar a otros que adquieran/cedan valores

Política de incentivos

- Evitar ofrecer al cliente productos que por su mayor incentivo a la sociedad vaya contra el mejor interés del cliente.
- Primar acuerdos comerciales enfocados al mejor interés del cliente. Evitar acuerdos que impliquen mayor comisión al superar ciertas cantidades.

La política del Grupo Credit Suisse

La política de Credit Suisse consiste en establecer procedimientos adecuados para identificar y prevenir cualquier situación en la que se pueda plantear un conflicto entre los intereses de ésta, las personas vinculadas a la misma y sus clientes.

Objetivo



Cumplir las exigencias legales y transmitir seguridad y confianza a sus clientes y contrapartes.

Tipología



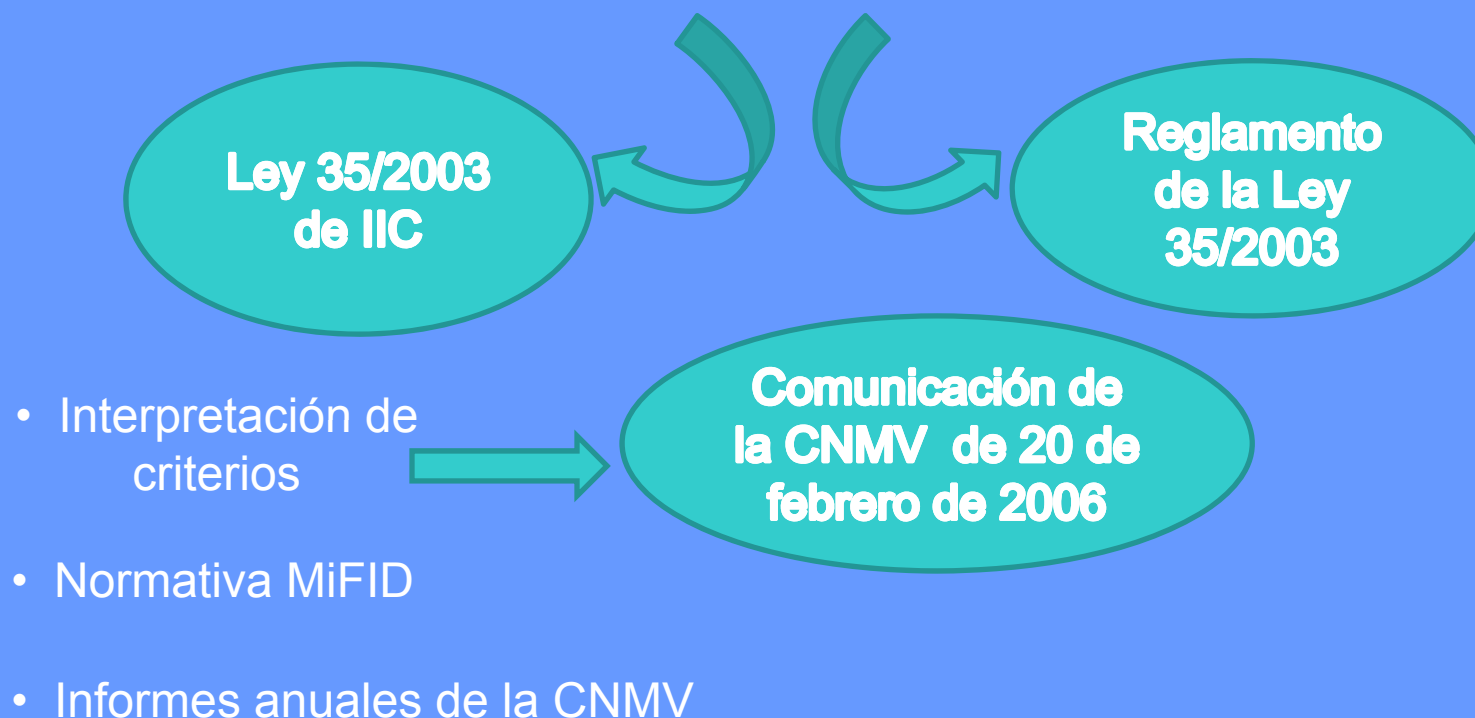
La política del Grupo Credit Suisse

Gestión de conflictos

- 1) Barreras de información físicas y electrónicas.
- 2) Auditorías periódicas.
- 3) Seguimiento del riesgo reputacional.
- 4) Formación a empleados.
- 5) Procedimientos estandarizados.
- 6) Revelación de los conflictos a los clientes.
- 7) Registro de los conflictos.

Comisiones cobradas por las Gestoras de FI. Retrocesión de comisiones.

RÉGIMEN JURÍDICO DE INGRESOS, COMISIONES Y GASTOS IMPUTABLES A LAS IIC



Ley 35/2003 de Instituciones de Inversión Colectiva (IIC)

ARTÍCULO 8: COMISIONES

- *Las sociedades gestoras y los depositarios podrán percibir de los fondos comisiones de gestión y de depósito, respectivamente, y las sociedades gestoras de los partícipes, comisiones de suscripción y reembolso; igualmente, podrán establecerse descuentos de suscripción y reembolso a favor de los propios fondos.*
- *Dichas comisiones que se fijarán como un porcentaje sobre el patrimonio o rendimiento del fondo, o bien sobre una combinación de ambas variables, o en su caso, sobre el valor liquidativo de la participación, no podrán exceder de los límites que, como garantía de los intereses de los partícipes y en función de la naturaleza del fondo y del plazo de vencimiento de las inversiones, se establezcan reglamentariamente. En el folleto se deberán recoger la forma de cálculo y el límite máximo de las comisiones, las comisiones efectivamente cobradas y la entidad beneficiaria de su cobro.*
- *Se podrán aplicar distintas comisiones a las distintas clases de participaciones emitidas por un mismo fondo. En cualquier caso, se aplicarán las mismas comisiones de gestión y depositario a todas las participaciones de una misma clase.*

Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003 de IIC

ARTICULO 5: COMISIONES Y GASTOS

- Límites del porcentaje de las comisiones.
- Sistemas de imputación de comisiones.
- Contenido del folleto e informes del FI.
- Régimen de comisiones en FI de carácter financiero.
- Régimen de comisiones en FI inmobiliarios.
- Inversión de las IIC en otras IIC pertenecientes al mismo grupo:

“Las comisiones de gestión y depositario acumuladas y soportadas directa o indirectamente por sus partícipes no podrán superar el porcentaje que a tal efecto fije el folleto del fondo dentro de los límites de este artículo. Asimismo, este fondo de inversión no podrá soportar comisiones de suscripción y reembolso de las IIC en las que invierta cuando estén gestionadas por su misma SGIC o por una sociedad perteneciente a su mismo grupo”.
- **Régimen de otros gastos:** *“deberán estar expresamente previstos en su folleto informativo y deberán responder a servicios efectivamente prestados al fondo que resulten imprescindibles para el normal desenvolvimiento de su actividad. Tales gastos no podrán suponer un coste adicional por servicios inherentes a las labores de su SGIC o de su depositario, que están ya retribuidas por sus respectivas comisiones, reguladas en los apartados anteriores de este artículo”*

Comunicación de la CNMV de 20/2/2006. Posición ante el cobro de comisiones.

INTERPRETACIÓN DE LA NORMATIVA



3 REGLAS BÁSICAS

Medida de transparencia

Previsión expresa en el folleto informativo de los gastos y comisiones

Correspondencia con la prestación de un servicio efectivo, que no sea inherente a las funciones de la gestora/depositario

Retrocesión de comisiones: práctica legítima

SIEMPRE QUE

El importe retrocedido se abone al fondo y, en consecuencia, minore los costes de su inversión

Contrario al interés del fondo y al de sus partícipes

Adquisición por un FI de valores con comisiones más altas cuando por el volumen invertido hubiera podido invertir en otras clases con menores comisiones

Consideraciones generales sobre el nuevo régimen de comisiones de la Ley 35/2003 y el RIIC

Normativa MiFID

A partir del 1/11/2007, las retrocesiones quedarán **prohibidas** por constituir un **incentivo** (*inducement*). Sólo se permitirán aquellas que redunden en una mejora del servicio al inversor y sean transparentes, es decir, cuando contribuyan a aumentar la calidad del servicio prestado al cliente y sean puestas en su conocimiento.

Informe anual de la CNMV 2006

Resultan contrarias a la normativa vigente aquellas prácticas mediante las cuales una entidad del grupo de la sociedad gestora del fondo es beneficiaria de las retrocesiones de comisiones generadas por las inversiones de los fondos gestionados en otras IIC. **CONFLICTOS DE INTERÉS** → debe prevalecer el interés del inversor.

Informe anual de la CNMV 2007

Según la normativa vigente, la totalidad de los ingresos o rendimientos asociados u obtenidos por un FI deben imputársele a él como inversión del patrimonio separado que constituye. Sólo deben detrarse de éste las comisiones y gastos que se le pueden imputar, en concreto, la comisión de gestión y depósito, sujetas a límites máximos, así como otros gastos tasados, en especial los de auditoría y custodia.

Informe anual 2006 de la CNMV.

Inversión de IIC en otras IIC: Retrocesión de comisiones.

CONCEPTO DE RETROCESIÓN

Las retrocesiones son comisiones que el intermediario recibe del distribuidor de los valores, quien previamente las ha cobrado del inversor incluyéndolas en el precio. El inversor desconoce estos detalles. Generan un conflicto de interés en perjuicio del cliente. (RDMF)

Resultan contrarias a la normativa vigente aquellas prácticas mediante las cuales una entidad del grupo de la sociedad gestora del fondo es beneficiaria de las retrocesiones de comisiones generadas por las inversiones de los fondos gestionados en otras IIC.

La práctica descrita implica imputar un gasto en la forma de sobrecoste al fondo, o bien privarle de un ingreso, lo que resulta contrario a la obligación de actuar en beneficio del cliente o inversor.

Por ello, en supuestos de inversiones que las IIC realizan en otras IIC, la CNMV ha analizado si la inversión se realiza en las IIC con menores gastos de gestión y depósito de entre las que sean accesibles a la IIC inversora por volumen de la inversión, de acuerdo con las exigencias de los folletos explicativos, en los casos en los que existen diversas IIC con idénticas políticas de inversión que, en la práctica diaria, impliquen idénticas decisiones de inversión.

Informe anual 2007 de la CNMV. **Incumplimiento de la normativa de comisiones por una SGIIC.**

En el año 2007 la CNMV impuso una sanción de 1 millón de euros a una SGIIC por incumplimiento continuado del régimen de comisiones y gastos imputables a los FI.

La inversión en clases de acciones con mayores comisiones

Las inversiones se efectuaban de forma sistemática en clases de acciones destinadas a inversores particulares (series o clases caras) en lugar de en series o clases de acciones baratas con comisiones de gestión más reducidas.

Retrocesión de comisiones a la sociedad de valores del grupo

Las IIC administradas por la gestora no recibían importe alguno de las retrocesiones realizadas por las gestoras de los FI extranjeros o de la plataforma a través de la cual se efectuaban parte de las inversiones. Era la sociedad de valores quien recibía íntegramente las mismas.

Ejemplo: Caso Bankinter

28.02.2006



“En algunas visitas a las gestoras hemos observado que algunos fondos españoles que invierten en fondos internacionales eligen los productos más caros, aún cuando por el volumen de inversión alcanzado podrían entrar en los más baratos”

Antonio Carrascosa, ex director general de entidades de la CNMV

Ejemplo: Caso Bankinter

Según el escrito enviado a las entidades, la devolución de las comisiones de gestión del fondo internacional se deben abonar al fondo, para que se beneficie de ella el cliente y no otra parte del grupo, como su sociedad de valores u otra filial.

Estudio Comparativo CNMV

“En Francia e Irlanda se prohíbe asignar la retrocesión a las gestoras; en Alemania, el código de conducta va en el mismo camino, y en Italia e Irlanda, aunque no se menciona en la norma, la práctica indica que la retrocesión de comisiones va al fondo”

Ejemplo: Caso Bankinter

16.03.2007

“La Dirección del Grupo Bankinter tuvo conocimiento el año pasado con ocasión de una visita ordinaria de supervisión por la CNMV, que ciertas prácticas seguidas en 2 de los 81 Fondos que gestionaba, así como en algunos contratos de gestión de carteras individuales, no se ajustaban a las mejores prácticas en la materia”.

Malas prácticas

- Percepción por Bankinter de las retrocesiones de comisiones de gestión derivadas del volumen de inversión. Además, uno de los Fondos materializaba sus inversiones en participaciones sujetas a una comisión de gestión superior a la aplicable a otras similares.
- La inversión de carteras individuales en Fondos del Grupo de comisión de gestión superior a la de otros Fondos monetarios.

Ejemplo: Caso Bankinter

Bankinter restituyó:

3,3 millones de euros a clientes que tenían contratos de gestión de carteras individuales

2,12 millones de euros en el conjunto de los dos fondos

PROBLEMA

En febrero del 2007 uno de los Fondos **sólo tenía 349 partícipes**, cuando en junio del 2006 tenía 19.736.

El otro tenía en julio del año anterior **21.483 partícipes**, mientras que en febrero del 2007 la cifra se había reducido hasta **1.081**.

Ejemplo: Caso Bankinter

La retrocesión es una práctica por la que una gestora se queda con los descuentos que le hace otra gestora por invertir en sus fondos cantidades de dinero que, después, deberían devolver a los partícipes.

¿Castigo? → Ninguno

Pedir información sobre los gastos totales que acumule el fondo.

Referencia: TER (Total Expense Ratio).

Algunos estudios demuestran que los TER de los fondos españoles, tanto de renta variable como de renta fija, son los más altos de toda Europa.

STS 28/2003

● **Hechos:** Los actores tenían voluntad de invertir ahorros en valores financieros, acuden a “Inverban, Sociedad de Valores y Bolsa, SA” para que les indicara cuáles eran los mas seguros y convenientes y ésta les aconsejó que adquirieran pagarés emitidos por «Prima Inmobiliaria, SA». No se opusieron a ello, porque carecían de conocimientos en cuanto a la situación y funcionamiento del mercado financiero, y confiaban en los servicios de «Inverban», pues, con anterioridad, ya habían invertido su dinero, según las indicaciones que ésta les suministró. Los compraron, por medio de la citada entidad, entre marzo y mayo del año 1992 con vencimiento en los mismos meses de 1993

● **Problema:** pero no pudieron cobrarlos, porque la entidad emisora solicitó suspensión de pagos el 12 de diciembre de 1992. La reclamación a la expresada sociedad intermediaria se basa en el comportamiento negligente de ésta en su gestión.

● **Proceso:** el Juzgado de 1º instancia el 18 de mayo de 1995, desestima la demanda.

Se interpuso recurso de apelación a la Audiencia Provincial de Valencia, que dictó sentencia con fecha 2 de abril de 1997 desestimando el recurso: no hay negligencia.

El TS casa y anula la Sentencia de la AP.

¿Cuál es la responsabilidad del intermediario en una comisión bursátil?

Fundamentos de Derecho:

- Los encargos conferidos por los ahorradores a una empresa inversora, están en función de la complejidad de los mercados de valores que, prácticamente, obliga a los inversores a buscar personas especializadas en los referidos mercados que les asesoren y gestionen lo mejor posible sus ahorros .
- El contrato que vincula a los compradores con la sociedad intermediaria contrato de comisión mercantil (artículo 244 del Código de Comercio), y más concretamente, al llamado contrato de comisión bursátil: en el desempeño de su mandato, el comitente debe actuar con la diligencia y lealtad que se exigen a quien efectúa, como labor profesional y remunerada, una gestión en interés y por cuenta de tercero, en el marco de las normas de la Ley del Mercado de Valores (normas de conducta del Título VII): deber de diligencia, disponer de toda la información; cuidar de los intereses de sus clientes como si fueran propios, deber de lealtad, de claridad y precisión.

¿Cuál es la responsabilidad del intermediario en una comisión bursátil?

- En este contrato, la entidad comisionista debe responder de los daños y perjuicios, causados a los inversores por la mala inversión, según el patrón de la culpa leve (STS 24-5-1943) en relación con la diligencia exigible al comerciante experto, que utilizan como pauta el cuidado del negocio ajeno como si fuera propio.
- La demandada actuó sin el cuidado exigible al demandado comerciante, pues las noticias que circulaban en su entorno, hacían presumible la existencia de un alto riesgo que impedía estimar la inversión de los pagarés como segura y fiable, lo que determina, de conformidad con los artículos 1726 del CC; 255 del y el artículo 81 de la LMV: la responsabilidad civil de la demandada, por los daños y perjuicios causados, consistentes en la restitución reparatoria, por el daño, de las cantidades invertidas en los citados pagarés no recuperadas, más, por los perjuicios, el importe de los intereses legales, desde la fecha de interposición de la demanda.

DEBATE

La CNMV permitirá que las Empresas de Asesoramiento Financiero (EAFI) dedicadas exclusivamente al asesoramiento financiero tanto a empresas como a particulares obtengan ingresos a partir de la retrocesión de comisiones. La retrocesión de comisiones supone que el intermediario logre algún tipo de incentivo o retribución por parte del distribuidor si coloca su producto.

¿ Crees que efectivamente existirá una independencia real de las EAFI?

DEBATE

En base a lo que hemos visto de las retrocesiones,

¿Cómo podrían estar relacionadas con el hecho de que, en términos absolutos, España sea el país más afectado por la estafa de Madoff?

EXPLICACIÓN

Se explica por cómo funciona el propio modelo de banca privada en España. El modelo de banca privada español se basa en que las entidades se quedan con una parte de las comisiones de los fondos y productos de terceros que colocan en las carteras de sus clientes -lo que se conoce como retrocesión-, que les ceden las gestoras o 'fabricantes' de estructurados.

Esto da pie a conflictos de interés porque el banquero privado lógicamente prefiere colocar aquellos productos que le dejan más comisiones, lo que choca con su teórica obligación de seleccionar los mejores productos para cada cliente.

Y esas comisiones para el intermediario eran elevadísimas en el caso de Madoff.