



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES
GRADO EN DERECHO Y ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS

TRABAJO FIN DE GRADO
CURSO ACADÉMICO [2019-2020]

TÍTULO: DIRECTIVA MIFID. REVISIÓN Y TRANSPOSICIÓN AL ORDENAMIENTO ESPAÑOL.

AUTOR: JULIO ALBERTO SÁNCHEZ REDONDO

TUTOR: JESUS M^a SANCHEZ MONTERO

DEPARTAMENTO: Economía Aplicada I

ÁREA DE CONOCIMIENTO: Economía Aplicada

| | |
|--------------------------|----------------|
| Vº. Bº del Tutor: | Alumno: |
| | |

Sevilla, 30 de noviembre de 2019

1. RESUMEN EJECUTIVO Y OBJETIVOS DEL TRABAJO

En el presente trabajo se estudiará la actual normativa que regula el mercado financiero europeo. Para ello habrá que entender la transformación a nivel nacional e internacional que se ha dado en materia normativa, pasando de normas inconexas a un cuerpo normativo completo. Se expondrán los principales cambios que supone la adaptación y aplicación de dicha normativa al ordenamiento europeo y español. También se destacarán los puntos fuertes de la Directiva y se realizará una visión crítica de los aspectos menos desarrollados y que más dudas plantean en un futuro a medio/largo plazo. Además de mostrar con datos los principales cambios que ha logrado la Directiva.

Con este trabajo se pretende explicar la Directiva MiFID y su posterior revisión para entender la evolución que ha sufrido el sistema financiero a nivel normativo.

2. INDICE

| | |
|---|----|
| 1.INTRODUCCIÓN | 5 |
| 2. ANTECEDENTES | 6 |
| 2.1 LEY DE MERCADO DE VALORES 1988 | 7 |
| 2.2 REAL DECRETO 629/1993 | 9 |
| 2.3 LEY 37/1998, DE 16 DE NOVIEMBRE, DE REFORMA DE LA LEY DE 24/1988, DE 28 DE JULIO DEL MERCADO DE VALORES | 10 |
| 2.4 DIRECTIVA 93/22/CEE RELATIVA A LOS SERVICIOS FINANCIEROS (ISD) . | 11 |
| 2.5 EL PLAN DE ACCIÓN DE SERVICIOS FINANCIEROS (PASF) | 13 |
| 3. DIRECTIVA 2004/39/CE DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO, DE 21 DE ABRIL DE 2004, RELATIVA A LOS MERCADOS DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS | 15 |
| 3.1 OBJETIVOS | 15 |
| 3.2 CLASIFICACIÓN DE CLIENTES | 20 |
| 3.3 PRODUCTOS SUJETOS A LA NORMATIVA MiFID | 20 |
| 4. 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 (REFUNDICIÓN) | 22 |
| 4.2 OBJETIVOS | 24 |
| 4.3 NOVEDADES | 25 |
| 4.3.1 CLASIFICACION DE PRODUCTOS | 25 |
| 4.3.2 NUEVA CLASIFICACIÓN DE CLIENTES | 27 |
| 4.3.3 DOCUMENTACION MIFID | 29 |
| 4.3.4 SERVICIO DE ASESORAMIENTO | 32 |
| 4.3.5 FORMACIÓN OBLIGATORIA | 35 |
| 4.3.6 DIFERENCIACION ENTRE ASESORAMIENTO Y COMERCIALIZACIÓN | 37 |
| 4.4 POTESTAD SANCIONADORA | 38 |
| 5. DIRECTIVA MiFID EN EL ORDENAMIENTO ESPAÑOL | 39 |
| 6. CONCLUSIÓN | 45 |
| 7. BIBLIOGRAFIA | 47 |
| ANEXO I | 49 |
| ANEXO II. TEST DE CONVENIENCIA | 50 |

1.INTRODUCCIÓN

Mientras que hace tres décadas aún no se apreciaba la importancia que acabaría teniendo el sector financiero en nuestra sociedad ahora se acepta y entiende que el hecho de tener un sistema financiero sano promueve el desarrollo económico de un país, o este caso, una región.

Clara muestra de esto es la crisis económica que ha marcado los últimos tres lustros, capaz de trastocar la mayor parte de nuestra vida cotidiana, desde la forma de entender los negocios (aumento de las empresas low-cost y de reparaciones) hasta la política (auge de los nacionalismos apoyados en volver a las "buenas costumbres" y el descontento social).

Tras un primer paso donde España abrió su mercado a inversiones financieras extranjeras, se pasó a establecer ciertas normas básicas de carácter estatal sobre buena conducta, y más tarde a incorporar a su ordenamiento las directrices marcadas por la Comisión Europea.

El avance a nivel comunitario en cuestión de difuminación de fronteras para alcanzar un área común, el desarrollo tecnológico y la complejidad de los servicios financieros inspiraron una serie de medidas y reformas por parte de la Comisión Europea necesarias para crear un sistema financiero sano donde desarrollar una actividad económica acorde con las expectativas.

Partiendo de un conjunto de normas reguladoras de aspectos separados de las operaciones desarrolladas por las entidades financieras que dejaban demasiados aspectos sin concretar, sale un proyecto de regulación normativa integral que aboga por la transparencia y la protección al cliente.

Por poner un ejemplo de la imagen que ofrecían las entidades financieras justo un año después de la aplicación de la MiFID citaremos una anécdota del consejero delegado del grupo Barclays, Bob Diamond "Poco tiempo después del estallido de la crisis financiera en 2008, durante una reunión en EE UU, un asesor económico de la Casa Blanca me preguntó: '¿Crees que los bancos pueden ser buenos ciudadanos?'. Cuando iba a contestarle que sí, me interrumpió: 'Si tu respuesta es sí, piensa que nadie va a creerte' ".

2. ANTECEDENTES

Para llegar a entender la innovación y la repercusión que trajo consigo la directiva MiFID debemos saber cómo han ido evolucionando las normativas que regulaban distintos aspectos de los mercados de valores a nivel nacional y europeo. Tanto España como Europa han ido avanzando hasta una regulación homogénea de la misma. Primero vamos a detenernos en la evolución en la normativa española.

Podemos observar tres grandes hitos en la regulación de los mercados de valores españoles: la Ley del Mercado de Valores de 1988, la reforma ejercida sobre ésta por la Ley 37/1998 y la transposición de la MiFID por medio de la Ley 47/2007. Esto nos permite distinguir cuatro etapas en la regulación reciente de nuestros mercados. Esto no significa que hayan sido las únicas normativas existentes en nuestro país al respecto, pero si pueden ser consideradas las más importantes.

Antes de promulgarse la primera ley sobre de mercado de valores, los mercados existentes eran fundamentalmente dos: las Bolsas y el Mercado de Deuda Pública. A pesar de que la primera ley que vamos a mencionar data de 1988, fue en 1978 cuando una Comisión creada para el estudio de mercado de valores empezaba a señalar los problemas y debilidades existentes en dicho mercado.

Después de estos informes empezaron a desarrollarse algunas reformas, aunque siempre siendo estas parciales, limitadas y sin que pudieran eliminar o al menos paliar la mayor parte de los defectos existentes. Esta falta de profundización condujo a un aumento de problemas debido a la evolución del mercado interno y del entorno que a este le rodeaba. Como iremos viendo a lo largo del trabajo, la falta de soluciones presentes con vistas al futuro provoca una serie de años con distintas lagunas y deficiencias en el sistema.

Aunque actualmente cualquiera puede operar en los mercados financieros, la bolsa y la inversión estaba representada prácticamente por la inversión particular, y los productos con los que se negocian se instrumentaban como valores mobiliarios.

Antes de la Ley de Mercado de Valores de 1988 nos encontramos ante un mercado en crecimiento, con pocos actores y poca variedad de instrumentos financieros donde la regulación no hace otra cosa que solventar, o al menos intentarlo, los problemas que van surgiendo. En este periodo la inversión aún no tiene un peso realmente importante pero que empieza a vislumbrar la importancia que podría tener, carente de una regulación homogénea dentro del país e incapaz de poner solución a las preguntas y dilemas que este presentaba.

2.1 LEY DE MERCADO DE VALORES 1988

La denominada Ley Del Mercado De Valores sirvió de marco para las bolsas españolas rompiendo las estructuras vigentes hasta ese momento. El objetivo que pretendía era el de crear espacio adecuado para la demanda. La norma pretendía liberalizar los mercados de valores, hacerlos más seguros y competitivos. Prácticamente la totalidad de las fuentes normativas reguladoras de esta materia incluyen entre sus objetivos mejorar la competitividad y la seguridad del mismo, empezando por esta y acabando por la que ocupa este trabajo. A pesar de los numerosos cambios que se ocasionan en el sector, no deja de ser peculiar que no se consigan alcanzar al 100% estos objetivos, ya que, en un periodo de 40 años, estos no han cambiado.

Esta ley se lleva a cabo, entre otras cosas, debido a la necesidad de realizar una serie de cambios capaces de hacer atractivo el mercado español a las inversiones extranjeras. Este objetivo se consiguió ya que se observó un importante aumento de las mismas en los años siguientes (80 grandes empresas extranjeras estudian Madrid como destino de sus inversiones financieras e industriales)¹. Ejemplificando esto destacamos que la capitalización de la renta variable en la bolsa de Madrid era de 61.982 millones en el momento de la promulgación de esta, pasando a ser de 342.775 millones diez años después.²

Esta modernización del sistema de mercado de valores podría resumirse en cuatro puntos:

- Representación o materialización de los valores mediante anotaciones en cuenta.
- La aplicación de un sistema electrónica de cotización y contratación bursátil de ámbito nacional, capaz de integrar las cuatro bolsas existentes en el panorama nacional en el momento (Madrid, Barcelona, Bilbao y valencia)
- Sustitución del anterior sistema por otro basado en sociedades y agencias de valores
- La creación de una Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), con capacidad para dictar disposiciones para velar por el cumplimiento de las normas aprobadas por el Gobierno y/o el Ministerio de economía. Funciones que vienen recogidas en los art 15³ y 23 de la ley en cuestión.

¹ Titular de un Artículo publicado en El País en 1988

² Informe sobre la evolución del Mercado del ejercicio 1999.

³ **Artículo 15**

1. La Comisión Nacional del Mercado de Valores, para el adecuado ejercicio de las competencias que le atribuye esta Ley, podrá dictar las disposiciones que exija el desarrollo y ejecución de las normas contenidas en los reales decretos aprobados por el Gobierno o en las órdenes del Ministro de Economía y Competitividad, siempre que estas disposiciones le habiliten de modo expreso para ello.

Aunque mencionemos de esta manera las principales novedades que aporó esta ley, los cambios que introdujo suponen una mayor complejidad tanto por novedad como por extensión. Tanto es así que incluso en el preámbulo de la misma hace mención a ello "La Ley incorpora novedades demasiado numerosas para exponerlas con brevedad".

A lo largo de los años posteriores a su promulgación se optó por modificar de forma sucesiva esta ley. Optar por esta vía y no por realizar un proyecto nuevo hacen que su contenido no fuera, en el momento de su derogación (2015), totalmente coherente con el que tuvo al inicio. Por mencionar algunas de estas modificaciones nombraremos:

- I. Ley 97/1998 reforma de la Ley 24/1998 (nos detendremos más adelante)
- II. Ley 44/2002, Medidas de Reforma del Sistema Financiero
- III. Real decreto-ley 5/2005, reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública
- IV. Ley 25/2005, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras.

El gran número de modificaciones realizadas sobre ella nos da por plantearnos si no hubiera sido adecuado promulgar una ley nueva, aunque no desde cero, que no sirvieran únicamente para parchear la existente. Resulta bastante evidente que 27 años son más que suficientes para abordar el proyecto con otro punto de vista y no limitarse a ir modificando la ley a medida que los problemas salieran a la luz.

Mencionando al profesor Francisco Uría Fernández *"de las reformas sobre esta ley, parece posible extraer tres ejes vertebradores, que, de algún modo, se han mantenido constantes desde la promulgación de la ley de junio de 1988. Son, a mi juicio, los siguientes: a) la garantía de los derechos de los inversores. b) la modernización y mejora de la eficacia de los mercados de valores españoles. c) La exigencia del cumplimiento de relevantes deberes, formales y materiales, a los sujetos que, de un modo u otro, intervienen en los mercados de valores"*⁴.

La principal razón que motiva esta serie de reformas no deja de ser la transposición de la Ley de Mercado de Valores a diversas Directivas Internacionales.

Poniendo esta ley en conexión con la directiva sobre la que trata nuestro trabajo, habría que mencionar dos artículos. El art 79 y el art 82. El primero de ellos obliga a cualquier persona que actuará en un mercado de valores a prestar absoluta prioridad al interés de su cliente ("Toda persona o entidad que actúe en un mercado de valores... deberá dar absoluta prioridad al interés de su cliente. Cuando exista conflicto de intereses entre distintos clientes no deberá

⁴ Cita recogida en el libro "Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva"

privilegiar a ninguno de ellos en particular”), no podemos considerar este artículo como una verdadera norma a favor de la información hacia los clientes sino más bien una norma en caso de conflicto de intereses, pero aun así es una primera piedra de apoyo a la hora de tener en cuenta la importancia y necesidad de proteger al cliente. En cuanto al art 82 “Los emisores de valores deberán informar al público, en el más breve plazo posible, de todo hecho o decisión que pueda influir de forma sensible en la cotización de los mismos” a pesar de imponer un derecho de información se trata de un deber a posteriori de la contratación del servicio, no antes de, por lo que no persigue exactamente el objetivo de comunicación precontractual pero que si sirve como base para la información post-contractual de la directiva MiFID, un primer paso para el mercado transparente que se pretende alcanzar.

2.2 REAL DECRETO 629/1993

Esta normativa es la primera que encontramos en el ordenamiento español que hace una clara referencia a normas de conductas referidas a la información de los clientes. Como otras modificaciones de nuestra Ley de Mercado de Valores, este Real Decreto sigue las pautas y recomendaciones estipuladas por la comisión de la Comunidad Europea que posteriormente fueron previstas en la directiva 93/22/CEE relativa a los servicios financieros.

Ya no solo se exige información para la correcta identificación de los clientes, sino que además se les exige a las entidades que sujetas al ámbito de aplicación a que pidiera cierta información a sus clientes para poder perfilar a los mismos. Art 4.1 RD 629/1993 “Las entidades solicitarán de sus clientes la información necesaria para su correcta identificación, así como información sobre su situación financiera, experiencia inversora y objetivos de inversión cuando esta última sea relevante para los servicios que se vayan a proveer”.

Además, se le impone la obligación de que sean las propias entidades las que ofrezcan cierta información referida a las operaciones que van a realizar a los clientes que fueran a contratarlas. Art 5.1 RD 629/1993 “Las entidades ofrecerán y suministrarán a sus clientes toda la información de que dispongan cuando pueda ser relevante para la adopción por ellos de decisiones de inversión y deberán dedicar a cada uno el tiempo y la atención adecuados para encontrar los productos y servicios más apropiados a sus objetivos”.

Como la información económica puede no estar al alcance de comprensión de toda persona que quisiera contratar un producto financiera, es la propia normativa la que estipula que tendrá que ser “clara, concreta y de fácil comprensión” en el art 16 de la misma. Para asegurarlo, se

capacitó a la CNMV y al Banco de España para requerir que se modifiquen los formularios y la información que se proporciona para que cumpla los requisitos anteriormente mencionados.

2.3 LEY 37/1998, DE 16 DE NOVIEMBRE, DE REFORMA DE LA LEY DE 24/1988, DE 28 DE JULIO DEL MERCADO DE VALORES

Después de 10 años desde la publicación de la primera Ley de Mercado de Valores, esta reforma viene marcada por dos hechos: la adaptación de nuestro ordenamiento jurídico a la ya publicada Directiva 93/22/CEE relativa a los servicios financieros y la preparación del mismo de cara a los acontecimientos que se preveían respecto a la emisión de la moneda única para el territorio de la Unión Europea y que tuvo lugar en 2002 en nuestro país. Una vez más la norma trata de ajustarse a lo ya publicado o a lo ya acaecido, sin tener un componente rompedor con la tendencia marcada simplemente querer obedecer lo estipulado, algo comprensible en el sistema regido por la Comisión Europea, pero un poco decepcionante antes de ello.

Sobre esta reforma pienso que es importante destacar dos puntos de la misma para el trabajo que nos ocupa: la creación del principio "pasaporte comunitario" o "licencia única" y la ampliación del listado de instrumentos financieros.

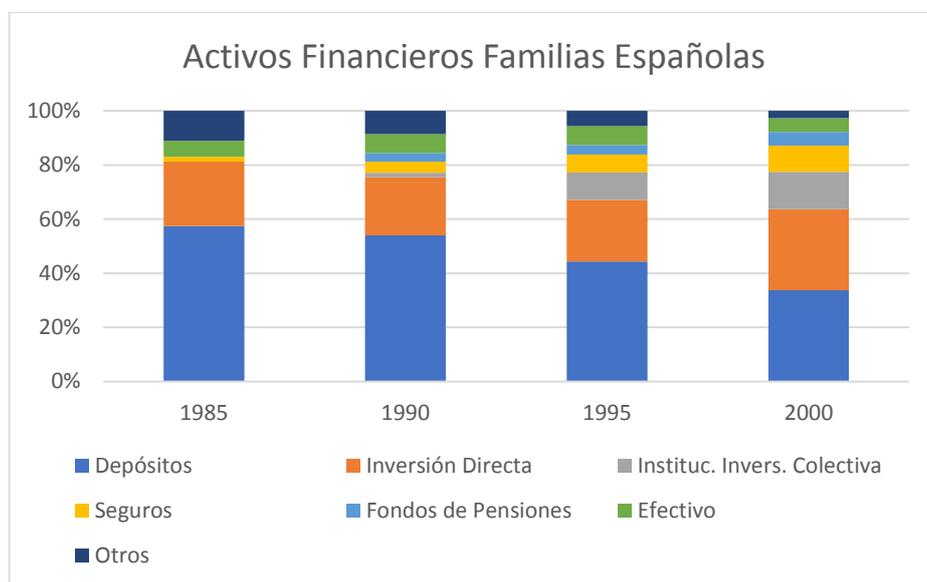
En cuanto al principio de "pasaporte comunitario", nos remitiremos al capítulo V referido a las actuaciones transfronterizas. En él se autoriza a las empresas de servicios de inversión españolas a "prestar en el territorio de otros Estados miembros de la Unión Europea los servicios de inversión, así como los servicios auxiliares para los que estén autorizadas, ya sea a través del establecimiento de una sucursal, ya sea mediante la libre prestación de servicios"⁵.

El principio de rige por los conceptos *Home Country* y *Host Country*. Según el *Home Country* las empresas sobre las que cae el ámbito de aplicación obtendrán la autorización correspondiente y ejercerán sus funciones siguiendo las normas de país de origen, sin embargo, las normas de conductas que primen sobre ella serán las del país donde desarrollen su actividad, *Host Country*. Este principio crea una cierta estabilidad en caso de conflicto ya que las empresas no podrán ampararse en las normas que les resulten más beneficiosas.

En referencia a la ampliación del listado de instrumentos financieros, debido al crecimiento y complejidad de los mismos, se hizo necesario que las nuevas realidades financieras del

⁵ Título V Capítulo IV Art 71 de la ley 37/1998 de la reforma de la ley 24/1988 de la Ley de Mercado de Valores

momento se incluyeran en la categoría de valores negociables para que la normativa recayera sobre ellos. Por nombrar algunos: «swaps», «fras», opciones, futuros, etc.ç



6

En la gráfica observamos como, la inversión de las familias, inicialmente centradas en depósitos se va diversificando en un periodo de 15 años hacia otros activos, destacando la inversión directa.

Tras contextualizar la normativa española, pasaremos a desarrollar las principales que se realizaron a nivel europeo y que nos interesan para comprender en que marco se estableció la directiva MiFID, algunas de las cuales ya han sido mencionadas al desarrollar el marco jurídico español sobre la materia.

2.4 DIRECTIVA 93/22/CEE RELATIVA A LOS SERVICIOS FINANCIEROS (ISD)

A pesar de las numerosas normas que la Comunidad Económica Europea puso en marcha a partir de 1973 con el pensamiento de suprimir barreras en materia de circulación de capitales y prestación de servicios financieros, esta goza de gran importancia. Podemos

⁶ Datos Banco de España. Fuente: Elaboración propia

considerar que esta normativa es la primera que fija condiciones para poder llevar a cabo un mercado interior único de mercados financieros, tanto es así que hasta la presente ley lo dice textualmente: *"Considerando que la presente Directiva constituye un instrumento esencial para la realización del mercado interior... en lo que se refiere a la libertad de establecimiento y a la libre prestación de servicios, en el ámbito de las empresas de inversión"*.

Dentro de los objetivos de la presente Directiva se encuentra suprimir barreras que permitan una libre circulación de estos servicios sin que quepa posibilidad alguna de imponer trabas a determinadas empresas por el mero hecho de no ser propias del país donde quieren llevar a cabo los servicios que se incluyen dentro de la directiva. Esta pretensión queda patente, por ejemplo en el título V artículo 14 " Los Estados miembros velarán por que puedan prestarse en su territorio... los servicios de inversión y los demás servicios enumerados en la sección C del Anexo, tanto por medio del establecimiento de una sucursal como mediante la prestación de servicios, y ello por cualquier empresa de inversión autorizada y supervisada por las autoridades competentes de otro Estado miembro con arreglo a las disposiciones de la presente Directiva, siempre que la autorización abarque dichos servicios" y " Los Estados miembros no podrán condicionar el establecimiento de sucursales o la prestación de servicios". El segundo de los objetivos será el de crear un entorno competitivo para los servicios financieros.

Para lograr estos objetivos, la Directiva buscaba: la libertad de establecimiento y la libre prestación de servicios. Para ello se apoya en el principio de reconocimiento mutuo que trae aparejado dos resultados fundamentales:

- Si una empresa de servicios de inversión obtiene autorización en su país de origen, esta misma empresa estará capacitada y autorizada para prestar dicho servicio a lo largo y ancho del territorio de la Unión. A esta autorización también se le conoce como "pasaporte único". *"Cada Estado miembro deberá supeditar a una autorización el acceso a la actividad de las empresas de inversión para las que sea Estado miembro de origen. Concederán dicha autorización las autoridades competentes de dicho"*⁷
- También se establece que serán las autoridades del país donde se vaya a prestar el servicio aquellas que velen por el cumplimiento de las normas de su ordenamiento por las que la empresa prestadora de servicios originaria de otro país tiene que regirse. *"Los Estados miembros de acogida podrán exigir a las empresas de inversión que operen en libre prestación de servicios sobre su territorio la información que sea*

⁷ Título II Art 3 ISD

*necesaria para controlar el cumplimiento por parte de estas empresas de las normas de los Estados miembros de acogida que les sean aplicables, sin que estas exigencias puedan sobrepasar las que estos mismos Estados miembros imponen, para controlar el cumplimiento de esas mismas normas, a las empresas establecidas”.*⁸

Lo que la CEE consiguió es una cierta estabilidad normativa ya que cada empresa sabía a qué atenerse, normativamente hablando, dependiendo de donde llevara a cabo su actividad. Esta idea, que con esta norma se traslada a los mercados financieros, es fuente del Derecho Internacional. Poco a poco observamos como la regulación empieza a encajar con el resto de objetivos del objetivo europeo.

Aunque estos fueran los objetivos y la forma de llevarlo a cabo, hay una cosa que desde el principio la Comunidad Económica Europea deja claro que pretende alcanzar, la protección del inversor que, al menos hasta ahora, llega a su punto más alto con la revisión de la directiva MiFID, Directiva que deroga a esta.

2.5 EL PLAN DE ACCIÓN DE SERVICIOS FINANCIEROS (PASF)

Esta iniciativa es la considerada como la más relevante en materia de mercados financieros a nivel supraestatal. Este plan de acción fue un conjunto de 42 medidas (desglosadas por temáticas en la siguiente tabla), con la finalidad de conseguir una economía competitiva y dinámica.

| Sector | Número de Medidas |
|--|--------------------------|
| Servicios Financieros y Pagos al por Menor | 8 |
| Valores y Fondos de Inversión | 7 |
| Derecho de Sociedades y Gobierno Corporativo | 7 |
| Seguros y Pensiones | 6 |
| Contabilidad y Auditoría | 6 |
| Infraestructura de los Mercados Financieros | 3 |
| Banca y Conglomerados Financieros | 3 |
| Seguros, Mercados de Valores | 1 |
| Fiscalidad | 1 |
| Total | 42 |

Fuente: Comisión Europea.

Este plan es un proyecto ambicioso ya que es la mayor iniciativa legislativa en materia de mercados financieros en Europa. Promueven nuevas regulaciones y modifican las ya existentes.

⁸ Título V Art 19 ISD

Entre las mayores preocupaciones que podemos encontrar con la presentación de este plan, una vez más, será la de proteger al inversor. Preocupación que viene ejemplificada, por ejemplo, en la Directiva de Folletos (se compromete a las empresas a que compartan información sobre los riesgos de cada emisión en un lenguaje al alcance de sus posibles inversores), la Directiva de Abuso de Mercado (que busca evitar el uso de información privilegiada) o la misma MiFID.

Tanta es la magnitud de las medidas que el propia PASF lleva a cabo una clasificación según la prioridad que representan las medidas:

- Prioridad 1: medidas esenciales que pretendían seguir el impulso creado por la introducción de la moneda única.
- Prioridad 2: aquellas que se creen relevantes para la creación de un mercado único de servicios financieros.
- Prioridad 3: aquellas dirigidas a crear un mercado coherente cuando el periodo de transición de la moneda única este llegando a su fin.

El número elevado de medidas, reformas e iniciativas llevados a cabo por la Unión Económica Europea ha llevado a los estados miembros a sumirse en una especie de "fatiga regulatoria". Además, el afán del proyecto por ser completado en unos plazos que pueden, considerarse ambiciosos debido a la extensión y complejidad del mismo, ha conseguido levantar las críticas generalizadas sobre las formas de como se ha realizado. La falta de visión de futuro conllevó una necesidad de adelantar plazos para regular el sistema financiero de forma eficiente. El pensamiento que viene a la mente cuando vemos tantos proyectos en un corto espacio de tiempo es que buscaban tener una normativa cuanto antes y no el pensar como resultaría esta y que requeriría un tiempo de adaptación y asimilación.

3. DIRECTIVA 2004/39/CE DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO, DE 21 DE ABRIL DE 2004, RELATIVA A LOS MERCADOS DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS

La evolución normativa europea y española, anteriormente explicada, nos sitúa en un escenario donde la necesidad de crear una ley más completa, más homogénea, enfocada a los mercados financieros es una realidad. En este contexto, la Comisión Europea aprueba la Directiva de Mercados sobre Instrumentos Financieros, de ahora en adelante MiFID (Markets in Financial Instruments Directive).

A pesar de los pasos dados a nivel comunitario en cuestión de organizar el sistema financiero creando un marco regulador óptimo, no es hasta directiva cuando podemos empezar a hablar sobre ello ya que tiene la consideración de "primera norma armonizadora de mercados que establece un régimen regulador de la ejecución de operaciones sobre instrumentos financieros"⁹.

Hasta ahora nos encontramos diferentes cuerpos normativos que abarcaban distintos ámbitos de una materia común sin que ninguno de ellos consiguiera regular todo el conjunto, era necesario remitirse a una u a otra en caso de conflicto. Esto causa un escenario confuso donde las empresas se aprovechaban de los distintos recovecos no regulados, bien por falta de normativa, bien por límites difusos de las mismas.

MiFID está vigente desde el 1/11/07, traspuesta en la Ley de Mercado de Valores y el Real Decreto 217/2008, de 15/02 sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y demás entidades que presten servicios de inversión. Afecta a estas entidades en la forma en que se informa, se asesora o se venden productos financieros a los clientes o los clientes potenciales.

3.1 OBJETIVOS

Para entender en qué medida y en que alcance esta medida realmente afecta a las entidades que prestan servicios financieros (posteriormente explicaremos quien se ve

⁹Página 288 Derecho Del Mercado de Valores

realmente afectado por esta Directiva), vamos a ver cuáles son los objetivos que se pretendieron lograr con la misma. Dichos objetivos se podrían dividir en:

- **Completar el mercado único de servicios financieros de la UE**

En el mercado único europeo, o mercado interior, las personas, las mercancías, los servicios y el dinero pueden circular libremente. El objetivo europeo siempre ha sido, y será, el de crear una zona donde cada vez haya menos fronteras internas.

En el mundo actual donde las empresas buscan la cooperación entre ellas para alcanzar sinergias (*"En mercados cuya integración va en aumento"*¹⁰), un mercado único de servicios financieros europeos cobra vital importancia. Dentro de los pasos marcados por la Unión Europea, la idea más clara de crear un mercado único de servicios financieros no se materializa hasta ahora, creando una normativa completa y común.

Además, la Unión Europea no pretende crearlo de cero, sino mejorar el ya existente haciendo que este resulte más competitivo y más atractivo de cara a inversores potenciales, este ha sido y será un objetivo recurrente. "La Comunidad pretende mantener sus mercados financieros abiertos al resto del mundo y, con ello, ayudar a que aumente la liberalización de los mercados financieros mundiales en terceros países. Lograr un acceso a la inversión equivalente en todo el mundo redundaría en beneficio de todos los participantes del mercado."¹¹

- **Responder a los cambios e innovaciones en relación a la seguridad de los mercados**

Las normativas anteriores no supieron adaptarse a la realidad empresarial hacia la que evolucionábamos donde los negocios y las relaciones no se limitan a un ámbito local, sino que convierte en relaciones globalizadas. No entendieron o no supieron ver lo estrechamente relacionado que se encuentra el sector tecnológico y la digitalización con el sistema financiero, siendo el primero (y arrastrando al segundo), una fuente de frecuentes cambios e innovaciones. Debido a ello las fuentes normativas hasta la fecha aquejaban un exceso de inmovilismo.

¹⁰Directiva MiFID, preámbulo, punto 6

¹¹ Directiva MiFID, preámbulo, punto 14

Por poner en contexto el auge de del consumo de servicios financieros digitales, para 2020 se espera que el 54% de españoles pague sus facturas online y el 64,8% realizará transferencias bancarias¹². También aumentará la importancia de los medios de pago no bancarios (Paypal).

La propuesta para adaptarse a estas necesidades viene acompañada de una ampliación de los servicios de inversión, una mayor gama de instrumentos financieros, así como los sistemas para la ejecución de operaciones. Esto se lleva a cabo para mejorar tanto los sistemas de inversión como su operatividad.

Esta gama más amplia y más compleja de servicios e instrumentos llevo consigo una necesaria ampliación del marco jurídico.

La propia normativa comprende que se encuentra el entorno cambiante que pretende regular, así como el crecimiento exponencial que sufre un sector relativamente joven, en fase de crecimiento, como es el sector financiero y prevé la necesidad de cambiar los criterios de evaluación estipulados en el mismo ayudando así a posibles cambios que se produzcan en un futuro. *“Los criterios de evaluación pueden necesitar adaptaciones en el futuro, al objeto de atender a la evolución del mercado y a la necesidad de que sean aplicados de manera uniforme en toda la Comunidad. Tales adaptaciones técnicas deben adoptarse de conformidad con la Decisión 1999/468/CE del Consejo, de 28 de junio de 1999, por la que se establecen los procedimientos para el ejercicio de las competencias de ejecución atribuidas a la Comisión”*¹³

Al fin los organismos reguladores entendieron la necesidad de cambiar la orientación que estamos acostumbrados a ver dónde una ley está pensada para que perdure constante a lo largo de los años en vez de una capaz de adaptarse o ser adaptada al paso del tiempo.

- **Proteger a los inversores.**

Esta Directiva vendrá a sustituir a otra, la Directiva de Servicios e Inversiones (Directiva 93/22/EEC), cuyas siglas en inglés son ISD (Investment Services Directiva) y ya nombrada con anterioridad.

Para la actual normativa, proteger al inversor supone: hacerle conocer y comprender el producto que va a adquirir, que sepa valorar el riesgo en el que va a incurrir y que, con todo lo anterior, situarle en una posición donde sea capaz de tomar una decisión en consecuencia.

La idea central y adónde van dirigida las normas de la directiva es crear un marco regulativo donde las empresas de servicios de inversión ofrezcan una mayor transparencia y adaptando

¹² Datos extraídos del informe 'Fintech: Innovación al servicio del cliente' elaborado por KPMG y Funcas

¹³ Directiva MiFID, preámbulo, punto 12

las ofertas a la capacidad y a la idea que tenga el cliente que pretende contratarla, para ello tendrán que recabar más información de la que se les exigía anteriormente.

La corriente que lleva a promover esta serie de herramienta no es más que la de conocer mejor al consumidor antes de que este contrate un servicio ya que no todos los consumidores de este tipo de servicios tienen la capacidad suficiente para disponer de toda la información necesaria para llevar a cabo una inversión consciente y adecuada, necesitan de la guía de la empresa contratada.

La manera que tiene esta normativa de que este objetivo se lleve a cabo es exigiendo a las empresas:

- Que el trato cliente-empresa se lleve a cabo de una forma honesta, imparcial y profesional.
- Que la información que ofrezcan haga ver al cliente el tipo de servicio que es, tal como es, sin que tengan como propósito, mediante ocultamiento o utilizando solo la información que más les convengan, engañar al cliente en su propio beneficio.
- Que el trato que den tenga un componente más personal, es decir, que se tenga en cuenta las características del cliente, entendiéndose así que no todo producto es susceptible de ser ofrecido de igual manera a todo el mundo. Una oferta más personalizada. Para ellos las empresas deberán:
 - Solicitar información al cliente para conocerle lo mejor posible, y así poder ayudarlo a tomar una decisión de inversión y prestarle los servicios más adecuados.
 - Ofrecer únicamente los productos que, por el conocimiento y experiencia del cliente, sean adecuados para él. Es decir, si el cliente es capaz de valorar su naturaleza y riesgos.
 - El asesoramiento no se limita a la hora de contratar el servicio, sino que se mantiene durante toda la inversión e incluso una vez finalizada

Aun así, la normativa no es unilateral, también le exige ciertos deberes al cliente, este deberá pedir y leer la información que le proporcionen, estando en su mano (como derecho, así como deber) pedir todas las aclaraciones que considere oportunas. Así mismo, deberá ser claro y transparente con toda la información que le demande la empresa para que así esta pueda adaptarse de manera adecuada a sus condiciones específicas.

Este objetivo es básico para conseguir un mercado más acorde a los requerimientos de transparencia y competitividad. Una norma que exige ofrecer información detallada sobre el producto, así como obligar a conocer mejor al inversor es un gran avance. Esta norma entra en vigor en 2007 donde Internet ya no era un desconocido y mucha gente lo utilizaba de forma habitual. Una plataforma que podía ayudar a recabar información de lo que se quería contratar. Una plataforma de alta difusión sumada a la exigencia de los bancos a compartir información de una manera clara y sencilla, nos coloca una información al alcance de todos (de todo el que quiera) donde el cliente puede recabar datos y características de los que esta o quiere contratar.

- **Fomentar la equidad, la transparencia, la eficacia y la integración de los mercados financieros.**

La Unión Europea entiende y transmite a través de esta directiva, que pretende crear un mercado de servicios más competitivo y que no hay un camino para lograrlo que no sea a través de la equidad, transparencia, eficacia e integración del mismo.

La Directiva pone de manifiesto la importancia de la búsqueda de transparencia y equidad en las relaciones empresa-cliente, así como empresa con el resto de organizaciones a través de todo el cuerpo normativo. Por ejemplificarlo:

"Los Estados miembros exigirán que las empresas de servicios de inversión o los organismos rectores del mercado que gestionan un SMN o un SOC establezcan, publiquen, mantengan y apliquen normas transparentes y no discriminatorias, basadas en criterios objetivos, que regulen el acceso a su sistema"¹⁴

"Los Estados miembros exigirán que los mercados regulados garanticen que sus normas sobre servicios de localización compartida sean transparentes, equitativas y no discriminatorias"¹⁵

"Los Estados miembros exigirán que los mercados regulados establezcan normas claras y transparentes en relación con la admisión a negociación de instrumentos financieros"¹⁶

"La limitación de posiciones y los controles de la gestión de las posiciones serán transparentes y no discriminatorios; se especificará cómo se aplicarán a las personas y se tendrá en cuenta la naturaleza y la composición de los participantes en el mercado y el uso que estos hagan de los contratos sometidos a negociación."¹⁷

¹⁴ Directiva MiFID artículo 18

¹⁵ Directiva MiFID, artículo 48

¹⁶ Directiva MiFID artículo 51

¹⁷ Directiva MiFID artículo 57

La consecución del objetivo de transparencia no es más que un paso para completar el resto de objetivos nombrados en esta lista, ya que logrando una información sin edulcorar podremos encontrar un mercado donde se compita en condiciones de igualdad y de equidad.

3.2 CLASIFICACIÓN DE CLIENTES

La actual normativa (MIFID I) clasifica a dos tipos de clientes: Minoristas y profesionales. El cliente profesional posee experiencia, conocimientos y cualificación para tomar sus propias decisiones de inversión y por ello requiere una protección menor. En cambio, el cliente minorista (menos capacitado) goza de una mayor protección que el profesional en relación con los servicios y productos de inversión.

3.3 PRODUCTOS SUJETOS A LA NORMATIVA MiFID

Esta normativa no ofrece una amplia clasificación de los instrumentos financieros que quedan sujetos con la misma debido al momento en el que se crea la normativa y porque, recordemos, es la primera norma que genera un marco regulador, por lo que aún quedaba mucho margen de mejora. En la sección C del Anexo I ofrece un listado de los mismos:

"(1) Valores negociables;

(2) Instrumentos del mercado monetario;

(3) Participaciones de organismos de inversión colectiva;

(4) Contratos de opciones, futuros, permutas ("swaps"), acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de derivados relacionados con valores, divisas, tipos de interés o rendimientos, u otros instrumentos derivados, índices financieros o medidas financieras que puedan liquidarse en especie o en efectivo;

(5) Contratos de opciones, futuros, permutas ("swaps"), acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de derivados relacionados con materias primas que deban liquidarse en efectivo o que puedan liquidarse en efectivo a petición de una de las partes (por motivos distintos al incumplimiento o a otro suceso que lleve a la rescisión del contrato);

(6) Contratos de opciones, futuros, permutas ("swaps") y otros contratos de derivados relacionados con materias primas que puedan liquidarse en especie, siempre que se negocien en un mercado regulado o SMN;

(7) Contratos de opciones, futuros, permutas ("swaps"), acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de derivados relacionados con materias primas que puedan ser liquidados mediante entrega física no mencionados en el punto 6 de la Sección C y no destinados a fines comerciales, que presentan las características de otros instrumentos financieros derivados, teniendo en cuenta, entre otras cosas, si se liquidan a través de cámaras de compensación reconocidas o son objeto de ajustes regulares de los márgenes de garantía;

(8) Instrumentos derivados para la transferencia del riesgo de crédito;

(9) Contratos financieros por diferencias.

(10) Contratos de opciones, futuros, permutas ("swaps"), acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de derivados relacionados con variables climáticas, gastos de transporte, autorizaciones de emisión o tipos de inflación u otras estadísticas económicas oficiales, que deban liquidarse en efectivo o que puedan liquidarse en efectivo a elección de una de las partes (por motivos distintos al incumplimiento o a otro suceso que lleve a la rescisión del contrato), así como cualquier otro contrato derivado relacionado con activos, derechos, obligaciones, índices y medidas no mencionados en la presente sección C, que presentan las características de otros instrumentos financieros derivados, teniendo en cuenta, entre otras cosas, si se negocian en un mercado regulado o SMN, se liquidan a través de cámaras de compensación reconocidas o son objeto de ajustes regulares de los márgenes de garantía."

La norma en sí, aunque novedosa y fuente de importantes cambios, fue insuficiente para afrontar la situación económica donde se desarrolló.

4. 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 (REFUNDICIÓN)

Con el paso de los años, la evolución del sistema financiero, el aumento del número y complejidad de productos financieros y la necesidad de crear un marco jurídico para los mismos más completo y más amplio, provocó la revisión de la normativa MiFID. Así, en 2014, se aprobó un nuevo marco normativo sobre mercados e instrumentos financieros, entrando en vigor el 03/01/18, al menos teóricamente, ampliando los parámetros que establece MiFID y teniendo en el horizonte realizar una profunda reforma en el marco regulador de los mercados financieros, donde la transparencia de los mercados y la protección del inversor goza de un papel más protagonista aun si cabe. Entre otras cosas, extiende las actuales exigencias de transparencia a otros instrumentos de renta variable y no variable en cualquier *venue*. Aunque amplíe el marco normativo en cuestión, el ámbito de aplicación se mantiene igual.

Ambas Directivas suponen un gran cambio en el modelo de información cliente-entidades. Debido a esto, aunque la fecha original para su implementación estaba prevista para el 3 de enero de 2017, la Comisión la pospuso hasta el 3 de enero de 2018 con motivo de permitir a las entidades afectadas por la Directiva desarrollar unos sistemas de información capaces de ajustarse a los nuevos requisitos. Incluso con esta prórroga, la Comisión Europea ofrece datos que indican que hay 11 países que no han comunicado ningún avance en su transposición y 6 que lo han traspuesto de manera parcial. La propia comisión amenaza con sanciones a los países que no avancen en la adaptación de su sistema a la normativa, sin ir más lejos España tuvo que aprobar alguna Ley bajo la presión de la Comisión Europea.

Aparentemente, sin la capacidad sancionadora que la directiva posee, la normativa caería en saco roto ya que se aprecia una cierta desidia por parte de los Estados para presionar a las compañías operantes para adaptarse a las medidas exigidas.

MiFID II está compuesto por:

- La directiva MiFID II, centrada en cuestiones relacionadas con las normas de conducta de las entidades que prestan servicios de inversión
- El Reglamento 600/2014 MiFIR, relativo a mercados de instrumentos financieros, que se ocupa cuestiones relacionadas con la transparencia y la infraestructura del mercado

Aparte de la evolución propia de los sistemas e instrumentos financieros, la normativa MiFID entró en vigencia en un tramo de la historia económica un tanto turbulento. La crisis económica desencadenada tras su aprobación y aplicación no permitió, o al menos dificultó, la correcta puesta en marcha de la misma, exponiendo ciertas debilidades en sus disposiciones. Se centró demasiado en las acciones (ignorando los vehículos de renta fija, derivados, monedas y otros activos) y no abordó las transacciones con empresas o productos fuera de la UE, dejando a los propios miembros decidir sobre las reglas a utilizar. La libertad en un ámbito como el financiero siempre es fuente de inestabilidad y disputa, por lo que, para crear un mercado competitivo y transparente como el que se pretende, es mejor dejar fijados ciertos límites.

La Directiva MiFID II no deja de ser una revisión de su antecesora, pero debido a la magnitud y al alcance de la misma, se le da consideración de directiva propia más que de una simple revisión. Muestra de ello es, por ejemplo, los 97 art que presenta por los 73 de la anterior. No es solo el mayor número de estos sino la pormenorización de los mismos. Digamos que MiFID es el esqueleto donde ha crecido un cuerpo normativo más completo y adaptado como sería su revisión.

MiFID II extiende el alcance de los requisitos de MiFID a más instrumentos financieros. Las acciones, los productos básicos, los instrumentos de deuda, los futuros y las opciones, los fondos negociados en bolsa y las monedas están incluidos en su competencia. Si un producto está disponible en una nación de la UE, está cubierto por MiFID II, incluso si, por ejemplo, el cliente que desea comprarlo se encuentra fuera de la UE, *"Los cambios introducidos en la MiFID pretenden, de acuerdo con las propuestas del grupo De Larosière y el ECOFIN, minimizar –tal como recoge el Considerando 45- las discrecionalidades concedidas a los Estados Miembros que suponían una amenaza para la existencia de un único "campo de juego" con las mismas reglas para todos los Estados y participantes en los mercados."*¹⁸.

En palabras del comisario Michel Barnier, el espíritu de la MiFID II: *"Hará que la negociación organizada de los instrumentos financieros se desarrolle en plataformas de negociación multilaterales y bien reguladas. Se establecen también reglas de transparencia estrictas que prohibirán la negociación anónima de las acciones y de otros instrumentos que puedan ser obstáculo para la formación de precios. Asimismo, las empresas de inversión deberán respetar normas más estrictas a fin de que los inversores puedan estar seguros de que los productos en los que invierten están adaptados a su perfil y que sus activos están bien protegidos. Se establece un sistema que limitará las posiciones que los traders tienen en derivados de*

¹⁸ Boletín Internacional CNMV junio 2019

materias primas y respecto a las operaciones de trading de alta frecuencia, las entidades que lo realicen deberán poner en marcha sistemas de corto circuito para evitar la fuga masiva de los activos”.

4.2 OBJETIVOS

Los objetivos de la Directiva tienen, por un lado, un componente de mejora y complemento para las directrices ya marcadas por su antecesora, y por otro, objetivos propios debido a la evolución de los instrumentos y mercados financieros. Nosotros los trataremos de forma conjunta.

Los mandatos del G20 sobre las áreas menos reguladas por la directiva MiFID, provocó que esta Directiva, MiFID II nazca con vocación de abordar dichas áreas y de emprender una serie de reformas que hagan del sistema financiero más seguro, responsable y transparente (antes y después de la negociación del instrumento financiero).

Aparte de objetivos ya nombrados (adaptarse a la nueva realidad financiera, acatar los mandatos del G20), los dos grandes ámbitos de actuación de esta norma serían:

- Mejorar la protección de los inversores, es un objetivo ya perseguido por su alma mater (y prácticamente por la totalidad de normas dirigidas al sector financiero como hemos visto) pero que se pretende realzar en esta, para ello se elevan las exigencias de transparencia, de organización interna de las empresas y de normas de conducta hacia sus clientes. A nivel normativo, este objetivo se ha logrado pero es pronto para saber si esto se traduce en la realidad.

Este aumento se ve reflejado en áreas concretas como: incentivos, asesoramiento en materia de inversión y productos complejos y no complejos. Las mayores novedades son: el cliente va a recibir más información en relación a la prestación de algunos servicios y se limitan los productos sobre los que se prestan servicios de inversión.

A falta de una completa aplicación en los países europeos y datos que lo avalen, está por ver si el objetivo logra cumplirse o si por el contrario seguirá siendo un objetivo recurrente en sucesivas modificaciones.

Aunque este objetivo deba de estar siempre presente en cualquier ley, llama la atención que cada vez se aborde desde una perspectiva diferente, como si nunca se consiguiera prever las posibles debilidades y solo se atajara el problema cuando este es más que una amenaza.

- Contribuir a la consolidación de un Mercado Financiero Europeo integrado, eficiente (requisito básico para aumentar la rentabilidad del mismo) y competitivo, promoviendo la competencia entre los centros de negociación y eliminando el principio de concentración en los mercados regulados.
- Para ellos se establece un sistema organizado de contratación (SOC o OTF) para captar un número máximo de negociaciones sin regular. Este sistema no sustituye a los demás, sino que coexiste con ellos aplicando su mismo régimen. La mayor diferencia respecto a los mercados regulados, es que aquí se pueden ejecutar ordenes de manera discrecional respecto a determinados instrumentos financieros. A día de hoy, en España solo hay dos SOC inscritos en el CNMV.

En el anexo I se incluye un esquema orientativo sobre los principales puntos sobre los que incide la norma.

4.3 NOVEDADES

4.3.1 CLASIFICACION DE PRODUCTOS

Mientras la MiFID ofrecía una lista breve de los productos que se ven afectados por la misma (un listado de 10 productos financieros), esta aborda más la materia, lo amplía y ofrece una clasificación de los mismos. La directiva opta por diferenciar entre productos complejos y no complejos.

A pesar de esto la propia directiva, consciente de la dificultad intrínseca de establecer un listado cerrado de estos instrumentos, no cierra la puerta a otros: *"...así como cualquier otro contrato derivado relacionado con activos, derechos, obligaciones, índices y medidas no mencionados en la presente sección C, que presentan las características de otros instrumentos financieros derivados, teniendo en cuenta, entre otras cosas, si se negocian en un mercado regulado..."*¹⁹.

Los requisitos que ha de reunir un producto para entrar en una categoría u otra viene serian:

¹⁹ Directiva MiFID II. Anexo 1 Sección C Apartado 10

1. Productos No Complejos.

Según la CNMV, tendrán la consideración de productos no complejo si cumple todos y cada uno de los siguientes requisitos:

- *"Se pueden reembolsar de forma frecuente a precios conocidos por el público. En general, siempre es fácil conocer su valor en cualquier momento y hacerlos efectivos.*
- *El inversor no puede perder un importe superior a su coste de adquisición, es decir, a lo que invirtió inicialmente.*
- *Existe información pública, completa y comprensible para el inversor minorista, sobre las características del producto.*
- *No son productos derivados."*

Son aquellos que el cliente conoce el producto sin necesidad de evaluarle, y que, por lo tanto, no requerirá comprobaciones sobre su conocimiento y experiencia inversora. Deuda pública, fondos monetarios, renta variable cotizada, cedulas hipotecarias, renta fija privada... tendrían la consideración de este tipo de productos.

Tener cuatro requisitos para que tengan la consideración de producto no complejo y necesitar que se cumplan todos facilita el hecho de clasificarlos porque pondera todos de la misma manera sin que quepan combinaciones confusas donde un producto que cumpla las tres primeras se incluya como tal pero no si cumpliese las tres últimas. Además de simplificar la definición de la otra categoría de productos: los productos completos.

2. Productos complejos

La definición que se hace de estos productos es por exclusión, es decir, cualquier instrumento financiero que incumpla alguno de los requisitos antes nombrados. Estos productos conllevan un mayor riesgo para el inversor, suelen gozar de menor liquidez y se requiere de experiencia y conocimiento sobre ellos para entender los riesgos que lleva aparejado.

Algunos ejemplos serían: Warrants, notas estructuradas, activos alternativos, deposito estructurado garantizado con interés variable, obligaciones subordinadas.

La clasificación tal y como está redactada supone un avance a mi forma de verlo ya que la definición por exclusión de los productos no complejos provoca la imposibilidad de que un instrumento siga sin estar regulado, porque si no cumple con alguno de los requisitos para tener consideración de producto complejo, se incluirá obligatoriamente como no complejo.

4.3.2 NUEVA CLASIFICACIÓN DE CLIENTES

No todos los clientes tienen el mismo nivel de información, formación y experiencia en instrumentos financieros. En consecuencia, la información y el nivel de protección que la normativa MiFID II les otorga son diferentes. La revisión de la normativa amplía a su antecesora y distingue entre tres tipos de clientes:

A. Contraparte elegible

Tienen consideración de contraparte elegible aquellos clientes especializados que tienen un gran conocimiento y experiencia sobre el mercado financiero. A grandes rasgos, suelen ser las entidades que tienen la autorización para operar en los mercados financieros. Este tipo de clientes son los que menos protección reciben por parte de la directiva. Por mencionar algunos:

- Entidades de crédito
- Entidades aseguradoras y reaseguradoras
- Instituciones de inversión colectiva
- Entidades de capital-riesgo
- Fondos de pensiones y sus sociedades gestoras

No obstante, la propia normativa establece que *“La clasificación como contraparte elegible según el párrafo primero se entenderá sin perjuicio del derecho de esas entidades a solicitar, bien de forma general o bien para cada operación, el trato como clientes, en cuyo caso su relación con la empresa de inversión quedará sujeta a las disposiciones de los artículos 24, 25, 27 y 28.”*

B. Clientes profesionales

Quedan regulados en el Anexo II de la presente directiva *“Cliente profesional es todo cliente que posee la experiencia, los conocimientos y la cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y para valorar correctamente los riesgos inherentes a dichas decisiones.”*

A este tipo de clientes se le otorga, lo que podríamos considerar, un grado medio de protección. esto se traduce en que la entidad no tiene que evaluar la conveniencia de la operación para él, pero si tiene que facilitar al cliente mayor información sobre el producto (información precontractual, por ejemplo).

Además de las entidades autorizadas para operar en mercados financieros (mismas que las que tienen consideración de contraparte elegible), tendrán la consideración de cliente profesional aquellas empresas que, de los requisitos siguientes, al menos cumplan dos:

- Total del balance: 20.000.000 euros
- Volumen de negocios neto: 40.000.000 euros
- Fondos propios: 2.000.000 euros

C. Clientes minoristas

Son todos aquellos que no entran en las dos anteriores categorías. A este grupo se le otorga un nivel de protección máximo.

La normativa establece que la entidad correspondiente deberá facilitar información precontractual con una descripción general de la naturaleza y riesgos de los instrumentos financieros. También tiene que asegurar que el producto que el cliente quiera contratar se adecua a él, que lo comprende y es consciente del nivel de riesgo que este acarrea a través de una evaluación.

A pesar de esta clasificación estipulada, los clientes tienen la potestad de solicitar el cambio de la categoría asignada por voluntad propia. Los cambios de categoría pueden suponer un incremento o una disminución de la protección que se le ofrece al cliente. En el caso de que el cliente opte por ser encuadrado en una categoría que le ofrezca menor protección, el procedimiento a seguir es más complejo.

El procedimiento a seguir viene marcado en el Anexo II apartado II:

"Los clientes antes definidos solamente podrán renunciar a la protección de las normas de conducta si observan el siguiente procedimiento:

- deben declarar por escrito a la empresa de inversión que desean ser tratados como clientes profesionales, ya sea en todo momento o con respecto a un servicio de inversión o a una operación determinada, o a un tipo de operación o producto;

- la empresa de inversión debe advertirles claramente por escrito acerca de las protecciones y de los derechos de indemnización de los que pueden quedar privados;

- deben declarar por escrito, en un documento separado del contrato, que son conscientes de las consecuencias de su renuncia a esas protecciones.”

Antes de decidir si aceptan la solicitud de renuncia, las empresas de inversión estarán obligadas a adoptar todas las medidas razonables para asegurarse de que el cliente que pide ser tratado como cliente profesional cumple los requisitos expuestos anteriormente en la sección II.1.

La solicitud para el cambio de categoría se realizará a petición única del inversor, sin que exista posibilidad alguna de que la entidad incentive o presione al cliente.

Aparte de la clasificación, la revisión de la norma obliga a los productores a identificar un potencial mercado destinatario atendiendo a cinco categorías: el tipo de clientes a los que se dirige el producto, experiencia y conocimientos, situación financiera, tolerancia al riesgo y los objetivos y necesidades de los clientes destinatarios.

Una mayor información por parte de las empresas/productoras, bien sea de lo que espera el cliente contratar, bien de a quién va dirigido el cliente, es sinónimo de mayor probabilidad de ofertar el producto correcto al cliente adecuado. La norma supone un completo acierto a la hora de no solo exigir a los comercializadores del producto sino también a los creadores del mismo. Incluso un cliente con escasa formación puede enterarse si un producto está orientado a él viendo las cinco categorías.

4.3.3 DOCUMENTACION MIFID

Una de las medidas tomadas por la Directiva relacionada con el aumento de protección del inversor, la mayor preocupación sobre la relación cliente-entidad pre y post contratación y la nueva clasificación de los instrumentos financieros; es la aplicación de una serie de documentación a aportar por la entidad para conocer mejor la situación y características del cliente. Test de idoneidad y test de conveniencia.

1. Test de conveniencia

Se trata de un cuestionario realizado por parte de la entidad hacia el cliente con el objeto de evaluar los conocimientos y experiencia de este en los mercados financieros.

Este cuestionario habrá de realizarse a todos los clientes con consideración de minoristas que pretendan contratar un producto complejo o bien, cuando se trate de un producto no complejo pero que la contratación venga a iniciativa de la entidad. Deberá realizarse por escrito y firmado, o bien por otro medio que deje constancia fehaciente de que se ha realizado.

En el cuestionario se realizan preguntas referidas a los conocimientos de la persona (nivel de formación, profesión, conocimiento de los mercados e instrumentos financieros), experiencia inversora, situación financiera del cliente y que pretende obtener con la inversión.

Que el resultado de este test sea positivo o negativo (que la inversión que quiera realizar el cliente sea acorde o no con su situación personal) no es determinante, es decir, el cliente aun podrá llevar a cabo la contratación del mismo, aunque el resultado sea negativo. Para ello la entidad le informará de la advertencia y el cliente deberá de firmarla.

El cuestionario en si no es tan relevante como la información que se obtiene de él, por eso, la realización del mismo no es necesario en el caso de que la entidad conozca la información por otros medios.

La inclusión de este test acompaña el deber que tienen las entidades de preocuparse por que el producto ofertado concuerde con la persona que lo contrate.. Este es un ejemplo práctico de lo que busca la Comisión Europea, que las empresas conozcan mejor a sus clientes.

En el anexo II se incluye el formulario usado por una de las entidades españolas. El contenido del formulario no viene impuesto por la normativa por lo que la redacción del mismo corre a cargo de las entidades, aunque es supervisado por la CNMV para que la información recogida sea la indicada.

2. Test de idoneidad

Citando a la CNMV, el test de idoneidad es "un conjunto de preguntas que las entidades financieras realizarán a sus clientes para obtener información sobre sus conocimientos y experiencia previos, así como sobre sus objetivos de inversión y su situación financiera. Estos datos permitirán a la entidad recomendar las inversiones más adecuadas para el inversor".

El objetivo principal de este test es evitar que un cliente contrate un producto desde el desconocimiento del funcionamiento del mismo o sin que sepa los riesgos que el mismo acarrea. Se deberá llevar a cabo en caso de asesoramiento en materia de inversiones o de gestión discrecional de carteras.

La información que recaba este test sobre el cliente es acerca de: los objetivos de la inversión (horizonte temporal, finalidad de la misma), la situación financiera del cliente (nivel de ingresos, inmuebles que tenga en posesión) y los conocimientos de este sobre los mercados financieros. a partir de esto, la entidad elaborara un perfil del cliente clasificándolo como conservador (riesgo bajo), moderado (riesgo medio) o arriesgado (riesgo alto). Siguiendo el perfil que ofrece este cuestionario, las entidades ofrecerán un producto u otro atendiendo a la aversión al riesgo del cliente. A pesar de que esta es la información que debe recabar la empresa, esta goza de discrecionalidad a la hora de formular el cuestionario siempre que obtengan la información pertinente de sus clientes.

Uno de los puntos más controvertidos de este cuestionario es la imposición de la pregunta al inversor sobre si quiere invertir de forma responsable. Es controvertido por dos razones. Primera, al incorporar esta pregunta de forma tan directa en la sociedad donde nos desenvolvemos donde la preocupación sobre el medio ambiente va en aumento, pocos inversores serán tan atrevidos de contestar con un "no". Segundo, la ambigüedad del término, aunque existe el concepto de inversión socialmente responsable (ISR), no se han estipulado claramente parámetros para medir el grado de sostenibilidad de un producto. Esta medida, aun siendo un paso hacia adelante en materia de sostenibilidad del planeta, aun es difusa y vaga ya que, aunque podemos ver claramente aquello que entendemos como sostenible y aquello que no, existe un amplio espectro de productos situados a caballo entre ambos que, a falta de regulación, no tienen clara su clasificación.

Asimismo, la Directiva no establece un periodo fijo de vigencia del test, simplemente estipula que las empresas deberán renovar la información que tengan del cliente con la finalidad de que esta no se quede "desactualizada, inexacta o incompleta".

La CNMV, haciendo uso de su capacidad, ha impuesto sanciones a varias entidades (cifra que el propio organismo no quiere revelar) por no tener bien definido este test sobrevalorando algunas características de los clientes.

Así pues, vemos que, mientras el test de conveniencia trata de un cuestionario general sobre el cliente, el test de idoneidad se centra en aspectos más específicos del cliente.

La correcta realización de estos test por parte de las entidades hacia sus clientes es de vital importancia, tanto es así, que la omisión de alguno de ellos cuando sea necesario aplicarlo supone la posibilidad de que se produzca una situación de indefensión hacia el cliente al no poseer el conocimiento necesario sobre el producto y los riesgos que este conlleva. Esta

situación puede suponer la nulidad del contrato, situación que ya se ha dado.²⁰ No obstante, la realización de este tipo de test no sería necesaria en el caso de que el servicio se preste a iniciativa del cliente, en las operaciones conocida como "solo ejecución".

Aunque la creación de estos tipos de test es la de conocer al cliente y saber si está preparado para la contratación del producto, no deja de ser un test genérico que no puede ajustarse a cada una de las situaciones que se planteen ya que busca cubrir una serie de circunstancias generales. Esto da situaciones donde información relevante del cliente no es recogida por el cuestionario "impidiendo" la contratación de un producto.

Por ejemplo, una persona sin estudios superiores, pero con conocimientos avanzados sobre productos financieros adquiridos por su experiencia o formación autodidacta, puede ver como el producto que quiere contratar no le es recomendado por el sistema por el simple hecho de no poder acreditar ante el propio sistema que los posee. En la misma línea, una persona con estudios superiores puede ser declarada como apta por el sistema para la contratación de un producto, aunque estos estudios poco o nada tengan que estar relacionados con el sector financiero, simplemente por tenerlos se le presupone un mayor grado de comprensión.

A pesar de que el fin por el que se crea estos cuestionarios sea el de conocer mejor al cliente para ofrecerle una oferta más personalizada, una lista de preguntas cerradas no es suficiente para llevarlo a cabo. La alternativa, y aprovechando la exigencia de una mayor formación por parte de los empleados que hablaremos posteriormente, será la de, a partir de una serie de preguntas, dotar de mayor discrecionalidad al empleado para incluir información que crea conveniente en el sistema, logrando de esta manera un servicio más ajustado al cliente.

4.3.4 SERVICIO DE ASESORAMIENTO

Una de las maneras por la que aboga esta normativa para proteger al cliente es a través de la transparencia. El cliente deberá saber cuánto paga y porque está pagando. Para ello, la normativa obliga a las entidades a declararse como independientes o no independientes, al igual que a declarar porque motivo están cobrando a sus clientes.

Tienen la consideración de asesores no independientes aquellos que reciben sus honorarios de la entidad o gestora para la que trabajan, mientras que los independientes cobran

²⁰ STS 354/2014

directamente del cliente. Además, los asesores no independientes tendrán una cartera de productos más centrada (o únicamente) en los productos que oferta la entidad o gestora para la que trabaja. Por último, podríamos considerar que los asesores independientes se centran más en las necesidades del cliente ya que de la satisfacción de este depende su reputación.

En la situación previa a la creación de esta normativa los asesores no tenían el deber de establecerse en una categoría u otro frente al cliente, por lo que este no sabía si el asesor respondía únicamente a las necesidades del cliente o bien sucumbía a las posibles presiones que pudieran ejercer la entidad o la gestora para la que trabajaba para “colocar” sus propios productos.

Un informe de la CNMV a través de los llamados *Mystery Shopper* en 2017 puso de manifiesto alguna de las carencias que esta Directiva quiere solventar. En el estudio llevado a cabo se demostró que las entidades informaban de forma leve al cliente en cuanto a comisiones, costes y gastos aplicables a los instrumentos financieros, al igual que cuando los asesores explicaban la naturaleza de los instrumentos financieros se ponía de relieve las ventajas del mismo sin mostrar tanto interés por hacer referencia a los riesgos del mismo.

A través de esta normativa, se prohíbe el cobro de retrocesiones (comisiones de terceros por vender sus productos) por parte de los asesores independientes que se limitaran a cobrar por el trabajo de asesoramiento. Con esto se busca que la información que llega al cliente no llegue adulterada para inducirle a que adquiriera un producto financiero determinado, sino que adquiriera el que más se ajuste a sus necesidades. Los asesores no independientes si podrán cobrar dichas retrocesiones siempre y cuando informen a los clientes de ello.

Además, los asesores independientes no podrán ofertar únicamente propuestas de su propio banco mientras que a los no independientes se les impone una obligación de que al menos el 25% de los productos de su propuesta no sean propios. Con ello se genera que los clientes vean como el servicio que contratan se ajuste más a sus preferencias.

Lo que genera esta situación es un aumento del coste que supondrán los honorarios de los asesores por la prestación de servicios y que presumiblemente repercutirá directamente en el cliente incrementando los costes de los mismo y, presumiblemente, limitando la posibilidad de este a determinados clientes de perfil económico más bajo.

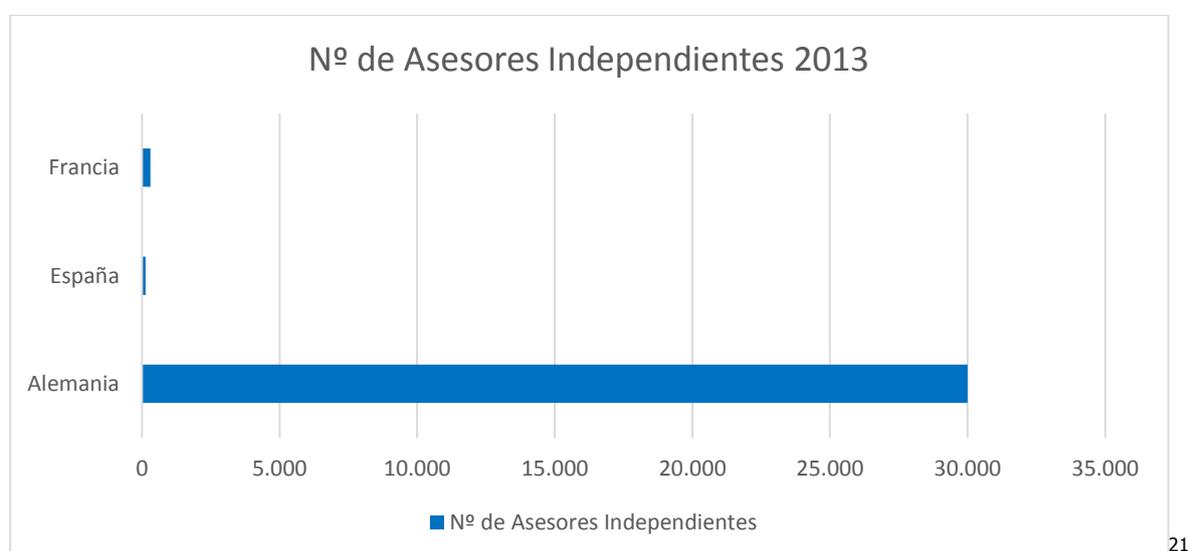
Sumado a esto, con la MiFID II las entidades están obligadas a optar siempre por la mejor ejecución de producto, es decir, deberán ofertar el producto que tenga el menor precio y con los costes de ejecución más bajos. También obliga a las entidades a presentar más de una

oferta del mismo teniendo que dejar claro cuál es la de la propia entidad y cual la oferta externa.

Además, la nueva normativa europea en asesoramiento financiero obliga a presentar más de una oferta de producto y a diferenciar claramente entre la oferta propia (la de productos del banco) y la externa

A nivel fiscal los asesores independientes deberán llevar a cabo el pago del IVA por el cobro de sus servicios.

Para poner en contexto la situación de del asesoramiento financiero independiente europeo antes de la promulgación de la reforma:



La grafica nos muestra cómo, mientras a nivel europeo, el uso de asesores independientes era una práctica frecuente, España aún era una modalidad por explotar. Países como Alemania, Reino Unido se situaban entre el Top-5 de países con mayor número de clientes de alto patrimonio en la industria independiente, mientras que España solo contaba con un patrimonio asesorado de 15.437 millones de euros (únicamente un 1% del mercado total de asesoramiento). El modelo financiero español fuertemente influenciado por el sector bancario sumado a la menor presencia de retrocesiones en otros países (en algunos casos prohibidos, como en UK) que en el nuestro, explica la situación que se daba en 2013.

²¹ Datos sacados de la CNMV y la gestoría BPN. Fuente: Elaboración propia.

Una muestra más de como la normativa no se ha aplicado por igual en toda Europa y como el viejo sistema sigue marcando los costes generados en el asesoramiento y en la contratación del producto es los datos ofrecidos por el informe Global Investor Experience, que estudia los mercados donde las comisiones y gastos son más favorables para los inversores.

| Escala Superior | Mejor que la Media | En la Media | Por debajo de la Media | Escala Inferior |
|------------------------|---------------------------|--------------------|-------------------------------|------------------------|
| Países bajos | Suecia | Dinamarca | Bélgica | Italia |
| | Suiza | Noruega | Francia | |
| | Reino Unido | Finlandia | Alemania | |
| | | | España | |

22

4.3.5 FORMACIÓN OBLIGATORIA

Esta Directiva establece la obligatoriedad de acreditar un cierto nivel de formación financiera a asesores y directivos de asesorías o entidades que comercien con productos financieros.

La exigencia de obtener un certificado para poder ser asesor no es para otra cosa que para mejorar el nivel formativo de la plantilla (asesores). Con ello se pretende que servicio que presten sea más acorde a las necesidades de cada sujeto, ya que estarán en una mejor posición para brindar una información más clara al cliente sobre las características del producto y los riesgos que trae consigo.

Así bien, la normativa no exige el mismo nivel de formación para todo aquel trabajador que comercie con productos financieros diferenciando entre aquellos que solo informen y aquellos que asesoren. Siguiendo las pautas marcadas²³ por el CNMV los conocimientos que deberán tener cada uno serán:

-Para el personal que proporcione información sobre productos de inversión, servicios de inversión o servicios auxiliares: Conocer características, riesgos y aspectos esenciales de los

²² Aunque los datos ofrecidos por el estudio son a nivel mundial solo hemos mostrado países europeos. Fuente: Elaboración propia.

²³ Guía Técnica 4/2017 para la evaluación de los conocimientos y competencias del personal que informa y que asesora

productos de inversión que ofrece la sociedad; conocer el importe total de los costes y gastos en los que incurra el cliente; conocer las características y alcance de los servicios de inversión; conocer el funcionamiento de los mercados financieros y como afectan en el valor y fijación de los productos sobre los que proporcionan información; conocer la diferencia entre rendimientos pasados y rendimientos futuros; conocer el efecto de las cifras económicas y acontecimientos nacionales, regionales y globales en los mercados financieros y en valor de los productos financieros sobre los que informan; conocer suficientemente la normativa de mercado de valores, evaluar datos relativos a los productos de inversión sobre los que informan; conocer las estructuras específicas del mercado para los productos de inversión sobre los que proporcionan información; y tener conocimientos básicos sobre los principios de valoración para el tipo de productos de inversión sobre los que proporcionan información.

-Para el personal que presta asesoramiento en materia de inversión, además de los conocimientos requeridos nombrados anteriormente, se le exige: cumplir las obligaciones exigidas por las sociedades en relación con los requisitos de idoneidad; conocer como el tipo de producto de inversión puede no ser adecuado para el cliente; evaluar datos relativos al tipo de productos de inversión ofrecidos o recomendados al cliente; y conocer los fundamentos de gestión de carteras.

La normativa permite que la formación a los trabajadores venga dada de forma externa o interna, ya bien por la propia entidad o por una asociada. Si bien, cuando no sea acreditada por los cursos que imparten los organismos previamente aprobados se reforzara la necesidad de corroborar que los empleados tienen la formación y conocimientos adecuados. Los cursos y organismos que lo proporcionan no conforman una lista cerrada, si otro organismo considera pertinente que reúne los requisitos necesarios para que se considere dentro de la lista deberá hacer un requerimiento para que sea incluido.

Además, la normativa obliga a que, al menos, haya un asesor cualificado por oficina. Este requerimiento provocó que la entidad CaixaBank diera formación a 10.500 empleados antes del 3 de enero de 2019, y estima que la cifra aumentará en 15.000 durante los próximos 3 años.

Aun así, aquellos empleados que aún no hayan adquirido el título (y los conocimientos que ello conlleva) o la experiencia adecuada podrán seguir desarrollando su actividad siempre y cuando la realicen bajo la supervisión de otro empleado que si la tenga. Aun así, la supervisión que este realice se adecuara a la formación y la experiencia del supervisado, siendo la administración de la entidad quien fije las responsabilidades del supervisor en su labor. Tal es

la importancia de la figura del supervisor que el mismo asumirá la responsabilidad de la prestación del servicio como si el mismo la hubiera realizado. Sin embargo, esto no deja de ser una situación transitoria ya que el empleado bajo supervisión solo podrá ejercer el ejercicio de esta forma durante un plazo máximo de 4 años.

Sobre la formación hay que destacar que exista una amplia discrecionalidad para llevarlo a cabo, por ejemplo, la entidad BBVA realiza un curso de 100 horas online mientras que CaixaBank lo realiza de forma semipresencial con una duración de 20 meses con exámenes por bloque online y un último examen presencial. Esto sumado a la libertad que deja la normativa a la hora de elegir quien oferta el curso da muestra de que lo que persigue es crear entidades con plantillas más preparadas en base a unos conocimientos comunes y no ofertar un curso concreto.

4.3.6 DIFERENCIACION ENTRE ASESORAMIENTO Y COMERCIALIZACIÓN

Otro punto clave de la normativa es la que regula la información que se otorga a los clientes, sobre todo en materia de asesoramiento. Mientras que asesorar consiste en recomendar un producto personalizado al cliente conociendo su situación (personal y financiera) y los objetivos que pretende lograr con la inversión, con la comercialización se pretende colocar un producto de la cartera de la entidad al cliente independientemente de la situación y objetivos del cliente.

Anteriormente a la normativa, la situación que se daba en la mayoría de los casos es que los bancos ofrecían este servicio (asesoramiento) de forma "gratuita", ya que, aunque no lo indicaban abiertamente al cliente, en el precio final del producto venía incluido el coste por este servicio. En este escenario nos encontrábamos la llamada retrocesión de comisiones. Los bancos inducían al cliente a contratar el producto financiero que más ganancias les fuera a dar en vez de adecuarse a la situación y preferencias de las personas. Esto se debía a que ese producto lo gestionaba una gestora que, a su vez, del cobro que realizaba al cliente, destinaba una comisión para el banco que hubiera "colocado" el producto.

Con la revisión de la normativa lo que se pretende es mejorar la transparencia hacia el cliente. Para ello, los bancos deberán otorgar información detallada y desglosada de los gastos y costes de la contratación del producto.

Con esta medida se producirá un aumento de la competitividad en el mercado financiero debido a que, los clientes, conocedores de cuando cuesta el servicio de asesoramiento, buscarán la entidad que más beneficios les dé.

Al ser esta normativa la primera que ofrece unas reglas más específicas sobre la colocación de productos financiera, lo que han conseguido es crear una "normativa de mínimos" ya que actualmente las entidades se limitan a cumplir los estándares sin que todavía ninguna se distinga por ofrecer mayor protección o transparencia ya que han estado ocupadas simplemente ajustándose a lo requerido.

Lo que si podemos decir es que, entidades como Santander, CaixaBank, Bankia y Sabadell realizan una clasificación más exhaustiva sobre los clientes, siendo esta desde conservador hasta agresivo con dinámico como punto intermedio.

4.4 POTESTAD SANCIONADORA

La revisión de la normativa incluye un endurecimiento de las normas sancionadoras, algo que se mostrado como básico para lograr los objetivos planteados. Frente a la primera normativa, la revisión se preocupa más de tipificar conductas. Es de destacar la discrecionalidad que se le otorga a cada país en caso de que la misma situación sea tipificada distinta en su derecho nacional que en el reglamento, estando en manos del estado optar por la vía penal, si está tipificado como tal, en vez de la sanción administrativa que impone la directiva.

Apoyando lo apuntado anteriormente, la multa por una infracción muy grave era de 600.000 euros, el quíntuplo del beneficio obtenido, el 5% de los recursos propios o de los fondos empleados en la actividad que dio lugar a la infracción (la cifra que sea mayor); ahora se eleva a cinco millones o el 10% del volumen de negocio. En caso de las infracciones graves de 300.000 se pasa a 2.500.000 euros y del 2% de los recursos propias al 5% del volumen anual de negocios.

5. DIRECTIVA MiFID EN EL ORDENAMIENTO ESPAÑOL

La transposición de la MiFID II, que tuvo su entrada en vigor en España el 19 de enero de 2019, se completó a través del Real Decreto 1464/2018, con él se pretende “completar el desarrollo reglamentario”²⁴. Antes de este, ya se dieron pasos para la adaptación normativa a la legislación española como a través del Real Decreto Ley 21/2017 y del Real Decreto-ley 14/2018. A pesar de que la entrada en vigor de la normativa a nivel europeo estaba fijada para principios de 2018, España ha tardado un año más y a marchas forzadas. Este comentario viene motivado por la promulgación acelerada del Decreto-ley 14/2018, que modifica el texto refundido de la Ley de Valores, ya que este se aprobó una vez cumplido el plazo y con la amenaza por parte de la Comisión Europea de posibles sanciones si no lo realizaba. El retraso de la aplicación de la norma se debe en parte por dos motivos: la necesidad de ajustar los distintos sistemas, bien de información bien de gestión, a las exigencias de la misma; y la inestabilidad política sobre la que se han desarrollado los decreto-ley en cuestión que han impedido encontrar un consenso.

La Directiva MiFID II ha supuesto un cambio en el marco regulador de los sistemas y productos financieros, esto se traduce en que las gestoras tienen que desarrollar sus servicios con unas reglas distintas hasta las utilizadas hasta ahora, y que los clientes se enfrentan a un escenario más favorable, al menos a nivel normativo, donde llevar a cabo sus operaciones.

Los clientes ven su posición reforzada pasiva y activamente. De forma pasiva, ya que las entidades con las que contraten o se informen sobre un producto financiero deberán de llevar a cabo una serie de averiguaciones sobre los conocimientos de este así como su situación financiera y objetivos que pretende con la inversión, siguiendo esta información al cliente se le categoriza de una forma u otra y se le aconseja realizar la inversión o no, es decir, el cliente simplemente con contestar preguntas sobre su situación ve si está eligiendo una opción conveniente (a priori) para él. Esto resulta un gran avance ya que limita en cierta medida la capacidad de una entidad de colocar un producto a un cliente con el total desconocimiento de este de si es lo que quería o pretendía querer. De forma activa, porque las entidades tienen obligación de ofrecer información más detallada y clara hacia el cliente, pero este tiene el deber de hacer uso de esa información. Cada vez más clientes preguntan más, se interesan más por el producto que les ofrecen y no se quedan simplemente con lo que les dicen, sino que indagan por su cuenta recabando la mejor información posible.

²⁴ Boletín Oficial Del Estado Número 313

A su vez, que los clientes pregunten más, y las entidades tengan que adaptarse mejor a sus necesidades, provoca que las últimas tengan que ofrecer un servicio más completo. Que el cliente sabe por lo que paga, presiona a las gestoras para que estas ofrezcan un servicio más completo o más barato, sin que barato suponga una disminución excesiva de la calidad del mismo ya que el cliente (ahora con más posibilidades de informarse) no optará por esa opción.

Sumado a todo esto, y siguiendo la corriente de ofrecer un mejor servicio, las empresas han tenido que formar o mejorar la formación que ya tenían sus asesores. La norma, que obliga a tener unos conocimientos básicos si se quiere informar o comercializar un producto, provocará que la oferta se pueda adaptar mejor a las necesidades del cliente. Hablamos en futuro ya que no todas las entidades han terminado de formar como se espera a sus empleados, bien por falta de tiempo, bien por la prórroga que ofrece la propia directiva a aquellos empleados que, aún sin tener el título que los acredita como válidos para el ejercicio de su actividad, les permite llevarla a cabo bajo supervisión.

En España el número de asesores financieros certificados se sitúa en 32.000 miembros, lo que supone un 20% más que cuando entro en vigor la Directiva. Para poner en contexto el dato y el crecimiento de esta cifra, anualmente se realizan una media de 8.000 exámenes individuales.²⁵

A pesar de los beneficios que supone tener una plantilla bien formada capaz de responder mejor a los escenarios cada vez más dinámicos a los que nos enfrentamos, también supone un coste para las empresas. Debido a ello muchas simplemente buscan que sus empleados cuenten con el título necesario sin revisar pertinentemente los conocimientos de sus empleados, un caso más de "titulitis" que se da en España, que se premia más la titulación que los conocimientos (más difíciles de demostrar de primeras). Muestra de esta opinión es la información sacada a relucir en un informe de la EFPA, donde la mitad de los asesores financieros cogidos como muestra observan que las exigencias de las empresas solo buscan alcanzar el mínimo exigido.

Poco o nada se dice sobre la posibilidad de una revisión de esos conocimientos de forma periódica, exigencia que podría suponer una presión añadida para que las entidades ofrezcan los cursos de forma veraz.

En una sociedad más concienciada con el medio ambiente, aún con largo camino por recorrer, la pregunta incluida en el test de idoneidad relativa a la inversión responsable, es un paso más

²⁵ Datos ofrecidos por la EFPA

hacia el objetivo a lograr. La inclusión de esta pregunta no es solo una muestra más de la orientación que se quiere buscar a nivel global con el medio ambiente, sino que es de gran ayuda para aquellas personas interesadas en productos ISR o aquellas que desconocían la existencia de esta clase de productos pero que buscan estar comprometidas con el mismo. Aunque desde mi punto de vista es un avance, la forma en la que se formula la pregunta tiene cierto componente invasivo ya que es difícil contestar con un “no” rotundo en caso de que te pregunten si quieres colaborar con el medio ambiente. Aun así, es un gran paso a la hora de dar a conocer y dar mérito a aquellas empresas que tienen en cuenta los factores financieros habituales como la rentabilidad o el riesgo, pero también los criterios de tipo social, medioambiental o cívico.

A nivel estatal, la normativa que estamos tratando junto al Plan de Acción de Finanzas Sostenibles de la Comisión Europea, ha generado que la Inversión Sostenible y Responsable (ISR) haya alcanzado los 210.644 millones de euros gestionados en 2018²⁶, un incremento del 13,5% respecto al año anterior. España se une así a la corriente existente en el sector financiero que al fin entiende que una inversión sostenible no es simplemente una moda pasajera sino el camino a seguir.

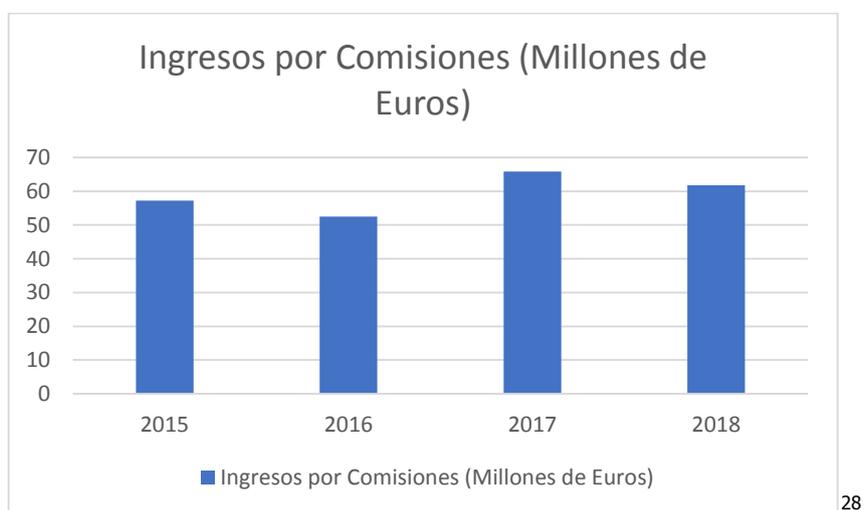
El punto de la directiva que se ha hecho notar más sobre gestoras y clientes en España es la mayor transparencia en el precio del producto, es decir, la obligación que tienen de desglosar detalladamente el precio que se paga y por qué se paga. ¿Por qué esto tiene tanto peso sobre todo en España? Esta nueva exigencia supone, al menos teóricamente, el fin del cobro de retrocesiones. No es que la directiva prohíba explícitamente el cobro de las mismas, pero la documentación a realizar, así como mostrar al cliente lo que paga supone una reducción de las mismas considerable.

El desglose del precio del producto ha provocado que la mayor parte de las entidades que comercializan con este tipo de productos pasaran de tener mayoritariamente productos de clase Retail a productos de clase Limpia. La clase de un fondo no es más que los distintos tipos de participaciones del fondo, dependiendo del tipo que sea esta se cobrará más o menos comisiones. Así un producto de clase Retail tendrá entre un 0,1% y un 0,5% más que un producto de la clase privada, que a su vez es superior con el mismo margen que aquellos de la clase Institucional.

²⁶ Cifra registra en el estudio ‘La Inversión Sostenible y Responsable en España 2019’, elaborado por Spainsif

El pero que se puede remarcar es que esas clases limpias solo son accesibles para inversores profesionales a través de asesores financieros, bancos privados o carteras administradas ofrecidas por los grandes bancos.

Este cambio es sobre todo a nivel nacional, es decir, de aquellas gestoras enfocadas al negocio de inversión nacional ya que aquellas que tienen un enfoque más internacional llevan varios años siguiendo esta corriente, tanto es así, que en el último año se ha registrado un aumento del 50% del negocio internacional sin retrocesiones. Esto nos indica que no es un cambio que haya venido de improviso en el sector financiero. Si ampliamos nuestro punto de vista, las entidades con base en UK llevan un mayor adelanto ya que llevan sin cobrar retrocesiones desde hace 5 años siguiendo la RDR²⁷ que prohíbe explícitamente el cobro de estas.



A pesar que se han disminuido la cantidad de estas comisiones de forma loable, a España le queda largo camino por recorrer para situarse a la vanguardia en cuestión de costes (bajos costes) a nivel europeo.

El desarrollo normativo europeo transpuesto a la legislación española nos deja un escenario favorable para un inversor cada vez más protegido sin estar a plena merced de las grandes compañías de forma relativa. ¿Por qué de forma relativa? Los cambios exigidos por la directiva suponen un cambio en distintas esferas del servicio y estos cambios llevan consigo un aumento del gasto que tengan que realizar las empresas, esto causa que muchas pequeñas firmas tiendan a desaparecer dejando a las grandes firmas que puedan hacerse cargo del aumento presupuestario como únicos referentes en el sector financiero o bien pequeñas firmas que

²⁷ Retail Distribution Review

²⁸ Datos CNMV Fuente: Elaboración propia

reduzcan su presupuesto en otras partidas como por ejemplo el análisis de productos de terceros lo que provoca una peor oferta. A la vez que el cliente ve reforzada su posición, las grandes empresas acaban siendo en las que mejor situación quedan ya que eliminan o reducen la competencia que les pudiera hacer las pequeñas. En un país como España donde las PYMES suponen la mayor parte del entramado empresarial, habrá que esperar a ver cómo se desarrolla el sistema financiero para ver si a largo plazo la normativa causa más daños que beneficios.

A nivel nacional es básico nombrar el papel que ejerce la CNMV, desde su creación en 1988 ha ido viendo como su papel sobre los sistemas financieros y las entidades que operan él se ha incrementado. Esta directiva es una muestra más de ello, ya que, a lo largo del texto normativo deja clara su intención de reforzar la posición de los organismos reguladores para desarrollar un marco para los mercados financieros. Podemos ver numerosas referencias donde el propio texto establece el deber de los Estados Miembros y de las autoridades competentes para velar por el seguimiento y cumplimiento de las normas y requisitos estipuladas por el mismo. A pesar de ello no fue hasta finales de 2017 (29 de diciembre) hasta que se aprobó el Real Decreto en España confiriendo a la CNMV potestad sancionadora.

Dentro de las funciones dadas por la Directiva están las de: vigilar por que la información otorgada por los emisores de valores sobre los productos emitidos sea completa y veraz, asegurar que el inversor reciba la información pertinente para invertir correctamente, así como contestar a sus dudas y reclamaciones, vigilar que los intermediarios cumplan con las normas de conductas establecidas o ejercer tareas formativas. Respecto a esta última función, recordar que es el organismo encargado de validar los cursos que los empleados tienen que recibir para las funciones de asesoramiento y comercialización. Muestra del carácter principal que ha adquirido este organismo es que es el canal por el que se comunica la Comisión Europea en materia de sistemas financieros, es el encargado de llevar a cabo aclaraciones sobre la aplicación de la directiva tratada.

A la vez que la propia Directiva dota a los organismos reguladores (CNMV en nuestro país) de mayor poder. La misma Comisión Europea se los está retirando para amasarlos ella misma en un claro paso hacia la centralización del control financiero europeo. La idea es que la Autoridad Europea de Valores y Mercados impulse investigaciones sobre casos de abuso de mercado con repercusiones transfronterizas, posea el control directo de los índices de referencia y tenga potestad sancionadora.

Parece ser todo un acierto ya que aparte de aplicar la misma normativa a toda Europa un solo organismo común para todos será el responsable de velar por su cumplimiento, o al menos parte de ella, al menos de momento. A pesar de actuar en detrimento del organismo nacional, que un organismo europeo se centre en cuestiones más generales de la aplicación, puede suponer dejar más recursos y esfuerzos a la CNMV para dedicar al correcto funcionamiento del sistema financiero español.

6. CONCLUSIÓN

La normativa MiFID ha sido y es un proyecto en evolución, surgida la idea a principios de siglo, se ha enfrentado a una situación adversa y convulsa marcada por una crisis económica. A pesar de ello ha conseguido avanzar y adaptarse a los cambios que la sociedad demandaba.

La evolución de la normativa no ha sido fruto de la casualidad, ha sido acorde a la dirección que sigue la sociedad y las políticas sociales y económicas. Mientras que a principios de los ochenta había un amplio margen para la discrecionalidad de las entidades, también permitida por el bajo peso de las operaciones de las mismas, actualmente se ha regulado, no solo los límites de dichas operaciones, sino como se realizan; al exigir unos mínimos de transparencia (obligando a los bancos a mostrar todos los costes en los que incurre la operación), obligando a ofrecer el mejor servicio según las necesidades del cliente (conociendo las necesidades del cliente a través de una serie de test) e imponiendo sanciones (multas económicas de hasta cinco millones).

Mientras que antes la importancia se colocaba en las operaciones y en fijar unas normas básicas para desarrollar una actividad normal, ahora el control hacia las entidades y la protección al cliente se encuentra en el punto más álgido. El cliente situado como un actor secundario en las primeras normativas referentes a este sector, se coloca como protagonista principal: se le advierte si debe o no debe contratar un producto, se revisa que la información que se le ofrece es lo suficientemente clara para su entendimiento... en fin la directiva adopta un papel paternalista para/con el sujeto.

En el lado opuesto, las empresas son foco de toda la atención y el control debido principalmente a la laxitud normativa de la que siempre han gozado y las operaciones (algunas con mala praxis) que han realizado. Ya no simplemente tienen unas límites que no pueden sobrepasar, sino que se les han marcado las pautas a seguir y establecido unos mecanismos de control para asegurar que se cumplen. Mientras que antes estas entidades ofrecían un producto, ahora tienen que asegurarse que el servicio completo se adapte a las necesidades del cliente, que cumplan las directrices marcadas y que todo sea visible. Y para que todo ello sea algo más que "papel mojado", los organismos reguladores se han visto reforzados en su capacidad de requerir información y velar por que se cumplan la norma, en el caso español, la CNMV que hasta esta normativa no tiene siquiera potestad sancionadora.

Como hemos dicho, la directiva ha evolucionado con la sociedad y ha comprendido, asumido y reflejado en sus normas que en una sociedad donde hasta el más mínimo dato está al alcance de cualquiera, el sector financiero no podía ofrecer claroscuros. Que en una sociedad donde se aboga por la especialización como base para el desarrollo, los intermediarios (los trabajadores de las entidades) deben de estar capacitados con una formación que la propia directiva crea conveniente y no simplemente la que una empresa privada dictamine. Que donde hace 25 años no se pedía un título de formación universitaria para acceder al puesto, la normativa impone unos conocimientos mínimos y necesarios. Por ello se exige, al menos, una persona por que reúna unos conocimientos básicos que la Comunidad Europea cree conveniente para ofrecer este tipo de servicios, asegurándose de que los reúne al exigir un certificado del mismo a obtener mediante cursos que los propios organismos reguladores tienen que aprobar

La revisión de la directiva supone un paso enorme en la consecución de un espacio europeo común estableciendo las mismas normas para todos, siendo estas favorables para el consumidor y más rígidas para las empresas. Asumiendo que la libertad que reinaba entre este tipo de entidades que antes actuaban en un marco normativo con muchas lagunas y donde la simple frase "es el mercado, amigo" podía ser usada como justificación, es inconcebible. Y que, a pesar de ser empresas de carácter privado, la actividad que llevan a cabo repercute de manera notable en el resto de la sociedad y por lo tanto es susceptible de ser controlada y regulada.

7. BIBLIOGRAFIA

Libros

Blanca Ballester Casanella. La Naturaleza de la Hipoteca Multidivisa.

María Eugenia Escudero Prado; Mercado de Capitales Europeo. El camino de la integración.

Pablo Roás Varela, Begoña Álvarez García; La Reforma del Sistema de Post-trading español: principales causas y consecuencias; Cuadernos de Documentación ESIC

Estudios

Informe del Centro del Sector Financiero de PwC e IE Business School. MiFID 2: un desafío para las entidades financieras.

Joaquín Maudos; El mercado único europeo de los servicios financieros. <https://www.uv.es/maudosj/publicaciones/FSAP.pdf>

Artículos

Andbank. Observatorio del Inversor; ¿Qué es la MIFID?: <https://www.andbank.es/observatoriodelinversor/que-es-la-mifid/>

Asesora.com ¿Qué es una retrocesión y cómo afecta a los productos que me ofrece el banco?

Auditoria & Co. Reglamento Emir: transparencia y seguridad de los Derivados Bursátiles. <http://auditoria-audidores.com/articulos/articulo-auditoria-reglamento-emir:-transparencia-y-seguridad-de-los-derivados-extrabursatiles/>

El Notario del S. XXI. La MiFID: la protección del inversor en un mercado financiero europeo integrado. <http://www.elnotario.es/index.php/hemeroteca/revista-18/2073-la-mifid-la-proteccion-del-inversor-en-un-mercado-financiero-europeo-integrado-0-8527791163444325>

Funds People. MiFID: ¿Qué cambios reales se han producido en la industria tras su implantación en España?

Instituto de Estudios Bursátiles. La integración de los mercados de capitales en la Unión Europea. <https://www.ieb.es/la-integracion-los-mercados-capitales-la-union-europea/>

Red ABAFI. Directiva MiFID II: asesoramiento financiero dependiente o independiente. <https://www.redabafi.es/directiva-mifid-ii-asesoramiento-financiero-dependiente-independiente/>

Páginas Web

CNMV. Preguntas y respuestas sobre la aplicación de la Directiva MiFID II.

CNMV. Actuación de la CNMV de supervisión de la comercialización de productos financieros en oficinas bancarias haciendo uso del "cliente misterioso".

CNMV. "El papel de la CNMV en los mercados de valores y los retos del futuro"

EBN Banco. Mystery Shopping y por qué MiFID II es tan necesario para el asesoramiento.

Estrategias de Inversión. Los Países Bajos y el Reino Unido destacan en las transparencias de las comisiones.

<https://www.europarl.europa.eu/factsheets/es/sheet/83/la-politica-de-servicios-financieros>

Investopedia. Markets in Financial Instruments Directive (MiFID).
<https://www.investopedia.com/terms/m/mifid.asp>

Invertia. Los inversores españoles comienzan a dejarse querer por los roboadvisors.

Portal Parlamento Europeo. Política de Servicios Financieros.

Web Comisión Europea. Mercado Único.

Web BBVA. ¿Qué son las operaciones OTC? <https://www.bbva.com/es/operaciones-over-the-counter-otc/>

Web BBVA. Categorías de clientes que establece MiFID y cómo solicitar un cambio de categoría.

Legislación

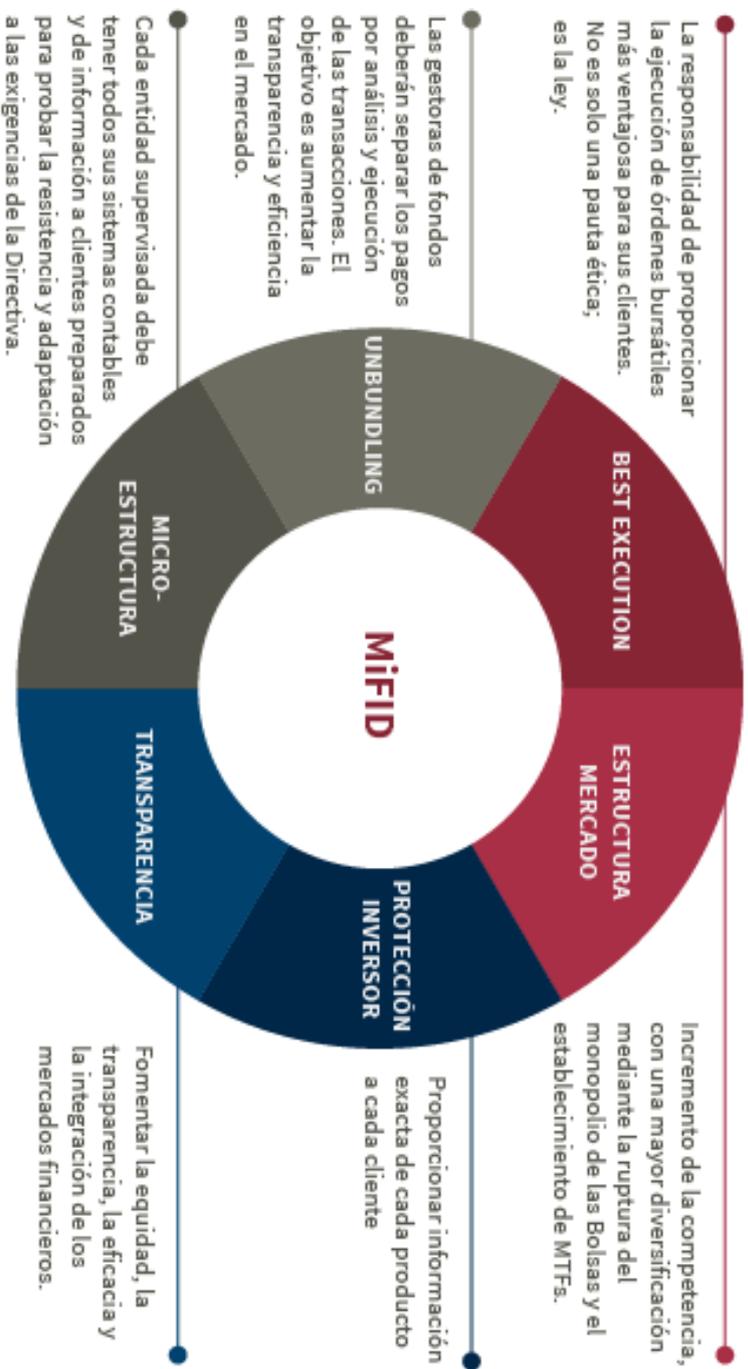
Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros

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 (refundición)

ESMA. Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID II.

Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

Reglamento (UE) Nº 600/2014 del Parlamento Europeo de 15 de mayo de 2014 relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) nº 648/2012



ANEXO II. TEST DE CONVENIENCIA

| | |
|---|---|
| <p>a) No conozco los mercados financieros ni estoy familiarizado con sus productos</p> | |
| <p>b) Entiendo algunos conceptos financieros básicos como:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Garantía de Capital (devolución del 100% del capital invertido) • Calificación Crediticia (Rating) • Valor de Mercado (precio cotizado en el mercado) • Volatilidad (desviación respecto a la media de resultados) <p>y los siguientes riesgos:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Riesgo de Liquidez (no encontrar contrapartida en mercado) • Riesgo de Inversión (pérdida de valor) • Riesgo de Tipo de Interés (fluctuación de los tipos de interés) • Riesgo de Tipo de Cambio (riesgo divisa) | |
| <p>c) Conozco los instrumentos financieros y los mercados de valores, aunque no conozco todos los riesgos implícitos de cada producto. Además de los riesgos y conceptos de la letra b), comprendo el significado de:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Riesgo de Mercado (pérdida total o parcial de la inversión) • Índice (Benchmark) • Riesgo de Concentración (cartera poco diversificada) | |
| <p>d) Conozco los instrumentos financieros y los mercados de valores, aunque no conozco todos los riesgos implícitos de cada producto. Además de los riesgos y conceptos de la letra b) y c) anteriores, comprendo el significado de:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Riesgo de Contrapartida (riesgo de crédito del emisor) • Cupón Corrido (parte del precio de compra que corresponde al interés acumulado o último cupón devengado) • Tiempo hasta vencimiento (plazo residual) | |
| <p>e) Tengo un conocimiento elevado de los mercados, instrumentos financieros, de la terminología, y de los riesgos implícitos de los productos. Además de los riesgos y conceptos de las letras b), c) y d) anteriores, comprendo el significado de:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Riesgo del Subyacente (riesgo de que el contrato cambie de valor debido a la evolución de los activos vinculados) • Amortización anticipada (devolución antes de la fecha inicialmente prevista) • Strike (Precio de Ejercicio) • No Cotizado (valor no cotizado en mercados organizados) • Ventanas de liquidez (riesgo de no poder deshacer la inversión durante un periodo de tiempo) | |
| <p>f) Tengo un conocimiento elevado de los mercados, instrumentos financieros, de la terminología, y de los riesgos implícitos de los productos. Además de los riesgos y conceptos de las letras b), c), d) y e) anteriores, comprendo el significado de:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Efecto Apalancamiento (o incremento del ratio pérdidas y ganancias) • Barrera (o condición) • Put, Call (opciones de venta, compra) | |
| <p>g) Muy elevado, conozco los distintos mercados, los instrumentos financieros, terminología y los riesgos inherentes de los productos incluyendo fondos de gestión alternativa, hedge funds y estructuras complejas. Además de los riesgos y conceptos de las letras b), c), d), e) y f) anteriores, comprendo el significado de:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Convertibilidad en Acciones (conversión o cambio de títulos de renta fija en acciones) • Subordinación (orden de prelación en caso de quiebra) • Valor Teórico (resultado de dividir el patrimonio social entre las acciones) | x |