



FACULTAD DE TURISMO Y FINANZAS

GRADO EN FINANZAS Y CONTABILIDAD

LAS EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO

Trabajo Fin de Grado presentado por Pedro Vázquez Matito, siendo la tutora del mismo la Sra. Josefa Brenes Cortés.

Vº. Bº. **Del Tutor/a/es/as:**

Pedro Vázquez Matito

D.

D.

Sevilla. Junio de 2013



**GRADO EN FINANZAS Y CONTABILIDAD
FACULTAD DE TURISMO Y FINANZAS**

**TRABAJO FIN DE GRADO
CURSO ACADÉMICO [2012-2013]**

**TÍTULO:
LAS EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO**

**AUTOR:
PEDRO VÁZQUEZ MATITO**

**TUTOR:
DR. JOSEFA BRENES CORTÉS**

**DEPARTAMENTO:
DERECHO MERCANTIL**

**ÁREA DE CONOCIMIENTO:
DERECHO MERCANTIL**

RESUMEN:

El presente trabajo, versa sobre las nuevas modificaciones que la ley del mercado de valores ha sufrido por la incorporación de la normativa de carácter europeo denominada markets in financial instruments directive (MIFID). Dicha normativa provoca la floración de un nuevo tipo de Empresa de Servicios de Inversión, la llamada Empresas de Asesoramiento Financiero que es el tema objeto del trabajo. Este nuevo tipo entidades tiene una serie de características que las diferencian del resto de empresas de Servicios de Inversión, además tiene un objetivo por encima de los demás, que es la prestación de servicios de asesoramiento financiero.

La normativa que las crea, la markets in financial instruments directive tiene 3 objetivos básicamente y estos son la protección del inversor, la modernización de los mercados y por último la organización interna de las empresas. En definitiva la normativa MIFID busca armonizar las leyes de los estados miembros, en cuanto a las empresas que presan servicios de inversión, al igual que mejorar los servicios que estas prestan sobre todo a los pequeños inversores.

PALABRAS CLAVE:

Empresas de Asesoramiento Financiero; Empresas de Servicio de Inversión; Markets in Financial Instruments Directive ; Asesoramiento Financiero; Mercados Financieros.

ÍNDICE

CAPÍTULO 1 INTRODUCCIÓN A LA MARKETS IN FINANCIAL INSTRUMENTS DIRECTIVE.....	1
1.1 INTEGRACIÓN DE LA NORMATIVA MARKETS IN FINANCIAL INSTRUMENTS DIRECTIVE AL ORDENAMIENTO ESPAÑOL.....	1
1.2 LOS OBJETIVOS QUE PERSIGUE LA NORMATIVA	4
1.3 LA JUSTIFICACIÓN DE LA RELEVANCIA DEL TEMA ELEGIDO.....	6
1.4 LAS PRINCIPALES NOVEDADES QUE LA MIFID INCORPORA.....	7
1.5 LOS DERECHOS QUE OTORGA LA MIFID A LAS MPRESAS DE SERVICIOS DE INVERSIÓN.....	7
CAPÍTULO 2 CLASES DE ESI, SERVICIOS QUE PRESTAN Y PRODUCTOS QUE PUEDEN CONTRATAR.....	9
2.1. LA TIPOLOGÍA Y CONCEPTOS DE LAS EMPRESAS DE SERVICIOS DE INERSIÓN.....	9
2.2 LOS SERVICIOS QUE PUEDEN DESARROLLAR LAS ESI.....	11
2.3 LOS PRODUCTOS FINANCIEROS, QUE LAS EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO PUEDEN RECOMENDAR A SUS CLIENTES.....	14
CAPÍTULO 3 CARACTERÍSTICAS QUE SE TIENEN QUE CUMPLIR PARA QUE SE CONSIDERE UN SERVICIO DE ASESORAMIENTO FINANCIERO.....	17
3.1. INTRODUCCIÓN.....	17
3.1.1 Clasificación de la clientela en las ESI.....	17
3.1.2 El derecho de información del inversor.....	18
3.1.3 Los diferentes tipos de recomendaciones.....	21
CAPÍTULO 4 AUTORIZACIÓN REGISTRO Y REQUISITOS DE LAS EAFI.....	25
4.1. LA AUTORIZACIÓN Y REGISTRO DE LAS ESI.....	25
4.1.1. Requisitos de la solicitud para constituir una ESI.....	26
4.2. REQUISITOS FINANCIEROS DE LAS ESI.....	27
4.3. REQUISITOS PARA EJERCER LA ACTIVIDAD DE LAS EAFI.....	28
4.4. REQUISITOS DE CARÁCTER EMPRESARIAL DE LAS EAFI.....	30
4.5. REGISTROS OBLIGATORIOS QUE TIENEN QUE LLEVAR A CABO LAS EAFI.....	31
4.6. LA DENEGACIÓN Y LA REVOCACIÓN DE LA AUTORIZACIÓN A LAS EAFI.....	31

CAPÍTULO 5 LA RETRIBUCIÓN DE LAS EAFI.....	33
5.1. LAS FORMAS DE RETRIBUCIOÓ EN EL ASESORAMIENTO DE INVERSIONES, POR PARTE DE LA EAFI.....	33
 CAPÍTULO 6 CONCLUSIONES.....	 37
6.1. CONCLUSIONES.....	37

ACRÓNIMOS

AV: Agencia de Valores.

B.O.E: Boletín Oficial del Estado.

BM: Bolsa de Madrid.

Circular 10/2008: Circular 10/2008, de 30 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre Empresas de Asesoramiento. Financiero.

Cit.: Citado

CNMV: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

DRE: Derecho de la Regulación Económica.

EAFI: Empresas de Asesoramiento Financiero.

ESI: Empresas de Servicios de Inversión.

LMV 47/2007: Ley 47/2007 de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

LMV: Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

MIFID: Markets in Financial Instruments Directive.

Núm.: Número.

Pág.: Página.

Págs.: Páginas

PSF: Perspectiva del Sistema Financiero.

RD 217/2008: Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre. (Modificado por el Real Decreto 1820/2009, de 27 de noviembre, por el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio y por el Real Decreto 1336/2012, de 21 de septiembre).

RDMV: Revista del Derecho del Mercado Financiero.

Sec.: sección.

SGC: Sociedad Gestora de Carteras.

SMN: sistemas multilaterales de negociación.

SV: Sociedades de Valores.

Vid.: Véase

METODOLOGÍA

La metodología seguida en el presente trabajo, ha consistido en un análisis objetivo sobre las novedades originadas por las normativas europeas, conocidas como Markets in Financial Instruments Directive, además cabe destacar una idea y es que las EAFI, nacen de dichas normativas.

El primer paso, a la hora de realizar el trabajo consistirá en un proceso de investigación, sobre cuál es la normativa que las crea, cuáles son los propósitos de dicha Directiva, ya que esta normativa es de carácter europeo y se tiene que integrar en el Ordenamiento español, al igual que en los estados miembros y brevemente se hablará sobre cuáles son las consecuencias de todo ese proceso de integración.

Siguiendo con el proceso, estudiaremos las diferentes clases de empresas de servicios de inversión, lo que nos dará una idea clara sobre esta tipología de empresas. Además también analizaremos cuáles son los servicios que pueden desarrollar cada una de ellas y cuáles son los productos que pueden contratar.

Después, procederemos a analizar cuáles son las características de un servicio de asesoramiento, y cuáles serán los pasos a seguir para que dicha actividad se considere asesoramiento financiero, siguiendo las directrices que marca la Ley del Mercado de Valores. Además profundizaremos en la diferenciación de lo que es la Ley considera asesoramiento y recomendación.

No olvidar que uno de los objetivos que persigue la Markets in Financial Instruments Directive, es la transparencia en la prestación de servicios por parte de las empresas de servicios de inversión, por lo que sus autorizaciones y requisitos de actividad son muy importantes y por dicho motivo procederé a desarrollarlos intentando plasmar todos los requisitos que el Ordenamiento exige.

Por último y no por eso menos importante, se realizara un proceso de análisis sobre las formas de remuneración que pueden llevar a cabo todas las empresas de asesoramiento financiero.

CAPÍTULO 1

INTRODUCCION A LA MARKETS IN FINANCIAL INSTRUMENTS DIRECTIVE

1.1. INTEGRACIÓN DE LA NORMATIVA MARKETS IN FINANCIAL INSTRUMENTS DIRECTIVE AL ORDENAMIENTO ESPAÑOL

Las empresas de asesoramiento financiero (en adelante EAFI), son un tipo de empresas de servicios de inversión (en adelante ESI) cuyo objetivo fundamental es la prestación de servicios de asesoramiento financiero. Este tipo de empresas nace en el 2007 debido a la necesidad de regular el sector a nivel europeo.

La normativa europea que inicia este proceso es la Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo (2004), esta Directiva se llama Markets in Financial Instruments Directive, pero en adelante me referiré a ella como MIFID.

La Ley 47/2007 de 19 de diciembre del mercado de valores¹, (en adelante LMV 47/2007) por la que se modifica la Ley 24/1988 de 28 de julio² del mercado de valores (en adelante LMV), incorpora al Ordenamiento español la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo, relativa a los mercados de instrumentos financieros. La Directiva 2004/39/CE ha sido desarrollada por otras dos normas comunitarias, la Directiva 2006/73/CE de la Comisión de 10 de agosto del 2006, por la que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las ESI, y términos definidos a efectos de dicha Directiva y el Reglamento 1287/2006/CE de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, por el que se aplica la directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y el Consejo, en lo relativo a las obligaciones de las ESI de llevar un registro, la información sobre las operaciones, la transparencia del mercado, la admisión a negociación de instrumentos financieros, y términos definidos a efectos de dicha Directiva³.

No obstante esta Directiva, se adentra en el Ordenamiento español a través de diferentes normativas como es la circular 10/2008 del 30 de diciembre⁴ (en adelante circular 10/2008), esta circular versa sobre las EAFI. También se desarrolla el Real Decreto 217/2008 de 15 de febrero⁵ (en adelante RD 217/2008), sobre el régimen jurídico⁶ de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que

¹ B.O.E. núm. 304, de 20 de diciembre de 2007.

² B.O.E. núm. 181, de 29 de julio de 1988.

³ Vid. Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre (B.O.E. núm. 41, de 16 de febrero de 2008).

⁴ Vid. Circular 10/2008, de 30 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre Empresas de Asesoramiento Financiero. (BOE, núm. 12, de 14 de enero de 2009).

⁵ Real Decreto 217/2008 del 15 de febrero de 2008.

⁶ Vid. CNMV, guía sobre la prestación de servicios de asesoramiento financiero en materia de inversión http://www.cnmv.es/DocPortal/GUIAS_Perfil/GuiaAsesoramientoInversion.pdf

prestan servicios de inversión y por la que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005 de 4 de noviembre⁷, modificado por el Real Decreto 1820/2009⁸ de 27 de noviembre, por el Real Decreto 1082/2012⁹ de 13 de julio y por el Real Decreto 1336/2012, de 21 de septiembre¹⁰. Actualmente la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) ha elaborado la Circular 3/2013, de 12 de junio, sobre el desarrollo de una serie de obligaciones, basadas en la información que se les presta a los clientes, en relación con la evaluación de la conveniencia e idoneidad de los instrumentos financiero¹¹.

Además, el RD 217/2008, tiene como objetivo fundamental finalizar dicha transposición y complementar el desarrollo reglamentario del régimen aplicable a las entidades que prestan servicios de inversión tras los cambios introducidos recientemente en la LMV. Los objetivos de dicho Real Decreto son tres:

1. La modernización de los mercados financieros para adaptarlos a las nuevas necesidades.
2. El refuerzo de las medidas dirigidas a la protección de los inversores.
3. Y por último, la adaptación de los requisitos de organización exigibles a las entidades que prestan servicios de inversión para garantizar que, en general, su organización se adecue a la compleja gama de servicios de inversión.

A la Directiva 2004/39/CE de Mercado de Instrumentos Financieros, o también llamada MIFID de Nivel I¹², posteriormente le siguieron dos normas que se consideran de Nivel II, estas normas son la Directiva 2006/73/CE y el reglamento (CE) 1287/2006 que versan sobre la aplicación directa en los estados miembros. El conjunto de esta normativa es la que se conoce como MIFID.

⁷ B.O.E. núm. 267, de 08 de Noviembre de 2005.

⁸ Por el que se modifican el Real Decreto 361/2007, de 16 de marzo, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de la participación en el capital de las sociedades que gestionan mercados secundarios de valores y sociedades que administren sistemas de registro, compensación y liquidación de valores y el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, (B.O.E. núm. 294, lunes 7 de diciembre de 2009).

⁹ B.O.E. núm. 173, de viernes 20 de julio de 2012.

¹⁰ Real Decreto 1336/2012, de 21 de septiembre, por el que se modifican determinados reales decretos en relación con las facultades de las Autoridades Europeas de Supervisión, (B.O.E. núm. 240 viernes 5 de octubre de 2012).

¹¹ Circular 3/2013, de 12 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el desarrollo de determinadas obligaciones de información a los clientes a los que se les prestan servicios de inversión, en relación con la evaluación de la conveniencia e idoneidad de los instrumentos financieros.(B.O.E. núm. 146, de 19 de julio de 2013)

¹² HERNÁNDEZ ALER, G. / GUTIÉRREZ CAMPIÑA, S. (2008) "Valoración de la Transposición de MIFID en España" *Bolsa de Madrid*, 175, págs. 181 y siguientes.

La LMV 47/2007, por la que se traspone MIFID nivel I y parte de MIFID nivel II, dejando la mayor parte de esta última pendiente de un posterior desarrollo reglamentario. El RD 217/2008 versa sobre el régimen jurídico de las ESI y demás entidades que presten servicios de inversión, e incorpora a nuestro Ordenamiento jurídico la Directiva MIFID de nivel II.

También se plantea la existencia de un periodo de ajuste, ya que la norma a transponer incluye cambios sustanciales, todo esto supone que la normativa no se agota en los niveles I II, siendo muy importante el nivel III. Estos ajustes deben consensuarse entre los destinatarios, es decir, los supervisores y las entidades que prestan servicios de inversión.

La transposición que se lleva a cabo, para que se considere que se realiza con éxito, no solo ha de ser asumida por los destinatarios de la norma, sino que debe facilitar los fines deseados por la normativa.

No obstante debe recordarse que la MIFID, siguiendo el procedimiento Lamfalussy¹³, nos declara que el Nivel III es de capital importancia. El Nivel III facilita que la transposición que realicen los Estados Miembros resulte homogénea, reduciendo así las posibilidades de arbitraje regulatorio. En este sentido, la publicación de documentos interpretativos o guías de actuación en nuestro país, que sistematicen las actuaciones de Nivel III, cuentan con una importancia muy destacada. Estos ajustes y esfuerzos a realizar principalmente por los supervisores y también por la industria, son criterios para terminar de asegurar que la transposición de MIFID sea un éxito en España.

El conjunto normativo MIFID, debía ser transpuesto al Ordenamiento de los estados miembros en enero del 2007 y con anterioridad al 1 de noviembre de 2007, fecha en la que la directiva de nivel I debían haber entrado en vigor. No obstante, varios estados miembros, entre lo que se encontraba España no pudieron llevar a cabo la transposición, en la fecha establecida para ello. Este hecho provocó que la Comisión Europea, denunciara ante el Tribunal de Justicia, a los estados que no cumplieron con los plazos acordados¹⁴. El retraso que se produjo, se transformó en una desventaja competitiva, ya que los asesores nacionales no se podían beneficiar del pasaporte europeo, que permite prestar servicios en otros estados miembros.

Un dato muy importante, es que aunque el Estado español no se adaptó en tiempo a la normativa MIFID, la mayoría de las empresas que les afecta esta normativa si que se adaptaron y finalizaron sus planes de adaptación a la Directiva en torno al mes de noviembre de 2007. Para que se pudiera conseguir esto, hizo falta un doble esfuerzo¹⁵, uno por parte de la entidad a la hora de destinar recursos para incorporar en sus organizaciones las normas de conducta y los preceptos de la MIFID. El otro esfuerzo lo llevo a cabo, la CNMV y el Banco de España, viendo la importancia que

¹³ “El proceso Lamfalussy se utiliza en la Unión Europea para el desarrollo legislativo de los servicios financieros (valores, banca y seguros). Debe su nombre al presidente del comité asesor que lo creó, en marzo del 2001, Alexandre Lamfalussy, y está constituido por cuatro niveles, cada uno de ellos centrado en un estadio específico de la creación e implementación de la legislación financiera.” Vid <http://www.cnmv.es/Portal/Aldia/ActInternacional/ActInterLanfalussy.aspx>

¹⁴ HERNÁNDEZ ALER, G. / GUTIÉRREZ CAMPIÑA, S. “Valoración de la transposición de MIFID en España”, cit., pág. 182.

¹⁵ HERNÁNDEZ ALER, G. / GUTIÉRREZ CAMPIÑA, S. “Valoración de la transposición de MIFID en España” cit., pág. 182. En el apartado de transposición en tiempo y forma.

tenía la nueva Normativa, el director de la CNMV dirigió una carta a todas las entidades que prestan servicios de inversión.

El propósito de este trabajo es doble. Por un lado, sintetizar los elementos jurídicos que componen el núcleo esencial del asesoramiento de inversiones como nuevo servicio de inversión, distinguiéndolo de otras actividades y servicios afines, con la finalidad de identificar el servicio de inversión que las EAFI pueden desarrollar. Con la meta de dar una visión general del régimen jurídico de las EAFI, se presentan, de manera sintética, las razones que condujeron a la reforma de la Directiva de Servicios de Inversión a incluir el asesoramiento de inversiones como servicio de inversión autónomo¹⁶. El otro objetivo consiste en analizar los requisitos para la constitución y el funcionamiento de las EAFI, para ello se crean y se modifican los reales decretos y leyes que anteriormente se nombraron, siguiendo las directrices de la Normativa europea.

1.2. LOS OBJETIVOS QUE PERSIGUE LA NORMATIVA MIFID

Esta normativa es importante en el ámbito de la inversión, ya que modifica las relaciones que tienen que llevar a cabo, las empresas cuyo objetivo social es la prestación de servicios de inversión. No obstante afecta a todas las empresas que prestan servicios de inversión.

La trasposición de MIFID a la LMV ha supuesto un gran esfuerzo e integra nuevos preceptos en nuestra Ley más importante en materia de prestación de servicios de inversión. La MIFID, establece una armonización mucho más completa y detallada del régimen jurídico de las entidades financieras. La Normativa de Nivel II, dice que los Estados miembros sólo podrán importar nuevos requisitos adicionales¹⁷, si están bien justificados y proporcionan una mejor cobertura a los pequeños inversores. Como dice el RD 217/2008 en su introducción *"En definitiva, esta profusa regulación redundante en una mayor seguridad jurídica por parte de los intermediarios financieros y, por otro lado, facilita la labor de los organismos supervisores. En cualquier caso, la norma respeta, cuando resulta necesario, la necesaria proporción entre los requisitos exigidos y el tamaño, naturaleza y características de la actividad realizada por la entidad en cuestión"*.

Dicha normativa persigue 3 objetivos o principios, los cuales desarrollare a continuación¹⁸.

1. La modernización de los mercados de valores, convirtiéndolos en mercados más flexibles, transparentes y competitivos. Dicha normativa modifica la estructura y el funcionamiento de los mercados de valores, eliminando las barreras proteccionistas.

Los cambios introducidos a través de la normativa MIFID, en este aspecto, se centran en el pasaporte europeo, esto hace comunes las normas para las empresas

¹⁶ PEREDA DE PABLO, R. (2009): "El asesoramiento de inversiones y las empresas de asesoramiento financiero", *Revista del Derecho Mercado de Valores*, 4, en la primera página de dicho artículo.

¹⁷ HERNÁNDEZ ALER, G. / GUTIÉRREZ CAMPIÑA, S. "Valoración de la transposición de MIFID en España" cit., Pág. 183.

¹⁸ Guía de Bankinter sobre la normativa MIFID, vid https://docs.bankinter.com/stf/web_corporativa/cumplimiento_normativo/normativa_mifid/mifid_en_bankinter_guia_basica.pdf

que desarrollen servicios de inversión. En este caso por ejemplo una empresa española que preste servicios de inversión, si quiere abrir una sucursal en un estado miembro sólo tendrá que notificarlo a la CNMV, no hace falta que cumpla nuevos requisitos ya que son los mismos.

En la búsqueda de la modernización de los mercados también se incluye la aparición de nuevos sistemas de negociación, están los sistemas multilaterales de negociación¹⁹(en adelante SMN) y el internalizador sistémico²⁰. Con lo que una misma orden de compra-venta lanzada por un cliente la entidad podrá ejecutarla en los mercados regulados ya sea a través de los SMN, o por el internalizador sistémico.

2. Este segundo principio, es el más importante de la normativa MIFID y es la protección del inversor ya que este mundo es bastante complejo. La protección al inversor se consigue informando al cliente en todo momento de que es lo que está comprando y todo lo que ello conlleva. El objetivo es que el cliente cuando vaya a realizar una operación, la lleve a cabo conociendo todas las ventajas e inconvenientes que tiene dicha acción.

La MIFID refuerza tres principios que tienen que cumplir las empresas que lleven a cabo servicios de inversión, actuar de forma honesta, imparcial y profesional

3. En este último punto la MIFID se centra en la organización interna de las empresas que desarrollen servicios financieros, para adecuar a las entidades a unos mercados muy complejos.

Además cabe destacar que con la normativa MIFID también se regula la política de remuneraciones por parte de las ESI. También en dicha normativa se regula la floración de un nuevo tipo de empresas, las EAFI, que además es el tema central del presente trabajo.

¹⁹ Art.118 LMV, “Tendrá la consideración de sistema multilateral de negociación todo sistema, operado por una empresa de servicios de inversión, por una sociedad rectora de un mercado secundario oficial, o por la entidad constituida al efecto por una o varias sociedades rectoras, que ha de tener como objeto social exclusivo la gestión del sistema y que ha de estar participada al 100 por 100 por una o varias sociedades rectoras, que permita reunir, dentro del sistema y según sus normas no discrecionales, los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contratos, de conformidad con lo dispuesto en esta Ley.”

²⁰ Art. 128 LMV, “Lo dispuesto en el presente capítulo será aplicable a las entidades de crédito y ESI sujetas a esta Ley que ejecuten al margen de un mercado regulado o de un sistema multilateral de negociación, por cuenta propia, órdenes de clientes sobre acciones admitidas a negociación en mercados regulados siempre que esta actuación se desarrolle de forma organizada, frecuente y sistemática y que se refiera a órdenes cuyo importe sea igual o inferior al volumen estándar del mercado. Se entiende por volumen estándar del mercado para una categoría de acciones todo volumen representativo del valor medio aritmético de las órdenes ejecutadas en el mercado para las acciones incluidas en dicha categoría de acciones”.

1.3. JUSTIFICACION DE LA RELEVANCIA DEL TEMA ELEGIDO

En mi opinión, el tema de este trabajo es muy relevante ya que de cierto modo ha cambiado la forma de conceptualizar muchas de las relaciones que tienen los pequeños y medianos inversores con las empresas que prestan servicios de inversión, ya sean bancos o las ESI.

El nacimiento de las EAFI, provocado por la adaptación a la normativa comunitaria MIFID, supone una regulación mucho más agresiva en el ámbito del asesoramiento financiero, permitiendo de este modo hacer un mercado mucho más seguro. Como dice CITIBANK en un documento sobre que es MIFID, *“La implantación de MiFID va a suponer un cambio de gran importancia para la industria de servicios financieros de toda la Unión Europea. Como uno de los cuatro pilares del Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF), conocido comúnmente como “Procedimiento Lamfalussy”, la MiFID proporcionará a los mercados, operadores y clientes de servicios y/o productos financieros una serie de ventajas”*²¹.

A partir del momento en el que la disciplina legal europea en el ámbito del asesoramiento financiero, traspone la normativa MIFID a nuestro Ordenamiento, la doctrina se empeña en la ardua tarea de interpretar e integrar la indicada figura jurídica en el Ordenamiento. Sin duda, la utilidad de este proceso radica en que ha puesto en evidencia la forma, por la cual se prestaban servicios de inversión en el territorio europeo.

Además como las EAFI tienen pocas funciones esto le permite tener un objetivo mucho más claro y a la misma vez ofrecer mejores servicios a sus posibles clientes.

Otro hecho muy importante que también fue provocado por la adaptación del Ordenamiento español al europeo, fue la clasificación de la clientela para su mayor protección y la revolución de los mercados. La clasificación de la clientela permite hacer a los mercados muchos más seguros, ya que un objetivo de la normativa MIFID es que todo posible inversor, a la hora de contratar un instrumento financiero, conozca que es lo que está comprando y que la ESI a la misma vez conozca el perfil inversor de su cliente y todo lo que ello puede suponer. Esto es muy importante, ya que en los mercados financieros hay muchas personas que invierte sin saber qué es lo que están comprando. En cuanto a la revolución de los mercados, más bien es un proceso de evolución y adaptación a los nuevos instrumentos financieros, mucho más volátiles y también un proceso de adaptación a todos los avances tecnológicos que en el mercado de instrumentos financieros tienen cabida. No olvidar que en la actualidad las empresas han evolucionado mucho y sus exigencias de liquidez y solvencia no son las mismas.

Por último, una medida que tiene muchas consecuencias es darle un mayor poder de control a la CNMV, que es el órgano encargado de supervisar los mercados financieros. A todo esto, hay que sumarle numerosos avances en el territorio europeo para mejorar las relaciones de cooperación entre las entidades europeas. Como dice CITIBANK, *“Mejorará la potestad supervisora de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y potenciará la cooperación transfronteriza entre supervisores”*²².

²¹CITIBANK, en un documento sobre qué es MIFID.

<http://www.citibank.es/spain/consumer/spanish/tarifas/mifid/mifid.pdf>

²²CITIBANK, en un documento sobre qué es MIFID.

<http://www.citibank.es/spain/consumer/spanish/tarifas/mifid/mifid.pdf>

1.4. LAS PRINCIPALES NOVEDADES QUE LA MIFID INCORPORA EN MATERIA DE MERCADOS

La transposición de MIFID a nuestro ordenamiento, ha provocado multitud de cambios y entre ellos destacamos las modificaciones que han sufrido los mercados, rompiendo con el principio de concentración que imperaba en España, y creando nuevos centros de ejecución de los valores e instrumentos financieros. Por lo que en España se pueden diferenciar entre:

- 1) Los mercados regulados, que siguen siendo los mercados secundarios oficiales
- 2) Los SMN, que vienen en parte a sustituir a los anteriormente denominados, sistemas organizados de negociación, este concepto es amplio englobando a los sistemas de negociación creados no solo por gestores de mercados regulados, sino también por las ESI²³.
- 3) Los internalizadores sistémicos, que son ESI que ofrecen de forma organizada, frecuente, y sistemática la negociación por cuenta propia, cruzando las ordenes de sus clientes con las de otros clientes o con su propio catrera, sin acudir a los mercados regulados ni SMN.

Debido a estos cambios la ley ha modificado la forma de referirse a los mercados y ahora se le llama sistemas de negociación a lo que antes se le llamaba mercados primarios y secundarios, al igual que ya no se habla de valores sino de instrumentos financieros. En definitiva la ley crea unos conceptos que abarcan mas contenidos, ya que los mercados como los instrumentos que se negocian en ellos han evolucionado bastante.

1.5. LOS DERECHOS QUE OTORGA LA MIFID A LAS EMPRESAS DE SERVICIOS DE INVERSIÓN

Con la introducción de la MIFID en nuestro ordenamiento a través de Reales Decretos, circulares y modificaciones en la Ley del Mercado de Valores, las ESI tienen una serie de derechos a la hora de actuar fuera de las fronteras españolas o para que las ESI extranjeras presten servicios en el Estado Español.

El principal derecho que tienen las ESI es que pueden ejercer libremente las actividades y servicios que en su autorización se reconocen, el legislador español no ha modificado mucho la normativa europea, por lo que los requisitos para que una sociedad de inversión comunitaria pueda prestar servicios de inversión y auxiliares en el territorio español no se han modificado mucho²⁴. No esta de más decir, que en nuestro ordenamiento el artículo que versa sobre las empresas españolas, que pretenden prestar servicios en un estado miembro es el 71.3, y para las empresas de un Estado miembro que quiera prestar servicios en España es el artículo 71 bis.3.

Existe un pequeño control a la hora de prestar servicios en un territorio europeo pero fuera del país de origen, ese control es mas bien un deber de comunicación, a la autoridad competente del propio Estado de origen que deberá efectuar una ESI que pretenda prestar servicios en otro Estado miembro. En dicha comunicación, deberá

²³HERNÁNDEZ ALER, G. / GUTIÉRREZ CAMPIÑA, S. "Valoración de la transposición de MIFID en España", cit., pág. 183, En el punto, principales novedades en materia de mercados.

²⁴ JIMÉNEZ BLANCO, N (2009): "Derecho de la regulación económica. II. Mercado de Valores", Iustel. (Madrid) págs.282 y siguientes.

especificar el estado miembro que tiene previsto operar y el programa de actividades, especificando que tipo de servicios de inversión y auxiliares quiere prestar en el Estado miembro.

Es decir, una vez facilitada la información al Estado de origen, éste tiene el plazo de 1 mes para comunicárselo a la autoridad del Estado miembro en el que se quieren prestar los servicios. Una vez realizado esto la ESI podrá actuar en ese mercado.

No estamos ante una autorización sino ante una comunicación lo que implica, que la primera autorización que recibe la empresa a la hora de su constitución es la que también le da derecho a actuar en otro Estado miembro²⁵.

La LMV, diferencia entre el establecimiento de una sucursal por parte de una sociedad española en otro estado miembro, de la situación inversa, que se da cuando una ESI extranjera quiere establecer una sucursal en territorio español. Además también se diferencia de la posibilidad de que una empresa que no pertenezca a la Comunidad Europea pueda crear una sucursal en territorio español.

a) Para la apertura de una sucursal en la Comunidad Europea por una ESI española, se tienen que cumplir una serie de requisitos como especificar en que estado miembro se quiere operar, cuales van a ser los servicios que la empresa desea prestar en el Estado miembro, la dirección en el Estado miembro de acogida donde puede obtenerse documentación y por último el nombre de los directores de la nueva sucursal.

b) Para la apertura de una sucursal en territorio Español, por una empresa de un Estado miembro, se requiere que la empresa se lo comunique a su estado, éste revisara que la sociedad esta en las condiciones oportunas para prestar servicios en un Estado miembro y si esta todo en orden se lo comunicara a la CNMV, que tiene el plazo de 2 meses para comunicárselo al interesado. Además, a su vez la empresa del estado miembro tendrá 1 año para inscribirse tanto en el registro de la CNMV como en el Registro Mercantil.

c) En el caso de una apertura de una sucursal por una ESI ajena a la Comunidad Europea en territorio Español, el régimen es difiere de los dos anteriores casos, ya que esta si que necesita de una autorización administrativa por parte del Ministerio de Economía y competitividad a propuesta de la CNMV, tanto para la prestación libre (en este caso como no hay sucursal la autorización la otorga la CNMV) como para la apertura de sucursales.

d) La apertura de una sucursal, de una empresa española en un país no miembro de la Unión Europea, en primera instancia se lo deberá comunicar a la CNMV, contando este órgano con un plazo de 2 meses desde que la petición ha sido formulada y acompañada de toda la información que exige el artículo 55 RD 217/2008 de 15 de febrero, para resolver la petición y, en caso de silencio nacerá un acto presunto positivo.

²⁵ JIMÉNEZ BLANCO, N. "Derecho de la regulación económica. II. *Mercado de Valores*", cit., págs.287 y siguientes.

CAPÍTULO 2

CLASES DE ESI, SERVICIOS QUE PRESTAN Y PRODUCTOS QUE PUEDEN CONTRATAR

2.1. LA TIPOLOGÍA Y CONCEPTO DE LAS EMPRESA DE SERVICIOS DE INVERSIÓN

Las empresas de servicios de inversión, son aquellas empresas cuya actividad principal consiste en prestar servicios de inversión con carácter profesional a terceros sobre los instrumentos financieros señalados en el artículo 2 de la Ley 24/1988 LMV²⁶.

A la hora de poder realizar una inversión en el mercado de valores, las personas que quieren participar en dicho mercado necesitan de una figura, que les permita conectarse al sistema e introduzca sus órdenes, esta es una de las funciones de las ESI.

Otro hecho muy importante que no debemos pasar por alto, es el referido a las diferentes clases de ESI. También este a sido un tema objeto de profunda reforma a raíz de la adaptación de nuestro Ordenamiento, a la normativa MIFID, no obstante otra de las reformas con mayor impacto en el mercado de la inversión²⁷, fue el que provocó la Ley del Mercado de valores cuando en el año 1988, y con el objetivo de preservar los intereses de los inversores, reservó la actividad del mercado de valores a una serie de empresas especializadas, las Sociedades y Agencias de Valores, configuradas como Sociedades Anónimas cuyo objetivo social era la prestación de servicios de inversión. Desde entonces hasta ahora los tipos han variado, como también lo han hecho los objetivos que persiguen.

En la actualidad, las ESI, son de 4 tipos diferentes, es decir hay cuatro clases de sociedades de inversión, teniendo cada clase de empresas unas características específicas²⁸. A través de la Directiva Comunitaria MIFID se modifica el Ordenamiento y los tipos de ESI.

1. Las sociedades de valores (SV), son las más completas o las que más libertad de obrar poseen, son las antiguas agencias de cambio y bolsa. Las SV pueden comprar acciones tanto en nombre propio como a nombre ajeno²⁹. No obstante pueden prestar todos los servicios de inversión y auxiliares que posteriormente mencionamos.

Las sociedades de valores para llevar a cabo su constitución necesitan una autorización del Ministerio de Economía a petición de la CNMV. En dicha autorización deberá constar cuales son las actividades que van a desarrollar.

2. Las agencias de valores (AV), no tienen tanta libertad de obrar como las S.V. ya que sólo pueden comprar acciones en nombre ajeno de forma profesional, no

²⁶ Art. 4 del RD 217/2008 del 15 de febrero.

²⁷ JIMÉNEZ BLANCO, "Derecho de la regulación económica. II. Mercado de Valores, cit., págs. 300 y siguientes.

²⁸ Vid. Art. 64 clases de ESI de la LMV.

²⁹ Vid. Art. 6 tipología de ESI en el RD 217/2008.

obstante, tampoco pueden desarrollar todos los servicios de inversión y servicios auxiliares que se desarrollan en el artículo 5 del RD 217/2008. A continuación especificaré, los servicios que las AV no pueden desarrollar.

- “La negociación por cuenta propia”³⁰.
- “El aseguramiento de una emisión o de una colocación de instrumentos financieros”.
- La concesión de créditos o préstamos a inversores para que puedan realizar operaciones sobre uno o mas instrumentos financieros.

Las A.V. para poder ejercer su objetivo social, tendrán que obtener una autorización del Ministerio de Economía a petición de la CNMV. En la autorización del Ministerio deberá nombrar las actividades que la empresa desea desarrollar.

3. Las sociedades gestoras de carteras (SGC), este tipo de empresas, con carácter profesional pueden llevar a cabo la gestión discrecional e individualizada de las carteras de sus clientes o posibles clientes. Las sociedades gestoras de cartera, pueden desarrollar los siguientes servicios de inversión o servicios auxiliares:

- El asesoramiento a empresas sobre estructuras de capital, estrategias industriales y cuestiones afines, así como el asesoramiento y demás servicios en relación con fusiones y adquisiciones de empresas.
- La elaboración de informes de inversión, y análisis financieros u otras formas de recomendación general relativa a las operaciones sobre instrumentos financieros.

Este tipo de sociedades, para llevar a cabo su actividad también necesitan una autorización del Ministerio de Economía a petición de la CNMV.

4) Las empresas de asesoramiento financiero (EAFI), este tipo es el tema central del presente trabajo, las EAFI nacieron en el año 2007, a través de la normativa comunitaria MIFID. Las EAFI, pueden ser tanto personas físicas como jurídicas, siendo esta una característica única dentro de las ESI. Las EAFI tienen como objetivo exclusivo³¹, la prestación de servicios de inversión basados en el asesoramiento en materia de inversión, no se reconocerá como asesoramiento una recomendación de carácter genérico o la no personalizada que se puedan realizar, en el ámbito de la comercialización de valores e instrumentos financieros. Además también puede desarrollar servicios auxiliares que son los siguientes:

- *“El asesoramiento a empresas sobre estructuras de capital, estrategia industrial y cuestiones afines, así como el asesoramiento y demás servicios en relación con fusiones y adquisiciones de empresas”³².*
- *“La elaboración de informes de inversiones y análisis financieros u otras formas de recomendación general relativa a las operaciones sobre instrumentos financieros”.*

Las EAFI no podrán contratar a agentes para el desempeño de sus funciones³³, ya que así se recoge tanto en la circular 10/2008, como en el RD 217/2008. Además tampoco podrán ser agentes de otra ESI o entidad de crédito³⁴.

³⁰ Vid. Art. 6 de RD 217/2008.

³¹ JIMÉNEZ BLANCO, "Derecho de la Regulación Económica, II. Mercado de Valores, cit., págs. 273 y siguientes.

³² Vid. Art. 6 de la sección II tipos de empresas de servicios de inversión. RD 217/2008

Tampoco podrán realizar operaciones sobre valores o efectivo en nombre propio, salvo para administrar su propio patrimonio y, en todo caso, con observancia de las limitaciones que reglamentariamente se establecen. Las EAFI tampoco pueden situarse en posición deudora con respecto a sus clientes, dada la carencia de autorización para tener fondos o valores de la clientela.

Además, las EAFI, también necesitan de una autorización, para llevar a cabo su actividad, pero en este caso la autorización la otorgara la CNMV. Esto también diferencia a las EAFI de las demás ESI, ya que esta es la única que no recibe la autorización del Ministerio de Economía y Competitividad a petición de la CNMV. Por tanto, la autorización de estas empresas y sus requisitos de funcionamiento son menos onerosos que los del resto de ESI, esto es lógico ya que las funciones que la ley les encomienda son escasas.

El asesoramiento según la CNMV, en su guía sobre la prestación del servicio de asesoramiento en materia de inversión, define dos tipos de asesoramientos diferentes³⁵.

- Asesoramiento recurrente, se da cuando el cliente tiene una relación duradera con su asesor, además periódicamente la empresa le presentara recomendaciones de inversión.
- Asesoramiento puntual, la relación que la entidad tiene con su cliente no es prolongada en el tiempo, por lo que esporádicamente, la empresa, realiza al cliente recomendaciones de inversión.

Adicionalmente, el RD 217/2008 recoge una nueva categoría de agencia de valores, que el sector la ha denominado Agencia de Valores Simplificada, cuya actividad exclusiva es la recepción y transmisión de órdenes y a las que se les exigirá menores requisitos de capital. Esta nueva categoría está centrada exclusivamente a la distribución de instrumentos o productos financieros a terceros³⁶.

2.2. LOS SERVICIOS QUE PUEDEN DESARROLLAR LAS ESI

Como anteriormente he nombrado, las ESI se dividen a su vez en 4 tipos de empresas diferentes, cuyo objetivo es la prestación de servicios de inversión a sus clientes. Cada tipo de sociedad tiene una serie de características particulares, dando lugar a la floración de un abanico de oportunidades para los clientes, pudiendo elegir el vehículo de inversión más adecuado a las características de cada cliente.

Las actividades que pueden desarrollar las ESI son diversas y todas ellas recogidas en el artículo 5 RD 217/2008, este artículo define las actividades que las ESI pueden desarrollar. Dentro de este apartado la normativa diferencia entre servicios de

³³ PEREDA DE PABLO, R. "El asesoramiento de inversiones y las empresas de asesoramiento financiero", cit., pág.510

³⁴ Circular 10/2008 de 30 de diciembre, de la CNMV, sobre empresas de asesoramiento financiero.

³⁵ Guía sobre la prestación del servicio de asesoramiento en materia de inversión elaborada por la CNMV. Vid.
http://www.cnmv.es/DocPortal/GUIAS_Perfil/GuiaAsesoramientoInversion.pdf

³⁶ HERNÁNDEZ ALER, G. / GUTIÉRREZ CAMPIÑA, S. "valoración de la transposición de MIFID en España", cit., Pág. 189.

inversión y servicios auxiliares³⁷, a continuación procederé a desarrollar cada tipo de servicio.

Dentro de los servicios de inversión podemos destacar:

1. *“La recepción y tramitación de órdenes de clientes en relación con uno o más instrumentos financieros”.*

2. *“La ejecución de dichas órdenes por cuenta de clientes”.*

3. *“La negociación por cuenta propia”.*

4. *“La gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión con arreglo a los mandatos conferidos por los clientes”.*

5. *“La colocación de instrumentos financieros”.*

6. *“El aseguramiento de una emisión o de una colocación de instrumentos financieros”.*

7. El asesoramiento en materia de inversión. Este servicio se centra en un servicio personalizado por lo que las recomendaciones que lleve a cabo las ESI deben ser personalizadas, no obstante la petición del servicio de inversión se podrá materializar tanto por parte de la entidad, como por parte del cliente siempre estando referido a instrumentos financieros. No se reconocerán como tal las recomendaciones de carácter genérico o no personalizadas. Estas últimas, tendrán la consideración de comunicaciones de carácter comercial. Asimismo no se consideraran recomendaciones de carácter personal, las divulgadas exclusivamente a través de canales de distribución al público.

Para que se reconozca como una recomendación personalizada, es necesario que dicha opinión se base en las circunstancias personales del inversor o posible inversor, teniendo como objetivo realizar una de las siguientes acciones.

- *“Comprar, vender, suscribir, canjear, rembolsar, mantener o asegurar un instrumento financiero específico”³⁸.*

- *“Ejercitar o no ejercitar cualquier derecho conferido por un instrumento financiero determinado para comprar, vender, suscribir, canjear o rembolsar un instrumento financiero”.*

Además hay que tener en cuenta que gracias a la normativa MIFID el asesoramiento queda recogido como un tipo de inversión, pudiéndolo llevar a cabo solo por las empresas que tengan reconocido ese derecho, con anterioridad el asesoramiento no estaba recogido en la ley y lo podían llevar a cabo cualquier entidad³⁹.

Otro hecho importante, es que la entidad a la hora de recabar toda la información del cliente, es decir a la hora de definir con el cliente cual es su objetivo de inversión, necesita un instrumento que le permita conocer toda esta información y para ello se desarrolla el Test de Idoneidad⁴⁰. Este test permite que el cliente adquiera productos

³⁷ Art. 5 sobre servicios de inversión y servicios auxiliares. Vid. RD 217/2008.

³⁸ Vid. Art. 5.1.g del RD 217/2008.

³⁹ PEREDA DE PABLO, R. "El asesoramiento de inversiones y las empresas de asesoramiento financiero", cit. pág. 202, II el porqué de un servicio de inversión autónomo.

⁴⁰ HERNÁNDEZ ALER, G. /NARDIZ CREUS, A. (2008): "El asesoramiento como servicio de inversión", *Bolsa de Madrid*, 175, pág. 20 dentro del apartado de consecuencias de la nueva categoría del asesoramiento como servicio de inversión.

que se adecuen a sus características y objetivos de inversión. Además los inversores deben asumir un papel activo a la hora de calibrar la información remitida por las entidades y facilitar la información de idoneidad del inversor a las mismas, no omitiendo datos que pudieran perturbar la buena prestación del servicio.

Cabe destacar, que las ESI que presten un buen servicio de asesoramiento financiero tendrán una herramienta de diferenciación, ya que, se podrán poner en contraste las entidades que presten un buen servicio y las que sólo venden productos.

Con anterioridad a la LMV 47/2007 y al RD 217/2008 el asesoramiento en materia de inversión era considerado como un servicio auxiliar, complementario a los servicios de inversión⁴¹. Con esta modificación del Ordenamiento jurídico provocado por la MIFID, lleva al asesoramiento en materia de inversión, al primer nivel dentro de los servicios de inversión. Cabe destacar, que además de estas modificaciones, las ESI deberán superar mayores obligaciones, lo que provoca a su vez que presten un mejor servicio, aumentando la calidad y provocando que la protección del cliente sea mucho mayor.

No obstante, el asesoramiento se introduce en nuestro Ordenamiento para reducir el riesgo que tienen los posibles inversores, ya que al estar reglado es mucho mas seguro, reduciendo así tanto, el riesgo del inversor, como los conflictos de interés que pudiera haber entre la entidad que asesora, es decir la ESI y el valor que recomienda la entidad.

Otro cambio importante que incorpora la MIFID, es que con anterioridad los asesores financieros no tenían pasaporte europeo, por lo cual a la hora de asesorar, solo lo podían llevar a cabo en su país. Con la aparición de la MIFID el asesor de inversiones puede operar, de manera transfronteriza o a distancia, con cualquier cliente en toda la Unión Europea, bajo el único control de la autoridad de su país de origen, en el caso español sería bajo el control de la CNMV⁴².

8. *“La gestión de sistemas multilaterales de negociación (SMN)”*.

Las ESI pueden desarrollar una serie de servicios considerados por la ley como auxiliares, pero no obstante, para que las empresas los desarrollen previamente necesitan de haber prestado algún servicio de inversión. A continuación procedo a desarrollarlos:

1. *“La custodia y administración por parte del cliente de los instrumentos previstos en el artículo 2 de la Ley 24/1988 de 28 de julio, del mercado de valores”*.

2. La concesión de créditos o préstamos cuyo fin sea la adquisición de instrumentos financieros siempre que la entidad que preste ese activo participe en la operación.

3. *“El asesoramiento a empresas sobre estructuras de capital, estrategia industrial y cuestiones afines, así como el asesoramiento y demás servicios en relación con fusiones u adquisiciones de empresas”*.

4. *“Los servicios relacionados con las operaciones de aseguramiento de emisiones o de colocación de instrumentos financieros”*.

⁴¹ HERNÁNDEZ ALER, G. /NARDIZ CREUS, A. "El asesoramiento como servicio de inversión", cit., pág. 17.

⁴² PEREDA DE PABLO, R. "El asesoramiento de inversiones y las empresas de asesoramiento financiero", cit., pág. 202, II el porqué de un servicio de inversión autónomo.

5. *“La elaboración de informes de inversión y análisis financieros u otras formas de recomendación general relativa a las operaciones sobre instrumentos financieros”.*

Las recomendaciones, que se publiciten a través de los diferentes medios telemáticos, son a las que se refieren ya que cuando se publican no tienen en cuenta las circunstancias especiales de cada posible inversor. Esa recomendación podrá diseñar una nueva estrategia de inversión de forma implícita o explícita sobre uno o varios instrumentos financieros o sobre los emisores de instrumentos financieros, incluyendo cualquier opinión sobre el valor o el precio actual o futuro de dicho instrumento financiero.

No obstante, toda información que se publique por los medios de comunicación al público en general tendrá que cumplir los siguientes requisitos.

- *“Que el informe de inversión se califique como tal o como análisis financiero o cualquier término similar a estos, o bien, que se presente como una explicación objetiva o independiente de aquellos emisores o instrumentos sobre los que efectúen recomendaciones”.*

- *“Que la recomendación que se lleve a cabo por una ESI hacia su cliente, no constituya asesoramiento en materia de inversión, de conformidad con lo establecido en el número 7 de los servicios de inversión, es decir con la recomendación personalizada hacia el cliente o posible cliente”⁴³.*

6. La prestación de servicios de cambio de divisas cuando, el fin sea la prestación de un servicio de inversión.

7. *“Los servicios de inversión así como los auxiliares que se refieren al subyacente no financiero de los instrumentos financieros derivados contemplados en los apartados 3, 4, 5, y 8 del art. 2 de la Ley 24/1988, de 24 de julio, del Mercado de Valores, cuando se hallen vinculados a la presentación de servicios de inversión o a los servicios auxiliares”.*

2.3. LOS PRODUCTOS FINANCIEROS QUE LAS EAFI PUEDEN RECOMENDAR A SUS CLIENTES.

Las empresas de servicios de inversión, son un tipo de empresa cuyo objetivo social es la de prestar un servicio de inversión con carácter profesional a terceras personas.

En el Ordenamiento español, hasta el 2007 solo existían 3 tipos diferentes de ESI, con la normativa MIFID, como ya sabemos aparecen las EAFI. En consecuencia las ESI pasan a ser cuatro tipos diferentes.

Las sociedades de valores.

Las agencias de valores.

Sociedades gestoras de carteras.

Empresas de asesoramiento financiero.

La inversión se materializa con diferentes tipos de instrumentos financieros, teniendo cada uno de ellos una serie de características. El artículo 2 de la LMV los enumera:

1. Los valores negociables.

⁴³ Vid. Art. 63.2.e en la LMV.

- Las acciones y los valores negociables equivalentes a las acciones, es decir cada parte alícuota en las que se divide el capital social de una sociedad. También los valores negociables que den derecho a la adquisición de acciones.

- Las cuotas participativas de las cajas de ahorro, y de la CECA que son títulos con características parecidas a las acciones, pero cuya función es financiar a las cajas de ahorro.

- Los bonos, obligaciones y otros valores analógicos, es decir, son títulos que representan la posición deudora, de la sociedad emisora frente al titular del bono u obligación. Esto es una forma de financiación que las empresas pueden utilizar para complementar la financiación bancaria o la de la aportación de los socios de la empresa.

- Las cedulas, bonos y participaciones hipotecarias, son títulos nacidos a través de la ingeniería financiera. Son activos que se suele emitir por un banco. Este título reconoce la posición deudora del banco frente al poseedor del título, todo ello garantizado por unos activos hipotecarios, es decir, sobre unos préstamos hipotecarios que el banco posee sobre unos clientes de la entidad, terceros ajenos en esta operación. El interés que recibe el poseedor del bono, cédula o participación hipotecaria siempre es inferior al interés que el banco recibe de su cliente por el préstamo hipotecario.

- Los instrumentos del mercado monetario, entendiendo por estos productos a los activos con vencimientos inferiores a un año, estos serían las letras del tesoro, certificados de depósito y pagarés.

- Las participaciones preferentes, que son aportaciones al capital social de la empresa y no a los fondos propios. Estos productos típicamente comercializados antes de la crisis del 2007, se vendieron en un gran número de casos a personas sin cultura financiera y provocando que dichas personas no supieran lo que estaban adquiriendo y perdieran parte de sus ahorros. Este tipo de activo, las participaciones preferentes tienen como característica principal que no tienen derecho a voto, pero su remuneración vía dividendo es más ventajosa que la de la acción común.

- Las cédulas territoriales, que son muy parecidas a las participaciones preferentes pero cuya principal diferencia es que el activo que las garantiza, esos préstamos o créditos son recibidos por administraciones públicas, comunidades autónomas, entes locales y organismos autónomos dependientes de éstos, así como otras entidades de análoga naturaleza del espacio Económico Europeo.

- Los warrants, que es un producto derivado que le otorga al comprador el derecho no la obligación de adquirir un subyacente en las condiciones pactadas en la firma del contrato.

- Las cédulas de internacionalización, es un activo nacido muy recientemente en julio de 2012, gracias a la ingeniería financiera y su característica principal es que tiene como activo subyacente créditos y préstamos de apoyo a la internacionalización de las empresas españolas.

2. Los contratos de opciones, futuros, permutas, acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de instrumentos financieros derivados, cuyo subyacente pueden ser diferentes tipos de activos como son los valores, divisas, tipo de interés o rendimientos, u otros instrumentos derivados, índices financieros, materias primas, variables climáticas, gastos de transporte, autorizaciones de emisiones u otras estadísticas económicas oficiales que puedan liquidarse en especies o en efectivo.

También existe la posibilidad, de que el activo subyacente sea una materia prima y se proceda a su liquidación con especies, siempre que se negocien en un mercado regulado o sistema multilateral de negociación.

No obstante, también se puede dar el caso, de que el subyacente sea un activo que no sea posible su entrega física, como es el caso de un producto derivado sobre un índice o sobre la climatología, en este caso se liquidaría en efectivo.

3. Contratos de opciones, futuros, permutas, acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de instrumentos financieros derivados cuyo subyacente, es una materia prima, se liquida por entrega física, y no estando mencionado en el apartado anterior, la principal característica es que se liquida a través de una cámara de compensación.

4. Instrumentos financieros derivados para la transferencia del riesgo de crédito.

5. Contratos financieros por diferencias, más conocidos por sus siglas en inglés CFD, este tipo de contrato se ejecuta por la diferencia entre el precio de compra y venta de dicho CFD.

6. Contratos de opciones, futuros, permutas, acuerdos de tipos de interés a plazo y otro tipo de instrumentos financieros derivados, relacionados con variables climáticas, gastos de transporte, autorizaciones de emisión o tipos de inflación u otro tipo de estadísticas económicas oficiales, que deban liquidarse en efectivo o en efectivo a petición de una de las partes, siempre que se negocien por mercados regulados, o SMN que se liquiden por cámaras de compensación o sean objeto de ajustes de reguladores de los márgenes de garantía.

CAPÍTULO 3

CARACTERÍSTICAS QUE SE TIENEN QUE CUMPLIR PARA QUE SE CONSIDERE UN SERVICIO DE ASESORAMIENTO FINANCIERO

3.1. INTRODUCCIÓN

La directiva MIFID nació para corregir algunos de los fallos que tienen los mercados financieros.

3.1.1. Clasificación de la clientela de las ESI.

La normativa MIFID, le otorga al cliente una posición diferente según sean sus conocimientos sobre los mercados financieros, es decir la normativa MIFID a través de las modificaciones sobre LMV, obliga a las empresas que prestan servicios de inversión y entre ellas a las EAFI, a clasificar a sus actuales y potenciales clientes, según la cultura financiera del inversor. La clasificación, a la que se ve sometido el cliente es para conocer cuál es su nivel de protección, ya que, a mayor cultura financiera del cliente, menor será su grado de protección, mientras que a menor grado de cultura financiera, mayor nivel de protección. Como dice banco caminos banca privada⁴⁴, *“no todos los clientes tienen el mismo nivel de información, formación y experiencia en productos financieros. En consecuencia el trato, la información y el nivel de protección que se les debe dar son diferentes”*.

Los clientes se ven clasificados en tres grupos diferentes⁴⁵, clientes minoristas, mayoristas y contraparte elegibles.

Los clientes minoristas, son la gran mayoría de los inversores, es decir son casi todos los particulares que actúan como personas físicas. Este tipo de clientes tienen otorgado el máximo nivel de protección, ya que se les presupone como los más indefensos, la EAFI tendrá que realizarle los test necesarios y además deberá presentarle toda la documentación, e información precontractual y postcontractual.

Los clientes profesionales, son los inversores institucionales, las grandes empresas. A este grupo de clientes, la protección que se le otorga es más reducida que a los clientes minoristas, ya que se les presupone una mayor cultura financiera y son conscientes de los riesgos que están asumiendo cuando llevan a cabo una operación. No obstante, para que la empresa se encuentre encasillada en esta área tendrán que cumplir una serie de criterios, teniendo que cumplir dos criterios de tres, para que se considere gran empresa

- Que tengan unos fondos propios superiores a 2 millones de euros.

⁴⁴Vid., Banco caminos, banco privado,
<http://www.bancocaminos.es/BCGeneral/descargas/637932/Que-es-MiFID.pdf>

⁴⁵ HERNÁNDEZ ALER, G. /NARDIZ CREUS, A. "El asesoramiento como servicio de inversión", cit., pág. 23 Factores a tener en cuenta si se quieren cobrar incentivos.

- Que lleven a cabo un volumen de negocio mayor a 40 millones de euros.
- Que posea un balance de más de 20 millones de euros.

El último grupo son las contrapartes elegibles, estos disponen de todos los conocimientos, experiencias, y de los recursos financieros necesarios para participar en los mercados de capitales. Cabe destacar, que al tener la cultura financiera necesaria para participar en los mercados de capitales, estas entidades gozaran del menor grado de protección. Este tipo de entidades son las ESI, bancos, aseguradoras, bancos centrales, gobiernos...

3.1.3. El derecho de información del inversor

Una de las características principales de la MIFID, es el derecho de información del inversor, este derecho aparece en la Ley del Mercado de Valores en su artículo 79 bis, en el RD 217/2008, en la orden ministerial EHA 1665/2010 y en la circular de la CNMV 7/2011. Posteriormente en el año 2013, la CNMV desarrolla la Circular 3/2013 que busca mejorar las relaciones que las ESI tienen con sus clientes.

Las empresas que comercialicen servicios financieros, tendrán la obligación de tener informado en todo momento a sus clientes.

Además toda la información que esta dirigida a los clientes, incluyendo hasta la de carácter publicitario, deberá ser imparcial, clara y no engañosa. No obstante la información publicitaria deberá identificarse como tal.

Cuando hablamos de derecho de información del inversor, hay que diferenciar dos fases.

Fase precontractual, antes de la celebración del contrato, la ESI debe recabar información sobre la experiencia y los conocimientos del cliente, o posible cliente en el ámbito de inversión, correspondiente al tipo de producto que desea contratar, además tendrá que recabar información sobre la situación financiera del cliente y cuales son sus objetivos de inversión. No obstante a los clientes, incluyendo también los potenciales, se les proporciona de manera comprensible, información adecuada sobre la entidad, los servicios que presta, sobre los instrumentos financieros y las estrategias de inversión. Además también se le deberá informar sobre los costes asociados, de modo que les permita comprender la naturaleza y los riesgos del servicio de inversión que pretende contratar. El cliente potencial es *“aquella persona que haya tenido un contacto directo con la entidad para la prestación de un servicio de inversión, a iniciativa de cualquiera de las partes”*⁴⁶.

La información a la que se refiere el párrafo anterior podrá facilitarse en un formato estandarizado *“La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá requerir que en la información que se entregue a los inversores con carácter previo a la adquisición de un producto, se incluyan cuantas advertencias estime necesarias relativas al instrumento financiero y, en particular, aquellas que destaquen que se trata de un producto no adecuado para inversores no profesionales debido a su complejidad. Igualmente, podrá requerir que estas advertencias se incluyan en los elementos publicitarios”*⁴⁷.

⁴⁶ Vid. Art. 79.2. Bis de la LMV.

⁴⁷ Vid. Art 79.3 bis de la LMV.

Una vez hecho todo esto, la entidad tiene que recomendar por escrito y de forma motivada, la contratación de los productos y servicios que mas convenga a cada tipo de inversor. Además también deberá proporcionar por escrito en soporte duradero, una descripción de cómo se relacionan la recomendación realizada por la ESI y los objetivos de inversión que el cliente persigue. La recomendación obviamente, deberá ser coherente y tendrá que tener en cuenta, los riesgos de mercado, liquidez y crédito.⁴⁸

Pero si la ESI no va a realizar tal asesoramiento, tiene la obligación de advertir por escrito que la inversión que pretende hacer el cliente o posible cliente no es la más adecuada.

Si el cliente no deposita la información que requiera la empresa, la ESI no podrá hacer ninguna recomendación, y tendría que hacer un informe diciendo que la información que recibe por parte del cliente es insuficiente, *“Le informamos de que dadas las características de esta operación XXX (deberá identificarse la operación), ZZZ (denominación de la entidad que presta el servicio de inversión) está obligada a evaluar la conveniencia de la misma para usted; es decir evaluar si, a nuestro juicio, usted posee conocimientos y experiencia necesarios para comprender la naturaleza y riesgos del instrumento sobre el que desea operar. Al no haber proporcionado los datos necesarios para realizar dicha evaluación, usted pierde esta protección establecida para los inversores minoristas. Al no realizar dicha evaluación, la entidad no puede formarse una opinión respecto a si esta operación es o no conveniente para usted”*⁴⁹.

Si se da el caso, de que el cliente quiera contratar un producto complejo se exigirá que en el contrato, al lado de la firma del cliente, aparezca una expresión manuscrita, en los términos que la CNMV establece *“Este es un producto complejo y por falta de información no ha podido ser evaluado como conveniente para mí”*⁵⁰. La advertencia y la expresión manuscrita, formarán parte de la documentación contractual de la operación, incluso cuando se formalicen en documentos separados de la orden de compra.

Si la ESI considera, que el servicio o producto no es adecuado para las características del cliente, se deberá de advertir *“Le informamos de que, dadas las características de esta operación XXX (deberá identificarse la operación), ZZZ (denominación de la entidad que presta el servicio de inversión) está obligada a evaluar la conveniencia de la misma para usted. En nuestra opinión esta operación no es conveniente para usted. Una operación no resulta conveniente cuando el cliente carece de los conocimientos y experiencia necesarios para comprender la naturaleza y riesgos del instrumento financiero sobre el que va a operar”*⁵¹.

Otras novedades que incorpora la circular 3/2013, son los registros de clientes evaluados y productos no adecuados. Este registro ya existe, ya que florece con la Resolución de 7 de octubre de 2009 de la CNMV, esta mejora consiste en que el

⁴⁸ Circular 3/2013, de 12 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el desarrollo de determinadas obligaciones de información a los clientes a los que se les prestan servicios de inversión, en relación con la evaluación de la conveniencia e idoneidad de los instrumentos financieros.(B.O.E. núm. 146, 19 de junio de 2013)

⁴⁹ Vid. Circular 3/2013 de 12 de junio de la CNMV.

⁵⁰ Vid. Circular 3/2013 de 12 de junio de la CNMV

⁵¹ Vid. Circular 3/2013 de 12 de junio de la CNMV.

registro de clientes deberá de incorporar la fecha a partir de la cual, la ESI considera que un producto no es adecuado para un cliente.

Como anteriormente se dijo, a la hora de poder prestar un servicio de asesoramiento, la ESI, tienen que llevar a cabo dos test diferentes para conocer la situación en la que se encuentra el cliente o posible cliente. Los test que hay que cumplimentar por parte del cliente son el Test de Idoneidad y el Test Conveniencia.

El Test de Idoneidad se realiza si la entidad lleva a cabo actividades de asesoramiento financiero, en inversiones y gestión de carteras (este ultimo servicio no lo pueden realizar las EAFI) realizando recomendaciones personales, ya sea de forma puntual o continuada, sobre productos financieros que se ajustan a los objetivos de inversión del cliente y su situación financiera⁵². Este documento se divide en tres partes, la primera esta destinada a conocer cual es la situación financiera del cliente, la segunda busca saber cuales son los objetivos de inversión del cliente o posible cliente, y la última se encomienda a los conocimientos y experiencia del cliente en el ámbito de la inversión, correspondiente al tipo concreto de producto o servicio.

El otro documento a rellenar es el Test de Conveniencia, que lo tendrán que rellenar los clientes o posibles clientes cuando la entidad vaya a prestarle un servicio de comercialización de productos financieros, es decir, sólo ofrecerá productos adecuados a las características del cliente. El objetivo del Test de Conveniencia es conocer por parte del cliente, cual es la naturaleza y el riesgo de los productos que la entidad comercializa. Por lo tanto este test, busca valorar los conocimientos y experiencia del cliente, realizándole cuestiones referentes a la tipología de los productos y servicios contratados con anterioridad, el volumen de las operaciones, la frecuencia con las que se llevan a cabo y la naturaleza de la operación, además también se tendrá que tener constancia de la formación financiera (nivel de estudios, profesión actual) de la que goza el potencial cliente.

La obligación de recabar información de los clientes, a través del Test de Idoneidad conlleva, por una parte, un incremento importante en la protección del inversor, permitiendo a las ESI realizar a sus clientes recomendaciones que se adapten mucho mejor a sus características de inversión.

A la hora de evaluar la información, que el cliente presta a la EAFI, se parte del principio de buena fe⁵³, por lo que se considera cierta toda la información que el cliente presente. Otra situación seria si la EAFI, fuera consciente que dicha información esta incompleta, es manifiestamente defectuosa o inexacta.

La información relativa a la situación financiera del cliente, se refiere a la fuente y su nivel de ingresos, sus activos, nivel de liquidez, inmuebles y por último sus compromisos financieros de deuda. En cuanto a la información de sus objetivos de inversión, se busca conocer cual es el horizonte temporal de la posible inversión y cual es la relación de riesgo-rentabilidad que esta dispuesto a asumir.

Además, si se da el caso, que el producto que se desee contratar no es complejo, no hace falta que se realice el Test de Conveniencia. Otro dato importante, es que la cumplimentación del documento no es obligatoria para que el cliente lleve a cabo su inversión, en este caso la entidad deberá poner a disposición del cliente un aviso

⁵² Test MIFID: test de idoneidad y test de conveniencia. Legorburo Consultores 06/03/2013 <http://www.legorburoconsultores.es/test-mifid-idoneidad-conveniencia.html>

⁵³ ESPÍN GUTIÉRREZ, (2010): "Las empresas de asesoramiento financiero", Perspectivas del sistema financiero, 98, págs. 57 y siguiente.

indicándole que la conveniencia del servicio o producto no ha sido objeto de evaluación⁵⁴.

Fase contractual, las órdenes de los clientes y las actuaciones de ejecución deben constar en un registro informático de operaciones, teniendo la obligación de registrar dichas operaciones con la mayor brevedad posible. La prestación del servicio, se desarrolla por medio de contrato tipos que la CNMV elabora.

Por último, las ESI tienen el deber de informar sobre las operaciones efectuadas, es decir, si el contrato es duradero, se debe dar al cliente una información periódica y en soporte duradero.

Para que el servicio que presta una ESI, sea considerado como asesoramiento en materia de inversión, se tendrán que cumplir una serie de requisitos que se detallan a continuación.

1. Las EAFI, deberán opinar sobre una oportunidad de inversión, no pudiendo solamente emitir una información o explicación de las características y riesgos de una operación.
2. Que el servicio se lleve a cabo, con un instrumento financiero concreto, instrumentalizado, bajo una o más operaciones.
3. Para que se hable de asesoramiento tiene que ser personalizado, es decir que se presente como idóneo para un determinado cliente, basándose en las características personales del cliente.
4. No se podrá materializar, a través de medios telemáticos como pudieran ser la radio, televisión, Internet.
5. Deberá ser individualizado, realizándose a una persona en régimen de inversor o posible inversor o en calidad de apoderado o representate del mismo.

A la hora de considerar, que el servicio que esta prestando la EAFI es de asesoramiento, es necesario que se tenga en cuenta el vocabulario que el agente de la empresa, utiliza con su cliente, ya que es necesario que dicho agente de su opinión o su juicio de valor sobre un instrumento concreto.

3.1.3. Los diferentes tipos de recomendaciones

Hay tres tipos de recomendaciones que a continuación procederé a desarrollar⁵⁵:

1. Recomendación personalizada.
2. Recomendación general.
3. Asesoramiento genérico.

La primera, la recomendación personalizada, es la única que se considera asesoramiento en materia de inversión, ya que, está si que cumple todos los requisitos desarrollados en el punto anterior. Y se define como, "*la prestación de*

⁵⁴HERNÁNDEZ ALER, G. /NARDIZ CREUS, A., "El asesoramiento como servicio de inversión". cit., las empresas de asesoramiento financiero, pág. 22.

⁵⁵ Guía sobre la prestación del servicio de asesoramiento en materia de inversión elaborada por la CNMV.

*recomendaciones personalizadas a un cliente, sea a petición de este o por iniciativa de la ESI, con respecto a uno o más operaciones relativas a instrumentos financieros*⁵⁶.

En cuanto, a la recomendación general, el Considerando 83 de la Directiva 2006/73/CE define recomendación general como “*aquella que está destinada a los canales de distribución o al público*” por lo que se contrapone a la definición de recomendación personalizada.

La diferencia que existe entre recomendación general o personalizada, es que la recomendación personalizada tiene en cuenta las características particulares de cada cliente y a la hora de realizar el asesoramiento, esto es uno de los principios básicos.

En cambio la recomendación general, consiste en asesorar a las personas sobre un instrumento financiero concreto, pero la diferencia es que no tiene en cuenta las circunstancias posible inversor. Además, a la hora de comunicar la recomendación general, se publica a través de medios que están al alcance de cualquier persona, esos medios pueden ser la televisión, prensa, internet⁵⁷...

La diferenciación entre comercialización y asesoramiento es de capital importancia, ya que no permite saber ante qué tipo de servicio nos encontramos y cuáles serán las obligaciones que tiene que desarrollar las entidades. Definimos la comercialización como “*la promoción de servicios o instrumentos financieros y, en sí misma, no es un servicio de inversión*”⁵⁸.

A la hora de integrar la normativa MIFID en la elaboración de los manuales de comercialización de las ESI, se han delimitado una serie de actuaciones que aunque se presten de una forma personal no forman parte de lo que el RD 217/2008 considera asesoramiento en materia de inversión⁵⁹. A continuación procederé a desarrollar tales servicios.

- Explicar a un cliente o a un potencial cliente la estructura, características, riesgos y posibles beneficios, en definitiva consiste en explicar las características de un instrumento financiero.
- Otra actividad sería la de comparar dos activos diferentes para así, poder conocer cuáles son las diferencias entre ambos productos.
- Valorar una inversión pero en un mercado donde no tiene cabida el cliente o posible cliente.
- La elaboración de una oferta a un cliente o posible cliente para la compra o venta de un instrumento financiero específico.
- Alertar al público sobre algún cambio que hubiera ocurrido en el mercado, en este apartado, se podría incluir una notificación que hace una ESI debido a que el precio de la acción de una compañía se ha situado a cierto precio.

⁵⁶Vid. Art. 63.1.g de la LMV.

⁵⁷ PEREDA DE PABLO, R. "El asesoramiento de inversiones y las empresas de asesoramiento financiero", Vid. pág. 505.

⁵⁸HERNÁNDEZ ALER, G. /NARDIZ CREUS, A. "El asesoramiento como servicio de inversión", Vid. ¿Cómo diferenciar el asesoramiento de la comercialización? pág. 20.

⁵⁹ HERNÁNDEZ ALER, G. /NARDIZ CREUS, A. "El asesoramiento como servicio de inversión". Vid. pág. 18

- Asesoramiento al cliente, en cuanto a las cláusulas que incorpora un contrato de un instrumento financiero, o sobre los efectos del contrato y sus consecuencias comerciales aceptados en el mercado.
- El asesoramiento que pudiera necesitar un cliente o posible cliente a la hora de cumplimentar un impreso o cualquier otra documentación, cuyo objeto sea la contratación de un instrumento financiero.

CAPÍTULO 4

AUTORIZACION, REGISTRO Y REQUISITOS DE LAS EAFI

4.1. LA AUTORIZACIÓN Y REGISTRO DE LAS ESI

Las empresas que quieran dedicarse al asesoramiento en materia de inversión, para constituirse con esos derechos, tendrán que superar una serie de requisitos, para obtener un certificado que les permita desarrollar su actividad⁶⁰.

Las ESI debido a su estructura especial gozan de un régimen de autorización, para las EAFI es parecido, pero éstas tienen un carácter y una naturaleza peculiares debido a las funciones que realizan⁶¹.

Una de las características que tienen que tener este tipo de empresas es que su objetivo social debe de ser exclusivo, esto quiere decir que estas empresas tienen que tener un objetivo claro y ese debe ser, el de prestar un servicio de inversión adecuado a las características de cada cliente. Esta empresa, se constituirá como una sociedad anónima, con duración indefinida y en su nombre tendrá, la obligación de especificar de qué tipo de empresa de servicios de inversión se trata. Además las acciones en las que se divide su capital social, deberán ser nominativas.

No obstante, cuando estemos hablando de una entidad de nueva creación, se constituirá con procedimiento de fundación simultánea. Además cuando se trate de empresas de nueva creación, el desembolso será en efectivo. No obstante, si lo que se busca es cambiar el tipo de empresa de servicios de inversión, se deberá satisfacer la diferencia entre las cantidades mínimas exigidas.

En cuanto al consejo de administración, deberá de estar compuesto por un mínimo de tres miembros, además todas esas personas tendrán que tener una reconocida honorabilidad, tanto en el ámbito empresarial como en el profesional. Lógicamente la mayoría de los consejeros deberán de soportar, unos conocimientos y una experiencia adecuados para poder actuar en el mercado de valores.

Al mismo tiempo la sociedad deberá tener una serie de procedimientos, medidas y medios, que le permitan cumplir con los requisitos, en cuanto a los requisitos de control, medios telemáticos, además tendrá que dotarlos con la seguridad, confidencialidad, fiabilidad y capacidad necesaria para prestar un buen servicio de inversión.

Hay una característica, que diferencia a las EAFI de las demás ESI, se refiere al fondo de garantía de depósitos. Esto es muy importante ya que las S.V., A.V. y S.G.C. están cubiertas por el fondo de garantía de depósitos, mientras que a las EAFI no las cubre.

Las ESI, también deberán de contar con un domicilio social, en territorio nacional y tendrá que presentar un proyecto de empresa con viabilidad para los años venideros.

Las EAFI españolas pueden prestar los servicios de inversión y los servicios auxiliares para los que estén autorizadas en el territorio español, y en todo el territorio de la Unión Europea, a través del establecimiento de una sucursal o por la libre prestación de servicios⁶². Cuando el objetivo de la ESI, sea prestar servicios en un

⁶⁰ Vid. Artículo 14 Real Decreto 217/2008 del 15 de febrero en su.

⁶¹ Vid. RD 217/2008, la introducción de dicho Real Decreto.

⁶² Vid. Artículo 71.1 de la ley del mercado de valores.

territorio que no sea miembro de la Unión Europea, deberá obtener una autorización⁶³ de la CNMV. Si se da la situación, en la cual la ESI encuentra problemas a la hora de prestar su servicio en un territorio que no forme parte de la Unión Europea, la empresa deberá informar a la CNMV, para que ésta se lo comunique a la Comisión Europea.

En cuanto a la alta dirección deberá acreditar una experiencia de más de tres años, en una empresa de un tamaño similar, el directivo deberá poseer las siguientes habilidades administración, dirección, control y asesoramiento.

4.1.1. Requisitos de la solicitud para constituir una ESI

A la hora de llevar a cabo, la autorización que permita que la ESI pueda prestar sus servicios, necesitara de una serie de documentación⁶⁴. La solicitud de autorización de las EAFI, se deberá presentar en los modelos que la CNMV tiene previsto para estos casos. Si entramos en la página web de la CNMV, dentro de los modelos normativos podremos observar cómo se diferencian dos manuales⁶⁵ de solicitud de la autorización de las EAFI, uno será para aquellos que la constituyan como persona física y el otro manual para las personas jurídicas.

El primer documento que tiene que presentar, es el proyecto de estatutos sociales, acompañado de una certificación negativa del nombre, acreditado esta última que el nombre que va a utilizar la nueva empresa es válido.

Un programa de actividades, que de forma específica desarrollará cuales son las actividades que la ESI pretende desarrollar, estas servicios se refieren a servicios de inversión, auxiliares y actividades accesorias que se pretenden realizar.

También, deberá presentar una descripción de la organización administrativa, contable, los medios técnicos y humanos adecuados a su programa de actividades, así como los procedimientos de control interno, de acceso y salvaguardia de los sistemas informáticos, acompañada cuando hiciese falta de un informe realizado por un experto independiente.

Otro documento que deberá entregar para que la ESI sea totalmente transparente, será una relación de socios con indicación de sus participaciones de capital. En el caso que ese accionista sea una persona jurídica, se indicara las participaciones de capital que directa o indirectamente representen un porcentaje superior al 5%. En el caso de que el accionista sea persona física, y sea considerada su participación como significativa, se aportará información sobre su trayectoria y actividad profesional. En cambio, si es una persona jurídica, se deberá presentar los estatutos, las cuentas anuales, informes de gestión, informes de auditoría de los dos últimos años en el caso de que los hubiera y por último la composición de sus órganos de administración y la estructura detallada del grupo al que eventualmente pertenezca.

Además se deberá de entregar, toda la información relativa a la relación de administradores y de quienes hayan de ejercer como directores generales o asimilados, con información detallada sobre la trayectoria y actividad profesional.

Por último, deberán presentar también un reglamento interno de conducta, que de forma expresa desarrolle las operaciones personales de los consejeros, empleados y apoderados de la empresa.

⁶³ ESPÍN GUTIÉRREZ, "Las empresas de asesoramiento financiero", cit., págs. 58 y siguientes.

⁶⁴Vid. Artículo 16, sobre los requisitos de solicitud, RD 217/2008.

⁶⁵ ESPÍN GUTIÉRREZ, "Las empresas de asesoramiento financiero", cit., págs. 57 y siguiente.

Cuando lo que se busca es transformar una empresa en ESI, se deberá de entregar toda la información anteriormente desarrollada y además una serie de documentación que complemente a la anterior. En sintonía con lo anterior, esta documentación se centra en el balance intermedio auditado cerrado no antes del último día del trimestre anterior al momento de presentación de la solicitud, con una referencia que detalle las posibles contingencias que pudieran afectar a la valoración del patrimonio. El balance, lógicamente se desarrollara con los mismos criterios y la misma estructura con la que se elaboran las cuentas anuales. También se presentara las cuentas anuales auditadas de los últimos dos ejercicios o desde su creación, si esta se hubiera producido durante este periodo. Además, la escritura publica de constitución de las entidades.

La CNMV desarrollara un registro de consejeros y directores generales de las entidades dominantes, que no sean entidades de crédito, ESI, aseguradoras o reaseguradoras de ESI españolas, donde deberán registrarse los consejeros, directores y asimilados.

Para llevar a cabo el registro, dichas personas deberán comunicarlo dentro de los 15 días siguientes a su aceptación del cargo, incluyendo los datos que la CNMV establezca. En la documentación se recogerá, la honorabilidad, la profesionalidad y que no se encuentre incurso en ninguna limitación o incompatibilidad, de acuerdo con los principios que exige la CNMV.

Además, a la hora de llevar a cabo modificaciones sobre los servicios que las EAFI pueden realizar, tienen la obligación de comunicárselo a la CNMV y pudiendo esta última solicitar toda la información que su trabajo requiera⁶⁶. La CNMV, podrá denegarla si no cumple con todos los requisitos que se exigen, en cuanto a su honorabilidad, órganos de administración y contabilidad, medios humanos y lucha contra los conflictos de interés. No obstante, no requiere autorización pero si comunicación la modificación de actividades, cuando estas sean poco relevantes.

4.2. REQUISITOS FINANCIEROS DE LAS ESI

Las ESI deberán contar con un capital mínimo y unos fondos propios, que a continuación procederé a desarrollar para cada tipo de empresa.

Las sociedades de valores tal como dice el artículo 15 del RD 217/2008, deberán de contar con un capital social no inferior a 2.000.000€.

Las agencias de valores, son más complejas en cuanto al capital mínimo, si las A.V. buscan ser miembros de los mercados secundarios, o adherirse a sistemas de compensación y liquidación de valores, o bien se incluya en entre los objetivos de las agencias la custodia de instrumentos financieros y puedan mantener cuentas acreedoras de carácter instrumental y transitorio, deberán tener un capital mínimo de 500.000€

Y las empresas que no pretendan adquirir la condición de miembros de mercados secundarios ni adherirse a sistemas de compensación y liquidación, al igual que tampoco busque desarrollar la actividad de custodia de instrumentos financieros ni la recepción de fondos del público, 300.000€. En cambio cuando solo busquen la recepción y transmisión de órdenes sin mantener fondos o instrumentos financieros de sus clientes deberán tener:

- Capital inicial de 120.000€

⁶⁶ ESPÍN GUTIÉRREZ, "Las empresas de asesoramiento financiero", cit., págs. 60 y 61.

- Un seguro de responsabilidad civil profesional, o un aval o una garantía de similares características, haciéndole cobertura por negligencia por su actividad en todo el territorio europeo con cobertura mínima de 2.500.000€ por reclamación de daños, y un total de 3.500.000€ anuales para todas las reclamaciones.

- Una combinación de capital inicial y de seguro de responsabilidad civil profesional que de lugar a un nivel de cobertura equivalente al de los anteriormente nombrados.

Las sociedades gestoras de carteras, tendrán que tener un capital mínimo de 100.000€

Las empresas de asesoramiento financiero como anteriormente vimos pueden ser de dos tipos jurídicos diferentes por lo que a la hora de llevar a cabo su constitución hay variaciones.

Las EAFI que sean personas jurídicas tendrán:

- Un capital mínimo de 50.000€
- Un seguro de responsabilidad civil profesional, o un aval o una garantía de similares características, pudiéndole hacerle cobertura por negligencia por su actividad en todo el territorio europeo con cobertura mínima de 1.000.000€ por reclamación de daños, y un total de 1.500.000€ anuales para todas las reclamaciones.
- Una combinación de capital inicial y de seguro de responsabilidad civil profesional que de lugar a un nivel de cobertura equivalente al de los anteriormente nombrados.

Las EAFI cuya forma jurídica sea la de persona física, sólo tendrán que cumplir el apartado número 2, anteriormente nombrado. No requerirá de aportación social inicial debido a que es una persona física y en este caso el empresario garantiza su actividad con todo su patrimonio, ya que la responsabilidad que tiene es ilimitada.

La LMV establece que para las ESI, que únicamente estén autorizadas a prestar servicios de asesoramiento en materia de inversión, sin mantener valores o fondos del público y por lo tanto nunca podrán tener una posición deudora con sus clientes, en este caso no se les aplicará, las exigencias generales previstas para las ESI, que requieran un volumen de recursos propios proporcional al de su actividad, al de los riesgos asumidos y en su caso el de los gastos de estructura. Por lo tanto a las EAFI, no se les aplica⁶⁷ estas normas relativas a los fondos propios.

4.3. REQUISITOS PARA EJERCER LA ACTIVIDAD DE LAS EAFI

Las EAFI, para poder llevar a cabo su actividad deberán de cumplir una serie de requisitos. Como este tipo de empresas, es el tema central del trabajo, a continuación desarrollare todos los requisitos para esta tipología específica de ESI.

Deberán tener un objetivo social exclusivo para ejercer las actividades que le sean propias. En todo caso, si se trata de una persona física, deberá de tener plena capacidad de obrar. Si por otro lado, es una persona jurídica revestirá la forma de sociedad anónima, o de responsabilidad limitada constituyéndose por tiempo indefinido. No obstante si utiliza la forma social, de sociedad anónima tendrá todas sus acciones nominativas. El capital social en el caso de que sea persona jurídica, tendrá que estar totalmente desembolsado en efectivo y si es persona física deberá cumplir con los requisitos financieros para poder crear una EAFI.

⁶⁷ ESPÍN GUTIÉRREZ, "Las empresas de asesoramiento financiero", cit. pág. 52

En el caso de que se desarrolle una nueva EAFI, se pretenderá crear por el proceso de fundación simultánea, además sus fundadores no se reservaran ventajas o remuneraciones especiales.

Que una mayoría del consejo de administración, tenga una serie de conocimientos de los mercados financieros, así como reconocida honorabilidad empresarial, al igual que si es administrador único deberá de acreditar la experiencia y los conocimientos necesarios para desarrollar su actividad, al igual que reconocida honorabilidad empresarial y profesional.

Los socios que posean participaciones significativas, deberán de superar los requisitos que en el artículo 67.1.b de la ley 24/1988 del mercado de valores. Estos requisitos buscan la gestión sana y prudente de la entidad y se apoyan en la honorabilidad empresarial y profesional de los accionistas, los medios patrimoniales con los que cuenten dichos accionistas para atender los compromisos asumidos y la posibilidad de que la entidad quede expuesta de forma inapropiada al riesgo de las actividades no financieras de sus promotores, o cuando tratándose de actividades financieras, la estabilidad o el control de la entidad puedan quedar afectadas por el alto riesgo de aquellas. No obstante, las EAFI, que sea una persona física también deberán cumplir todos estos requisitos.

La CNMV determina los requisitos generales de organización y también exige que dichas empresas cuenten con los procedimientos, órganos de control interno y de comunicación para prevenir e impedir operaciones relacionadas con el blanqueo de capitales.

Además tendrá que cumplir las normas de conducta que el RD 217/2008 en su título IV desarrolla.

Otro punto muy importante, es el reglamento interno de conducta, ajustado al mercado de valores y al régimen de operaciones personales de los consejeros, directivos, empleados y apoderados de las empresas que garantice el cumplimiento de las normas de conducta.

No obstante las EAFI, deberán tener un domicilio social y su administración central en territorio nacional, al igual que si se trata de una persona física, también deberán tener su residencia en España.

El plan de negocio es un punto muy importante, ya que los administradores deberán presentar un proyecto que acredite la viabilidad del proyecto.

Las EAFI, pueden realizar el asesoramiento en materia de inversión referido a instrumentos no comentados en el artículo 2 LMV, siempre que se resuelvan de forma adecuada los posibles riesgos y conflictos de interés⁶⁸ entre ellas y sus clientes, o los que puedan surgir entre los distintos clientes.

No obstante, las EAFI pueden llevar a cabo otro tipo de actividades accesorias, que supongan la prolongación de su negocio cuando ello no desvirtúe el objetivo principal de la sociedad.

La comercialización de los servicios de inversión por parte de una EAFI, y la captación de clientes, sólo la pueden llevar a cabo ellas mismas⁶⁹ de una forma profesional, por lo que no se podrá contratar agentes para el desempeño de sus funciones. Sólo pueden delegar en terceros, el ejercicio de administración de la empresa.

⁶⁸ ESPÍN GUTIÉRREZ, "Las empresas de asesoramiento financiero", cit., pág. 53

⁶⁹ Vid. Artículo 64.7.2º párrafo de la LMV.

Como anteriormente comente, la autorización de las ESI, la lleva a cabo el Ministerio de Economía a petición de la CNMV, excepto en el caso de las EAFI, que cuya autorización la firma la CNMV. Una vez que la solicitud ha sido enviada, la resolución de la autorización se deberá notificar entre los tres primeros meses desde su recepción⁷⁰. Si se da el caso que la información se entrega incompleta, el periodo de validez comenzara en el momento que se remita la información que anteriormente faltaba. No obstante, todo esto se tiene que culminar dentro de los primeros seis meses desde la notificación inicial.

Además si transcurre mas de un año, entre la fecha de autorización y la de la solicitud de la inscripción, no se podrá inscribir en el Registro de la CNMV.

4.4. REQUISITOS DE CARÁCTER EMPRESARIAL DE LAS EAFI

Tanto las personas físicas como las jurídicas titulares de EAFI, deberán cumplir los siguientes requisitos.

- a) Contar con medios técnicos y humanos y definir las políticas y procedimientos que permitan a los administradores cumplir con sus obligaciones y asumir sus responsabilidades.
- b) Delegar en terceros una función de cumplimiento normativo, para detectar cualquier riesgo de incumplimiento de las obligaciones que la ley prevé.
- c) Disponer de, o delegar en terceros un departamento o un servicio específico de atención al cliente.
- d) Disponer de, o delegar en terceros una función de control de riesgos y auditoría.
- e) Realizar un seguimiento ordenado de su actividad y organización interna para lo que deberán establecer y mantener los siguientes registros, posteriormente desarrollados (registro de clientes, de contratos, de conflicto de intereses y por último el de operaciones personales de los administradores).
- f) Aprobar y mantener una política de gestión de conflictos de intereses, adecuada al tamaño y complejidad de la actividad, que garantice la independencia de las actuaciones, identifiquen las circunstancias que puedan provocar conflictos potencialmente perjudiciales para los clientes.
- g) Contar con procedimientos y órganos adecuados de control interno y de comunicación para prevenir e impedir operaciones relacionadas con el blanqueo de capital.
- h) Si la empresa elabora informes, análisis u otras formas de recomendación general, deberá tener un reglamento interno de conducta que establezca un régimen de operaciones personales de los administradores, directivos, empleados...
- i) Si la empresa elabora informes sobre inversiones, debe suponer el cumplimiento de los requisitos organizativos adicionales previstos reglamentariamente para cuando una entidad presta ese servicio auxiliar.
- j) Contar con mecanismos de control y de seguridad en el ámbito informático.
- k) Cumplir las normas de conducta previstas reglamentariamente para quienes prestan servicios de inversión.

⁷⁰ ESPÍN GUTIÉRREZ, "Las empresas de asesoramiento financiero", cit., pág. 55.

l) Tener un plan de negocios previsto para el primer ejercicio, que pueda acreditar razonablemente que el proyecto es viable.

m) Tener documentación adecuada sobre las condiciones y funciones que vayan a ser subcontratadas, delegadas o externalizadas. Esto permitirá verificar que la actividad de la empresa no se desnaturaliza, dejando sin contenido la autorización de la ESI.

4.5. REGISTROS OBLIGATORIOS QUE TIENEN QUE LLEVAR LAS EAFI

Las EAFI, deben establecer y mantener una serie de registros⁷¹, estos registros permitirán que estas empresas puedan prestar un servicio mucho más eficiente.

- Registro de clientes, en este registró, deben aparecer la información que la empresa ha obtenido de su cliente, en cuanto a sus conocimientos, experiencia, situación financiera y cuales son los objetivos de inversión de los clientes.
- Registro de contratos, que acrediten de forma fehaciente la recomendación personalizada realizada.
- Registro de los conflictos de intereses, que hayan surgido en el desarrollo de la actividad de la empresa.
- Registro de operaciones personales, de los administradores, empleados o apoderados o del empresario individual, en caso de persona física.

4.6. LA DENEGACIÓN Y LA REVOCACIÓN DE LA AUTORIZACIÓN A LAS EAFI

En cuanto a la denegación de la autorización, se tendrá que tener en cuenta una serie de requisitos, el artículo 67.1.b de la ley del mercado de valores anteriormente nombrado relacionado con la honorabilidad y capacidad financiera de los empresarios.

La CNMV sólo podrá denegar la autorización para la creación de una EAFI, si no se cumplen los siguientes criterios:

- a) Por incumplimiento de requisitos legales y reglamentarios establecidos para obtener una autorización.
- b) Cuando debido a las características de los socios significativos, no se considere que se pueda realizar una gestión sana y prudente. En el caso de que el solicitante, sea persona física se exigirá los mismos criterios que para las personas jurídicas.
- c) Por la falta de transparencia, ya sea debido a que la empresa tiene vínculos estrechos con otras ESI, y se dificulte la obtención de la información que requiera el órgano supervisor, en este caso la CNMV.
- d) Cuando las leyes o reglamentos de un país no miembro de la Comunidad Europea, sean poco transparentes y se de el caso de que una ESI española tenga vínculos estrechos con una empresa extranjera que se rija por dichas leyes.
- e) Por la falta de honorabilidad empresarial y profesional en las personas que ocupan una silla dentro del órgano de administración de la empresa.

⁷¹ ARRANZ PUMAR G. (2008): "Proyecto de circular sobre empresas de asesoramiento financiero", *Derecho de los negocios*, pág. 219.

f) Por la existencia de graves conflictos de intereses entre los cargos, que ocupan la dirección de la empresa.

Además también se podrá revocar⁷², que consiste en dejar sin efecto dicha autorización, si el artículo 73 de la ley 24/1988 de 28 de junio no se cumple:

- Deberá comenzar la actividad o abrir una nueva sucursal en los doce meses siguientes a la notificación de la autorización.
- Si renuncia a la autorización, independientemente de que se convierta en otra entidad o acuerde su disolución.
 - Si interrumpe la actividad durante un periodo superior a seis meses.
 - Si durante un año realiza un volumen de ventas inferior al reglamentariamente establecido.
 - Si incumple cualquiera de los requisitos para la obtención de la autorización.
 - En caso de incumplimiento grave, manifiesto y sistemático de las obligaciones que el artículo 70.1 de la presente ley en cuanto a los requisitos financieros.
 - Las ESI deberán informar a la CNMV, en cuanto tengan conocimiento de las adquisiciones o cesiones de participaciones en su capital que traspasen alguno de los niveles señalados (20%, 30%, 50%).
 - Si la empresa o la persona se declara jurídicamente en concurso.
 - Como sanción, según lo previsto en el título VIII de la ley 24/1988 de 28 de julio de la ley del mercado de valores.
 - Si la ESI, deja de pertenecer al fondo de garantía de depósitos (FGD), en el caso de las EAFI no están cubiertas por dicha garantía.
 - Si hubiera obtenido la autorización en virtud de declaraciones falsas o por otros medios irregulares.
 - Si existen las razones que justifiquen, que la influencia ejercida por las personas que controlan la empresa, es decir las personas que tienen una participación significativa sea mala e imprudente, gravando la situación financiera de la empresa el Ministerio de Economía a propuesta de la CNMV solucione el problema revocando la autorización.

Un hecho muy importante, es que los nuevos nombramientos que las ESI lleven a cabo, deberán estar supervisados por la CNMV, para que se pueda verificar que dichas personas poseen la honorabilidad empresarial y profesional que este cargo exige. Al igual que también, se deberá notificar las adquisiciones de participaciones significativas, de una sociedad titular de una EAFI, y también de los incrementos de participaciones, que superen determinados umbrales

⁷² ESPÍN GUTIÉRREZ, "Las empresas de asesoramiento financiero", cit. pág. 60.

CAPÍTULO 5

LA RETRIBUCIÓN DE LAS EAFI

5.1. LAS FORMAS DE RETRIBUCIÓN EN EL ASESORAMIENTO DE INVERSIONES, POR PARTE DE LAS EAFI

Desde que se aprobara la normativa MIFID hasta la aprobación de la Circular 10/2008, se ha discutido o debatido sobre el cobro de los servicios, de asesoramiento de inversiones, llevadas a cabo por las EAFI.

Hay que tener muy en cuenta, que los incentivos y retrocesiones que las EAFI pudieran recibir de los productos que venden, podría incidir en la calidad del servicio de una forma muy negativa⁷³, ya que se podría perder la absoluta independencia en el asesoramiento a la hora de tomar las decisiones. El debate sobre cómo deben ser la retribución de estas empresas, se está centrando en la facturación directa por parte de las EAFI o en la recepción de retrocesiones. En la actualidad el sistema vigente también permite la combinación de ambas posibilidades.

No hay que olvidar, que a la hora de valorar las retrocesiones hay que tener muy en cuenta el tipo de cliente⁷⁴ que va a recibir los servicios de la EAFI. Si el cliente es un inversor institucional o profesional, sus conocimientos les permiten saber que existen tales retrocesiones, pero los clientes minoristas, normalmente no tienen constancia de dicha práctica. Por lo que para este colectivo es muy importante, que se le informe sobre la existencia o no de retrocesiones. Esto evitara confusiones y permitirá que el cliente tome su decisión de inversión con conocimiento de esa retrocesión, lo que le permitirá valorar si hay vicio en el asesoramiento. Adicionalmente, para el caso en que la entidad, cobrara incentivos por la prestación de servicios de asesoramiento, la misma deberá extremar las cautelas para que estos cobros o pagos no pongan en peligro la actuación del mejor interés de sus clientes dotándose de procedimientos y políticas adecuadas a tal fin.

El hecho de pagar o percibir algún honorario o comisión, o aportar o recibir algún beneficio no monetario está, en general prohibido, pero existen excepciones, que a continuación se desarrollaran.

Los honorarios, comisiones o beneficios no monetarios pagados o aportados a un tercero o a una persona que actué por cuenta del mismo u ofrecidos por un tercero o por una persona que actué por cuenta del mismo, cuando pueda determinarse la cuantía⁷⁵ y aumente la calidad del servicio prestado al cliente, sin entorpecer el cumplimiento de la obligación de la empresa de actuar en el interés óptimo del cliente.

⁷³ PEREDA DE PABLO, R., "El asesoramiento de inversiones y las empresas de asesoramiento financiero", cit., Pág. 63 en el apartado 4, remuneración, retrocesiones y conflictos de intereses.

⁷⁴HERNÁNDEZ ALER, G. /NARDIZ CREUS, A, "El asesoramiento como servicio de inversión", cit., pág. 22, asesoramiento y los incentivos.

⁷⁵PEREDA DE PABLO, R. "El asesoramiento de inversiones y las empresas de asesoramiento financiero", cit., pág. 510 en el apartado de incentivos y las prácticas potencialmente perjudiciales para los clientes.

Cuando estamos hablando de asesoramiento, la recepción de comisiones y retribuciones responde al propósito de aumentar la calidad del asesoramiento, y siempre actuando en el interés óptimo del cliente. Además dichas comisiones deberán revelarse de forma exacta, clara, completa y comprensible, antes de la prestación del servicio de asesoramiento.

También la EAFI deberá, cargar con la obligación de verificar que la recomendación no ha sido sesgada. Otro hecho muy importante es la exigencia de transparencia, a favor del inversor, en cuanto a las comisiones percibidas por las EAFI, y que estas cumplan de la mejor forma posible con dicha obligación de transparencia, servirá para entender que se actúa con un principio de calidad.

Las EAFI, están obligadas a organizarse y adoptar las medidas necesarias para detectar posibles conflictos de intereses⁷⁶ entre sus clientes y la propia empresa o su grupo. Un criterio mínimo para conocer tal conflicto, es que la empresa pueda obtener un beneficio financiero a costa del cliente o tiene un interés en el resultado del servicio prestado distinto del interés del propio cliente. No se considerara suficiente que la empresa pueda obtener un beneficio, si no existe también un posible perjuicio.

Las EAFI, según el artículo 59 del Real Decreto 217/2008, podrán comunicar de manera resumida las condiciones esenciales de su sistema de incentivos. Es preciso señalar que, un documento genérico que certifique que la EAFI pudiera recibir o pagar un incentivo no es suficiente para permitir que un cliente tome una decisión con la suficiente información, y por lo tanto no se considerará que se estén dando todos los requisitos para que se considere el servicio como asesoramiento en materia de inversión. El objetivo de todo este mecanismo, es para que el cliente entienda fácilmente como actúan las EAFI.

Otra forma de remuneración que el Ordenamiento permite, son los honorarios apropiados que permiten la prestación de servicios de inversión o sean necesarios a tal fin, y que, por su naturaleza, no puedan entrar en conflicto con el deber de la empresa de actuar con la honestidad, imparcialidad y profesionalidad con arreglo al interés óptimo del cliente.

Por último, existen otros pagos que sin considerarse incentivos, puedan afectar negativamente a la prestación del servicio por parte de la EAFI, ya que pueden existir bonus que puedan dar lugar a potenciales conflictos de intereses, perjudiciales para los clientes.

Para concluir este apartado, definiremos brevemente cómo se conoce en el mundo del asesoramiento, los diferentes tipos de retribuciones⁷⁷.

Retribución "fee only", la retribución por el asesoramiento, la reciben de parte del cliente. Normalmente suele ser una comisión por éxito sobre la inversión recomendada, o una cantidad fija atendiendo a ciertos parámetros. El agente que aplique esta forma de remuneración, recibe la comisión del cliente que ha recibida el asesoramiento, sin recibir ningún pago de terceros.

Retribución del "product proveer", los asesores que cobran del generador del producto, sobre el que se hace la recomendación. Según los datos este tipo de remuneraciones son las más practicadas en España. Este tipo de asesores reciben la remuneración no del cliente al que asesoran, sino de la empresa que emite o gestiona dicho producto. A su vez el pago puede ser:

⁷⁶ ESPÍN GUTIÉRREZ, "Las empresas de asesoramiento financiero", cit., Pág. 61.

⁷⁷ HERNÁNDEZ ALER, G. /NARDIZ CREUS, A, "El asesoramiento como servicio de inversión", cit., pág. 22 asesoramiento y los incentivos.

- Upfront, cuando el generador del producto, paga al asesor una cantidad fija con cierta periodicidad.
- Rebates o retrocesiones, cuando el generador del producto retrotrae con una frecuencia periódica al asesor, una cantidad dependiendo del volumen de productos contratados por el cliente.

Retribución mixta, esta tipología es una mezcla de las anteriores, es decir existe en el mercado asesores que cobran por una parte una comisión del cliente al que asesoran, más alguna retribución por parte del generador del producto.

La circular 7/2008 de la CNMV, contiene un modelo de documento que ha de ser cumplimentado por las EAFI, y que especifica los datos sobre su actividad⁷⁸. En dicho documento se diferencian, los ingresos por comisiones y los ingresos por retrocesiones percibidas.

⁷⁸ ESPÍN GUTIÉRREZ, "Las empresas de asesoramiento financiero", cit. pág. 63 en el apartado 4, remuneración, retrocesiones y conflictos de intereses.

CAPÍTULO 6

CONCLUSIÓN

6.1. CONCLUSIÓN

En mi opinión esta normativa es muy ventajosa ya que busca cumplir tres principios muy importantes como son la, protección de la clientela, la modernización de los mercados y por último la adaptación a los requisitos de carácter interno por parte de las empresas de servicios de inversión. *“La Ley 47/2007 supone la introducción de un nuevo régimen jurídico relativo a las formas de contratación en los mercados de valores e instrumentos financieros y las relaciones de las entidades que prestan servicios de inversión con sus clientes en numerosos aspectos. Este cambio afectará, sin duda, de manera importante al día a día de estas entidades y mercados. Las entidades que mejor se adapten a este nuevo marco jurídico tendrán una importante ventaja en el nuevo entorno competitivo, pero va a exigir de todos, incluidos los organismos supervisores, unos importantes esfuerzos de comprensión y racionalización, y posiblemente inversiones, a la vez que una gran dosis de flexibilidad, al menos en los primeros momentos de su implantación”⁷⁹.*

En definitiva, yo pienso que esta normativa va a mejorar las relaciones en los mercados de instrumentos financieros. Claro está, para que toda esta normativa tenga sentido es necesario la colaboración de todas las partes (CNMV, ESI y clientes), ya que si cada una de las partes no cumple su objetivo la nueva normativa solo implicara mas papeleo para todas las partes.

Creo que los mercados financieros deben de estar muy regulados, ya que en el viven grandes inversores y pequeños inversores y para que “el pez grande no se coma al pez pequeño” es necesario que la transparencia impere en el mercado. Cabe decir, que entre las dos fronteras que podemos marcar, una la de la intervención y la otra la liberalización del mercado me posiciono al lado de la intervención ya que así, se puede defender mucho mejor el interés del pequeño inversor, no olvidar que de todas las partes que integran los mercados, es el más débil, por lo que necesitara de una mayor protección.

También pienso, que la normativa MIFID, no tiene nada que ver con la crisis que viene asolando Europa desde 2007. Y que los motivos de la crisis, no son exactamente la intervención del mercado sino más bien todo lo contrario, el proceso de liberalización iniciado en Norteamérica. Es más, creo que la MIFID en cierto modo ayudara a salir de la crisis.

Por concluir, creo que la CNMV debería de aumentar su poder, eficiencia y su capacidad sancionadora. En mi opinión si se incumple la ley y se lleva a cabo una sanción que guarde relación con el daño que se haya causado, el infractor tendrá mucho más cuidado y se asegurara de que no se cumpla ninguna irregularidad más. *“la reducción de papel del Estado productor y prestador ha de compensarse con un nuevo sentido y mayor sentido de la función reguladora del estado en la actividad económica. Ello exige una reforma en el marco institucional de la Administración*

⁷⁹ URÍA FERNÁNDEZ, F. (2007):“Ámbito de Aplicación de la MIFID. Especial Consideración de los Servicios de Inversión. Distinción entre Asesoramiento de Inversiones, Comercialización y Sólo Ejecución” *Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos.*

económica de forma que se garantice su profesionalidad, su independencia- de políticos y empresarios- y su control democrático⁸⁰.

⁸⁰ ARIÑO ORTIZ, G. (2008): "Principios de Derecho Público Económico. Modelo de Estado, Gestión Pública, Regulación Económica", 3ª edición, Comares, Granada,

BIBLIOGRAFÍA

BIBLIOGRAFÍA BÁSICA.

HERNÁNDEZ ALER, G. / GUTIÉRREZ CAMPIÑA, S. (2008): "valoración de la transposición de MIFID en España", *Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos*,

JIMÉNEZ BLANCO, N. (2009): "Derecho de la regulación económica. II. Mercado de Valores" *Iustel*, (Madrid).

PEREDA DE PABLO, R. (2009): "El asesoramiento de inversiones y las empresas de asesoramiento financiero", *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, 4, págs. 501-511.

BIBLIOGRAFÍA COMPLEMENTARIA.

ANCIANO PARDO, N. (2009): "Empresas de asesoramiento financiero", *Banca y finanzas*, 135, págs. 34-35.

ARRANZ PUMAR, G. (2008): "Proyecto de circular sobre empresas de asesoramiento financiero", *Derecho de los negocios*, ,219.

DÍAZ RUIZ, E. / RUIZ BACHS, S. (2009): "Transposición de la MIFID en España", *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, n.º 19,

ESPÍN GUTIÉRREZ, (2010): "Las empresas de asesoramiento financiero", *Perspectivas del sistema financiero*, 98.

HERNÁNDEZ ALER, G. / NARDIZ CREUS, A. (2008): "El Asesoramiento como Servicio de Inversión", *Bolsa de Madrid*, 175, págs. 16-24.

JACH, N. (2008): "Proyecto de circular sobre empresas de asesoramiento financiero", *Derecho de los Negocios*, 219, págs. 67-69.

URIA FERNANDEZ, F. (2007): "Ámbito de Aplicación de la MIFID. Especial Consideración de los Servicios de Inversión. Distinción entre Asesoramiento de Inversiones, Comercialización y Sólo Ejecución" *Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos*, págs. 121-136.

URIA FERNÁNDEZ, F. coordinador (2007): "Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva", *La Ley*, (Madrid).

ZUNZUNEGUI, F. "Ley del Mercado de Valores, (Madrid) Colex, 2011,

REFERENCIAS DE INTERNET

Banco Caminos, Banca Privado.
<http://www.bancocaminos.es/BCGeneral/descargas/637932/Que-es-MiFID.pdf>

CITIBANK, en un documento sobre qué es MIFID.
<http://www.citibank.es/spain/consumer/spanish/tarifas/mifid/mifid.pdf>

Guía de Bankinter sobre la normativa MIFID,
https://docs.bankinter.com/stf/web_corporativa/cumplimiento_normativo/normativa_mifid/mifid_en_bankinter_guia_basica.pdf

Guía sobre la prestación del servicio de asesoramiento en materia de inversión elaborada por la CNMV.
http://www.cnmv.es/DocPortal/GUIAS_Perfil/GuiaAsesoramientoInversion.pdf

Página Web de la comisión nacional de mercado de valores
<http://www.cnmv.es/Portal/legislacion/legislacion/tematico.aspx?id=6>

Test MIFID: test de idoneidad y test de conveniencia. Legorburo Consultores 06/03/2013 <http://www.legorburoconsultores.es/test-mifid-idoneidad-conveniencia.html>

RELACION DE NORMATIVA JURIDICA

Circular 10/2008 de 30 de diciembre, de la CNMV, sobre empresas de asesoramiento financiero.

Circular 3/2013, de 12 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el desarrollo de determinadas obligaciones de información a los clientes a los que se les prestan servicios de inversión, en relación con la evaluación de la conveniencia e idoneidad de los instrumentos financieros.

Ley 24/1988 del 18 de julio del Mercado de Valores.

Ley 47/2007 de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

Real Decreto 217/2008 del 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.