

Los elementos clave de la MiFID

M.^a Nieves García Santos*

1. Introducción

El día uno de noviembre ha entrado en vigor la MIFD, es decir, la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros¹. Esta nueva norma fue aprobada en 2004 y el largo período de transposición ya resulta indicativo de su complejidad².

La Directiva MiFID supone un cambio importante en la estructura y funcionamiento de los mercados de valores en Europa porque ratifica su configuración integrada, introduce competencia en las actividades de negociación, compensación y liquidación de valores, y establece requisitos específicos a las entidades que prestan servicios de inversión para garantizar un grado elevado de protección de los inversores. Se puede decir que la MiFID persigue dos objetivos fundamentales: aumentar la competencia en los mercados de valores y asegurar la protección de los inversores. Estos dos fines se concretan en diversos requisitos organizativos, procedimientos de control de riesgo, normas de conducta, de transparencia, de mejor ejecución, etcétera.

* M. NIEVES GARCÍA SANTOS es Directora de Estudios y Estadística de la CNMV. Este artículo refleja exclusivamente sus propias opiniones y no las de la institución donde presta sus servicios.

¹ Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo.

² La MiFID fue adoptada por el Consejo de Ministros de la Unión Europea el 21 de abril de 2004 pero su gestión fue larga ya que las consultas empezaron en 2001. Desde el 31 de enero de 2007 los estados tienen que haber adoptado la directiva y el uno de noviembre es la fecha límite para que las empresas den cumplimiento a lo dispuesto en ella.

La MiFID es una norma dirigida a la creación de un mercado único, como queda establecido en el reconocimiento de la capacidad operativa en cualquier Estado de la Unión Europea de las empresas de inversión que hayan sido autorizadas en un Estado Miembro (pasaporte europeo) y en el reconocimiento mutuo de las autoridades competentes de los diferentes estados miembros, a las que se asignan diversas responsabilidades. Este propósito ya había sido establecido en el antecedente de la MiFID, la Directiva de Servicios de Inversión (DSI) de 1993³. Esta directiva definió los servicios de inversión⁴ cuya oferta necesitaba autorización de las autoridades reguladoras y supervisoras competentes y, una vez obtenida aquella en el país de origen, la entidad estaba capacitada para operar en otros países de la Unión mediante establecimiento de sucursal o mediante vía directa (régimen de “libre prestación”). Los requisitos que la DSI exigía a las empresas financieras para prestar servicios de inversión se referían a la capacidad operativa mediante la tenencia de medios humanos y técnicos, a la existencia de procedimientos de control de riesgos, la ausencia de conflictos de interés con los clientes o entre estos, o a las normas de conducta respecto a su actuación con los clientes. Así como la autoridad competente del país de origen era la responsable de la autorización, la del país de destino era la responsable de supervisar el cumplimiento de las normas de conducta.

La ampliación de capacidad operativa que establecía la DSI para las empresas de servicios de inversión no se

³ Directiva 93/22/EEC.

⁴ La DSI definió cómo servicios de inversión: la recepción y transmisión de órdenes de clientes relativas a instrumentos financieros, ejecución de órdenes de clientes, negociación de instrumentos financieros por cuenta propia, gestión de carteras según mandatos recibidos de los clientes, con contenido en instrumentos financieros y el aseguramiento de emisiones de instrumentos financieros.

repetía de una forma tan clara para los mercados de negociación de valores. Por otra parte, la DSI permitía que las empresas de servicios de inversión pudieran acceder a los mercados de valores de otros países (ser miembro remoto del mercado), lo que abría de alguna manera las fronteras de los mercados y las posibilidades de acceso para los agentes. No obstante, a su vez, se aceptaba la posibilidad de que los países impusieran reglas de concentración de la negociación de valores, de forma que las transacciones exclusivamente podían realizarse en los mercados regulados, lo que servía de cláusula de salvaguarda a la competencia para los mercados establecidos. Por otro lado, la DSI establecía obligaciones de información sobre precios y volúmenes negociados en los mercados regulados que podían ser consultados por los inversores antes de ordenar operaciones.

Como se ve muchos de los elementos importantes de la MiFID ya se encontraban en su antecesora, la DSI. Sin embargo, esta directiva tuvo un éxito relativo en el establecimiento de un marco de actuación único porque no se logró que las entidades pudieran actuar de forma transfronteriza plenamente debido a la permanencia de diferencias en las normas de conducta o la existencia de comportamientos oligopolistas en los mercados regulados (bolsas de valores), además de la persistencia de otras trabas de naturaleza jurídica o fiscal, de prácticas de mercado o de sesgo doméstico de los inversores.

Por otra parte, la dinámica evolución de los mercados de valores en los años noventa pronto dejó obsoleta la DSI. A finales de esa década ya fue evidente de que era necesaria su revisión y así se incluyó como objetivo en el Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF) de la Comisión Europea en 1999. La DSI había quedado anticuada porque no reflejaba la realidad. En el mundo financiero habían aparecido nuevos productos financieros estructurados, inversores cualificados (como los *hedge funds*), se habían desarrollado plataformas electrónicas o sistemas de negociación y las bolsas de valores se habían transformado en sociedades anónimas e incluso, en algunos casos, cotizadas que se comportaban como grupos empresariales con la aportación o segregación de diferentes negocios.

Todos estos elementos hacían, pues, necesario revisar la DSI para adaptarla a la realidad financiera y corregir aquellos aspectos que limitaban el aprovechamiento por las entidades financieras de las oportunidades del mercado europeo.

La nueva directiva de 2004 va acompañada de varias normas adicionales. Hay que tener en cuenta que esta directiva responde al llamado "esquema Lamfalussy" por el que la elaboración de la normativa europea se divide en va-

rios niveles. El primer nivel responde a la normativa que establece principios y se concreta en directivas o reglamentos del Consejo y del Parlamento Europeos. El segundo nivel contiene normas de desarrollo de las primeras y son directivas o reglamentos de la Comisión Europea. El tercer nivel se refiere a criterios y recomendaciones de aplicación concreta de cuestiones técnicas. En este caso, a la MiFID, directiva de primer nivel, le acompañan varias normas de segundo nivel: una directiva y un reglamento. La directiva y el reglamento que desarrollan la MiFID fueron adoptadas por la Comisión Europea en septiembre de 2006⁵. Por último, el tercer nivel de recomendaciones y criterios se ha desarrollado por el Comité de Reguladores de Valores, CESR. En ocasiones se denomina como normativa MiFID todo este conjunto y no sólo a la directiva de primer nivel.

En este artículo se van a señalar los aspectos más importantes de la MiFID, tanto referentes al ámbito de negociación de valores como a la organización de las empresas de inversión y al nuevo trato a los inversores. En general, se hará referencia a la directiva de primer nivel, aunque en algún caso se señalarán cuestiones que se han ampliado en las normas de nivel dos.

El artículo está organizado en cuatro apartados. El segundo se dedica a las novedades introducidas en la configuración de los mercados, poniendo énfasis en la nueva competencia y en los requisitos de transparencia. El apartado tercero trata de todas las normas que afectan a las empresas de inversión, tanto a los requisitos organizativos que deben cumplir como a las normas de conducta con los clientes que deben respetar. En el apartado cuarto se ofrecen las conclusiones.

2. La nueva estructura de los mercados

Como se ha señalado, uno de los objetivos de la MiFID es introducir competencia en los mercados de valores. Este objetivo se completa con el segundo, ya que para evitar que la competencia se traduzca en una merma de la protección de los inversores, la MiFID establece un régimen

⁵ Directiva de la Comisión 2006/73/EC de 10 de agosto de 2006 implementando la Directiva 2004/39/del Parlamento Europeo y del Consejo referente a los requisitos organizativos y condiciones operativas para las empresas de inversión y otras cuestiones relativas según tal directiva. Reglamento de la Comisión núm. 1287/2006 de 10 de agosto de 2006 implementando la Directiva 2004/39/EC del Parlamento europeo y del Consejo referente a las obligaciones de registro para las empresas de inversión, información sobre transacciones, transparencia de mercado, admisión de instrumentos financieros a negociación y otras cuestiones relativas según tal directiva.

muy estricto de requisitos para las empresas. En este primer apartado se van a señalar las novedades que introduce la directiva en términos de la competencia.

En el nuevo modelo de mercado se reconoce el carácter empresarial de las bolsas de valores, por lo que se elimina la regla de concentración de mercado que permanecía en la DSI. Así, se permite la negociación de los valores en diferentes mecanismos o "sitios". La consecuencia es que se abren las posibilidades operativas de las empresas de inversión así como también aparecen nuevas posibilidades de negocio para otro tipo de empresas que proporcionen servicios de difusión de precios o de aglutinación de información, por poner dos ejemplos.

Todo ello implica que el concepto de mercado cambia con la MiFID, ya que deja de referirse a un mecanismo de negociación o una localización determinada. El mercado de un producto financiero se abre, abarcando a toda su negociación, donde sea que tiene lugar, y el énfasis se pone en la formación de los precios, para lo cual se establecen reglas concisas.

Con esta nueva concepción y con las posibilidades de competencia no es descartable que se produzcan cambios en la cuota de mercado de determinados centros de negociación ya establecidos o que haya desplazamientos de la negociación de determinados valores entre diversos mecanismos.

2.1. La competencia por la negociación

Como se ha señalado, una novedad de la MiFID respecto a la DSI es que considera un régimen de negociación de valores desconcentrado. Es decir, que acepta que los valores puedan negociarse en tres foros diferentes: los mercados organizados, las plataformas electrónicas (SMN⁶) y las entidades financieras que realicen la denominada internalización sistemática. Los SMN pueden ser gestionados por mercados regulados o por empresas de inversión.

De esta forma, los mercados regulados tradicionales se enfrentarán a la competencia por la negociación en los nuevos foros, si estos son capaces de ofrecer características que los hagan atractivos para los agentes del mercado, como puede ser mayor rapidez, menor coste o la capacidad de ejecución de órdenes de tamaño elevado.

⁶ SMN es el acrónimo de "sistemas multilaterales de negociación". En otras ocasiones, a las mismas plataformas se las denomina ATS, *alternative trading systems*. En la normativa española se denominan SON, "sistema organizado de negociación".

Las condiciones que establece la MiFID para los mercados regulados y los SMN son muy similares. La definición en ambos casos es que son sistemas multilaterales que ponen en contacto múltiples intereses compradores y vendedores de terceros, según reglas no discrecionales (artículo cuatro de la directiva). Aún así, hay alguna diferencia, en primer lugar, porque los mercados regulados deben ser autorizados por la autoridad competente. Por otro lado, en los mercados regulados se negocian los instrumentos financieros que han sido admitidos a negociación según las normas de esos mercados. En el caso de los SMN, no existe capacidad de admisión, aunque deben tener reglas claras para determinar los instrumentos que pueden negociarse. Por último, el operador de un mercado regulado sólo puede ser un gestor del mercado, pero los SMN pueden ser operados tanto por un gestor del mercado como por una empresa de inversión.

El tercer mecanismo de negociación de un valor es la internalización realizada por una empresa de inversión. Estas pueden ofrecer este servicio de forma sistemática, que consiste en el cruce de las órdenes de los clientes con posiciones de la entidad. Los internalizadores sistemáticos son empresas de inversión que tienen establecidos sistemas propios para ejecutar órdenes de clientes, de forma organizada fuera de los mercados regulados o de los sistemas alternativos.

Es evidente que todos estos mecanismos introducirán competencia en la negociación de los valores. Hay que señalar que también la MiFID establece el derecho de las empresas de inversión a acceder a los mercados regulados en otros países, directamente mediante sucursales o mediante acceso remoto. Con todo ello, los resultados pueden ser desde un abaratamiento de las comisiones de los agentes miembros de los mercados, hasta de las tarifas de los mercados, pasando por la oferta de negociación especializada para determinados inversores que deseen realizar, por ejemplo, transacciones de volúmenes elevados ("bloques"). La configuración futura de los mercados de valores, en un sentido amplio, es difícil de predecir. Seguramente, habrá valores cuya negociación se realiza por entidades internacionales o por grandes inversores institucionales cuya negociación puede tener riesgo de desplazarse a nuevos mecanismos, pero ello también dependerá de que estos nuevos mecanismos sean capaces de ofrecer un grado suficiente de liquidez para que la negociación en ellos sea atractiva.

2.2. La libre elección de la compensación y liquidación

Otro elemento que facilitará la competencia es la posibilidad de elegir proveedor diferente de la negociación y de los procesos posteriores a la misma. Las referencias de la MiFID

a los procesos de post-contratación son escasas, en comparación con lo que se dedica a los mercados. Lo que la MiFID recoge es la capacidad de acceder a la entidad de contrapartida central o los servicios de compensación y liquidación en otros estados miembros (art. 34 y 35). Así, lo que se recoge en este aspecto en la directiva es escaso y parece que se ha esperado que los propios gestores de los sistemas de compensación y liquidación sean capaces de articular por sí solos mecanismos que introduzcan competencia⁷.

2.3. Los requisitos de transparencia y la comunicación de operaciones

La estructura de mercado descentralizada se completa con unas reglas nuevas referentes a la publicación de información sobre la negociación, previa y posteriormente a esta. Los requisitos de transparencia pre y post-negociación son similares para los SMN y para los mercados regulados. Los exigidos a los internalizadores sistemáticos son algo menores.

Respecto a las obligaciones de transparencia pre-negociación, tanto los SMN como los mercados regulados están obligados a publicar, como mínimo, los precios de compra y venta y la profundidad de las posiciones de negociación a dichos precios. La difusión se debe realizar a través de sus sistemas y hacerse pública en condiciones comerciales razonables y dentro del horario normal de negociación. Por otro lado, las autoridades pueden eximir la publicación en función del modelo de mercado o del tipo y volumen de las operaciones, en especial en el caso de operaciones de gran volumen.

En el caso de la internalización, en primer lugar, los internalizadores pueden decidir los volúmenes que quieren cotizar y a los que ofrecerán precios firmes de compra, si esos volúmenes fueran inferiores al estándar del mercado⁸. Por otro lado, las empresas están obligadas a la publicación de las cotizaciones en firme para las acciones en las que ofrezcan este servicio, cuando para estas existan mercados líquidos. En caso de no cumplirse la condición de liquidez, la publicación sólo se debe hacer a petición del cliente.

La normativa obliga a los internalizadores a que la publicación de sus cotizaciones sea de forma regular y continua en el horario normal de negociación y con acceso fácil para los participantes del mercado. Las órdenes de

⁷ Básicamente a través de la adopción de un código de conducta, conocido como Código McCreedy por ser el comisario de la DG Mercado Interior su propulsor.

⁸ En el caso de negociar con volúmenes superiores al estándar, las empresas quedan exentas de las obligaciones señaladas en el artículo 27 de transparencia pre-negociación.

clientes minoristas deberán ser ejecutadas a los precios que coticen en el momento de su recepción. En el caso de órdenes mayoristas, de mayor volumen que las minoristas, podrán ser ejecutadas a un precio mejor que el cotizado, siempre que se encuentre en un rango próximo.

La información de obligada publicación después de la negociación se refiere a las condiciones de las operaciones realizadas: precio, volumen y hora, y debe hacerse pública en condiciones comerciales razonables y lo más rápidamente posible. En el caso de operaciones de gran volumen, el supervisor puede autorizar el aplazamiento de la publicación, así como los métodos para su divulgación. Estos son los requisitos que deben cumplir tanto los SMN como los mercados organizados.

Los internalizadores, por su parte, deben hacer público el volumen y precio de esas transacciones y la hora en que han concluido, también de forma lo más rápida posible y accesible a los demás participantes del mercado. La posibilidad de aplazar la información sobre ciertas operaciones es la misma para los internalizadores que para los mercados regulados o para los SMN. Por otro lado, los mercados regulados pueden permitir que los internalizadores sistemáticos usen sus sistemas para publicar esta información.

La conclusión es que la MiFID contiene unos requisitos de información amplios y generales que permiten comparar las condiciones existentes en los diversos mecanismos de contratación. De esta forma, se pretende evitar que se produzca una segmentación del mercado, peligro que también se ve reducido por la posibilidad de los agentes económicos de negociar en los distintos mecanismos.

3. Los nuevos requisitos para las empresas de inversión

Como en el caso de los mercados, también resultan muy significativos los cambios que la nueva directiva establece en relación con los requisitos organizativos y las normas de conducta de las entidades que ofrecen servicios de inversión. El objetivo es mejorar la protección de los clientes y homogeneizar las condiciones de acceso a la prestación de servicios financieros. Por otro lado, se puede considerar que todos los requisitos que se establecen en la MiFID van dirigidos a crear una cultura de control de riesgos en las empresas⁹. Hay que señalar, no obstante, que muchos de los requisitos de la norma ya venían aplicándose en las empresas españolas porque así lo recogía nuestra anterior normativa.

⁹ Ver GÓMEZ YUBERO (2007)

3.1. Requisitos organizativos generales

La MiFID impone a las empresas de inversión un conjunto de requisitos organizativos, que se recogen en el artículo 13 y se detallan en los artículos 5 a 23 de la directiva de nivel 2.

Los requisitos organizativos se establecen como principios, de forma que se deja un margen de flexibilidad de adaptación a las características del negocio y de la empresa. Esto es lo que se señala como principios de proporcionalidad y de razonabilidad¹⁰. Otro rasgo a destacar es que abarcan al conjunto de la empresa que preste servicios de inversión y no sólo a las áreas que se dediquen a esta actividad dentro de una entidad financiera que opere adicionalmente o de forma prioritaria en otra actividad, por ejemplo, crediticia.

La primera obligación que establece la MiFID es que la alta dirección y el consejo de administración de la empresa de inversión estén informados de las funciones de control, de las que asumen la responsabilidad de su eficacia. Así, el consejo de administración y la alta dirección deben estar involucrados en el diseño de la estructura organizativa, la aprobación de políticas y procedimientos, el establecimiento de canales de comunicación interna, aparte de la dotación adecuada de medios técnicos y humanos.

Los requisitos organizativos se refieren a cuestiones generales de organización, funciones de control interno, externalización de actividades, llevanza de registros, medidas de salvaguarda de los derechos de los clientes, gestión de los conflictos de interés y elaboración de recomendaciones.

Los requisitos generales de organización de las empresas de inversión que establece la MiFID pueden ser comunes a cualquier empresa, ya que se refieren a la capacidad operativa, a tener unas funciones y responsabilidades claras y a la necesidad de contar con procedimientos adecuados. En este último punto se enfatiza la importancia de la salvaguarda de la integridad y confidencialidad de la información, que abarca tanto a la información respecto a los clientes como de la propia empresa. La directiva así obliga a un mantenimiento de los registros en soporte duradero y no manipulable de todos los servicios y operaciones durante un período mínimo de cinco años¹¹. Además, las empresas deben contar con planes de contingencia que limiten los daños por eventos externos y que garanticen la continuidad del negocio en caso de producirse una interrupción de los sistemas y procedimientos.

¹⁰ Sobre los requisitos organizativos, ver MORENO (2007).

¹¹ La finalidad es permitir la supervisión.

Los planes deben preservar los datos y garantizar que se pueden llevar a cabo las funciones esenciales.

3.2. Funciones de control interno

El énfasis de los requisitos organizativos es el control de riesgos, especialmente el operativo. Dentro las funciones de control interno se incluyen tres funciones: cumplimiento, gestión de riesgos y auditoría interna.

La función de cumplimiento se encarga de que no se produzcan incumplimientos de la normativa por lo que se enfatiza el papel de las normas y, por tanto, su respeto. Esta figura es muy útil para los supervisores. Debe ser realizada por alguien con dedicación e independencia, lo que implica que no esté involucrado en gestión de actividades y que reciba por ello una remuneración que no comprometa su actividad. No obstante, la directiva no precisa los requisitos que debe cumplir su titular.

En segundo lugar, la función de control de riesgos se refiere a los propios de la actividad que se desarrolle. Por último, se establece la obligación de llevar a cabo auditoría interna sobre los sistemas y los mecanismos de control, políticas, procedimientos y decisiones de la empresa.

Además, aparte del control mediante las medidas que se señalan, parece enfatizarse la importancia de la disciplina del mercado o del efecto reputacional, dado que se pide la publicación de cuestiones como la existencia de conflictos de interés, o los incumplimientos.

3.3. Salvaguarda de los intereses de los clientes

La protección de los clientes se ha visto reforzada con las exigencias que la MiFID incorpora a los requisitos de las empresas de inversión en varios sentidos. En primer lugar, se exige que las empresas de inversión mantengan **registros** con los datos de los clientes, todos los servicios ofrecidos y las operaciones realizadas, en soporte duradero y no manipulable.

También se exige la separación de **cuentas de los clientes**, puesto que en otro caso se producen diversos riesgos como la posibilidad de una utilización fraudulenta de los activos de los clientes¹², administración deficiente, mantenimiento inadecuado de registros o negligencia. Así pues, la exigencia de separación limita el riesgo operativo, especialmente en relación con la creciente popularidad

¹² Hay que señalar que la MiFID exige que el cliente exprese su conformidad para que el intermediario pueda utilizar sus valores.

de las cadenas de subdepósitos, y reduce el coste que podría suponer un incumplimiento para el fondo de garantía de inversores. Además, la MiFID recoge unos requisitos específicos para el caso en que el depósito se realice en terceros países de forma que se evite que los derechos de propiedad de los clientes se vean afectados. Otra exigencia de la MiFID es la reducción de los saldos transitorios, señalando la adecuación de la inversión en fondos monetarios que ofrezcan garantía de seguridad y liquidez.

Además de los requisitos para evitar que se produzcan situaciones que desemboquen en un deterioro de las posiciones de los clientes, la directiva también exige que las empresas de inversión cuenten con procedimientos claros para **resolver reclamaciones** de clientes, de forma rápida, transparente y razonable. Asimismo deben mantener registros de las mismas.

Por otra parte, la directiva dedica varios artículos a los **conflictos de interés**. En primer lugar, se establece la obligación para la empresa de tener una política escrita sobre conflictos que abarca a todos, tanto entre clientes como entre estos y la empresa o con personas vinculadas o con entidades del grupo. Es decir, que es una política que incluye las actividades dentro del grupo de la empresa. Además, se señala que se debe tratar, en primer lugar, de identificar las posibles fuentes de conflicto y, en segundo lugar, gestionarlos¹³. Sólo en caso de no poder encontrar una solución, se deben revelar al mercado. No obstante, esta debe ser excepcional y sólo aplicarse cuando no haya podido gestionarse a pesar de contar la entidad con medidas administrativas para ello. En todo caso, la empresa debe registrar los tipos de servicios realizados en los que haya surgido un conflicto de interés con los clientes.

Un tipo de servicio que puede ser sensible a la generación de conflictos de interés es la publicación de **informes con recomendaciones** sobre inversiones. Los analistas deben ser independientes en sus recomendaciones, lo que implica que no deben aceptar incentivos para sesgar sus opiniones ni tener límite su capacidad para revisar sus informes. Además, deben tener restringida la operativa sobre los productos que analizan y, en particular, no deben operar en sentido contrario a sus recomendaciones.

También pueden ser generadoras de conflictos de interés las **operaciones personales** de empleados o directivos de la empresa, dado que pueden jugar con ventajas de información en los mercados. De producirse algún tipo de conflicto con los intereses de los clientes, las em-

presas pueden ver deteriorada su reputación. Las empresas, por lo tanto, suelen poner énfasis en controlar este tipo de operaciones, especialmente si, además, puedan conllevar el uso de información privilegiada o confidencial.

3.4. La externalización de servicios

Una práctica cada vez más extendida entre las empresas de inversión se refiere a la externalización de algunas actividades, que les permite a sustituir costes fijos por variables. Esta posibilidad viene facilitada por la aparición de compañías especializadas en áreas de negocio en las que ofrecen ventajas comparativas y que para las empresas de inversión suponen un coste no justificado por su volumen de negocio reducido.

La MiFID reconoce la utilidad de la externalización de algunos servicios o actividades pero señala, en primer lugar, que la responsabilidad sigue radicando en la empresa de inversión, que debe vigilar los riesgos derivados de un posible comportamiento inadecuado o fraudulento del subcontratado. Para evitar o reducir estos riesgos, la MiFID señala que se debe analizar la capacidad de la entidad en que se delegan funciones y ver que no existan restricciones de acceso del supervisor a la entidad delegada.

Por otra parte, la MiFID establece requisitos específicos para la actividad de gestión de carteras, especialmente en entidades de terceros países sobre las que no hay certeza de que tengan una regulación equivalente.

3.5. Normas de conducta en relación con los clientes

Como se ha dicho al principio de este artículo, la directiva tiene como objetivo establecer un régimen muy rigurosos de protección a la clientela.

La MiFID introduce una importante novedad en este aspecto, que es la graduación de la protección en función del tipo de inversor al que las empresas ofrecen servicios de inversión. La idea es que los inversores con mayor grado de información, conocimiento o capacidad financiera no precisen de todas medidas de protección que considera la norma¹⁴.

¹³ Muchas medidas se refieren a la obligación de establecer barreras a los flujos de información y al establecimiento de murallas chinas.

¹⁴ Otras normativas anteriores, como la Directiva de Folletos o la Ley española sobre los *hedge funds* establecen umbrales mínimos monetarios para ser eximidos de la obligación de publicar folletos o para poder suscribir un *hedge fund*. Así se suponía que estos productos con menor protección o mayor riesgo sólo eran adecuados para inversores con capacidad financiera, que se supone pueden acceder a mayor información.

Así se incluye una clasificación de clientes en tres categorías: minoristas, profesionales y contrapartes elegibles. Las empresas de inversión tienen la obligación de identificar y clasificar a sus clientes en alguna de estas tres categorías. Las empresas deben notificar a los clientes, antiguos y potenciales, la nueva categorización establecida por la MiFID.

Los inversores minoristas recibirían una protección plena. En el caso de los clientes profesionales, la protección es limitada. La clasificación en esta categoría puede ser voluntaria, si así lo ha solicitado el cliente¹⁵. Además, puede ser que algunos clientes que sean profesionales soliciten a la empresa ser considerados como minoristas ante la solicitud de compra de algún producto financiero de especial complejidad. Por último, las contrapartes elegibles no reciben protección ya que se consideran en igualdad de condiciones que la empresa que ofrece los servicios de inversión.

3.5.1. La obligación de informar

La información a los clientes debe realizarse en un soporte duradero. Lo normal es que se proporcione en papel pero puede aceptarse otros soportes según el tipo de actividad y con el conocimiento previo de los clientes.

Las empresas deben informar adecuadamente a los clientes de las características de los productos y de los servicios, así como de todo cambio que sea importante. Esta información debe proporcionarse con carácter general y debe incluir las medidas adoptadas para garantizar la protección de las posiciones de los clientes, así como las políticas de resolución de conflictos de interés.

Posteriormente, según sea el cliente, se debe facilitar mayor o menor grado de información. A los inversores minoristas, antes de que se vinculen mediante un acuerdo, se les debe informar sobre las condiciones de este, así como de la empresa y sus servicios. También, antes de prestarles un servicio u ofrecerles un producto, se les debe informar sobre sus características y sobre la salvaguardia de los instrumentos y fondos.

En el caso de instrumentos financieros, se debe informar específicamente sobre sus riesgos, que incluye la volatilidad, los costes de adquisición y otros costes como la obligación de reposición de márgenes y, si hay apalanca-

miento y, en todo caso, riesgo de pérdida total. Los clientes deben ser informados de todos los elementos del precio que deben pagar y de las comisiones de la empresa de inversión, y de si pueden surgir otros costes diferentes.

Respecto a las órdenes, si el cliente lo solicita, la empresa le debe comunicar el estado de sus órdenes así como de su ejecución, tan pronto como sea posible.

También el cliente debe conocer los términos del depósito de sus valores. En el caso de estar en cuentas globales, debe conocer los riesgos inherentes a este depósito. También debe conocer si la custodia la realiza una tercera entidad; o si sus cuentas con productos o fondos están sujetas a otro ordenamiento jurídico.

La información en el caso de la gestión de carteras es especialmente importante. Cuando la empresa proporciona este servicio, la información debe contener los tipos de instrumentos y operaciones que pueden realizarse, si existe delegación a terceros, los objetivos de gestión y nivel de riesgo asumible, los métodos y frecuencia de la valoración y los parámetros de referencia para comparación de resultados; por supuesto, la información continua de forma periódica, al menos semestral, con evolución del rendimiento y dividendos, intereses, gastos, etc. La periodicidad puede ser menor en ciertas circunstancias, pero en cualquier caso debe ser inmediata si las pérdidas superan un umbral determinado o si se han realizado operaciones que pueden suponer una responsabilidad contingente.

3.5.2. Los tests de aplicación a los inversores

El principio que habitualmente se exige a las entidades financieras de "conocer a sus clientes", antes de ofrecerles servicios de inversión, se desarrolla en la MiFID hasta límites anteriormente no utilizados. Las empresas de inversión tienen la obligación de conocer la capacidad financiera y los conocimientos de los inversores minoristas antes de ofrecerles un producto o un servicio. Estas comprobaciones se deben llevar a cabo mediante tests de adecuación o de idoneidad, según el caso. El test de conveniencia será usado con generalidad y el de idoneidad se limita a ciertos servicios o productos.

En algunos servicios sólo hace falta que las empresas comprueben el conocimiento de los inversores sobre los productos que demandan o que se les ofrecen, así como su capacidad para comprender los riesgos que conllevan, mediante un test de conveniencia. La directiva de nivel dos, 2006/73/CE, recoge la estructura básica de este test. Así, se señala que se debe obtener información sobre los servicios y productos con los que esté familiarizado el

¹⁵ Las empresas deben informar a los clientes que tienen derecho a exigir una clasificación distinta a la otorgada y de las limitaciones que pueden derivarse de ello en cuanto a su protección como cliente.

cliente, el volumen y frecuencia de sus operaciones, los productos sobre los que se han llevado a cabo, su nivel de formación y su profesión. Este test se debe aplicar siempre a los clientes minoristas; en el caso de los profesionales, las empresas pueden suponer que tienen la experiencia y los conocimientos necesarios. Tras la realización del test, la empresa puede concluir que el producto no es conveniente para el inversor y así se lo debe hacer saber. No obstante, tras esta advertencia, podría realizar la operación. Las empresas deben mantener un registro con toda la información utilizada para evaluar la conveniencia de la oferta de sus servicios a los clientes.

Los servicios que sean de simple ejecución, recepción o transmisión de órdenes pueden realizarse sin tests previos, pero para ello tienen que cumplirse ciertas condiciones. La primera es que se trate de instrumentos sencillos como es el caso de acciones admitidas a cotización en un mercado regulado o equivalente, instrumentos del mercado monetario, obligaciones y deuda titulizada (siempre que no utilicen derivados), y otros instrumentos financieros no complejos. Por otro lado, el servicio tiene que haberse solicitado por el cliente y este haber sido informado de que la empresa no tiene obligación de evaluar si es conveniente para él y, por tanto, de que no goza de la protección de las normas de conducta. En todo caso, la empresa de inversión tiene que cumplir con las normas relativas a la prevención de los conflictos de interés.

Por otro lado, en el caso de servicios que implican un asesoramiento financiero, con recomendaciones sobre instrumentos financieros concretos, o una gestión de carteras, las empresas deben realizar tests de idoneidad. Estos les permitirán obtener un conocimiento más profundo de los clientes informándose, no sólo de sus conocimientos sobre el producto o servicio, sino incluso de su capacidad financiera, de sus objetivos de inversión y del horizonte de sus planes. Las empresas pueden concluir que hay idoneidad cuando las recomendaciones responden a los objetivos de los clientes, estos tienen experiencia y conocimientos como para conocer el riesgo de la inversión y pueden asumirlo. Si las empresas concluyen que el servicio no es adecuado o si el cliente no proporciona la información, no pueden prestar el servicio. A los clientes clasificados previamente como profesionales se les presume que tienen experiencia y conocimientos por lo que no sería necesario realizarles el test, pero sólo en los casos en los que estén clasificados de esta manera.

3.5.3. El principio de mejor ejecución

Otra importante novedad de la MiFID se encuentra en el denominado principio de “mejor ejecución”, recogido

en su artículo 21. En el mismo se señala la obligación de las empresas de inversión de demostrar que han llevado a cabo todos los pasos para asegurar el mejor resultado para los clientes.

Para ello, la directiva les exige que cuenten con medios de conseguir los mejores resultados para los clientes y con políticas definidas de antemano con ese fin, que deben comunicar a los clientes de forma previa a la realización de un servicio. Además, las empresas deben ser capaces de demostrar *a posteriori* que la ejecución de las órdenes de los clientes se ha llevado a cabo siguiendo esa política. Si esta no proporcionara los resultados de “mejor ejecución” esperados, las empresas de inversión deberían modificarla.

La “mejor ejecución” ha sido un concepto muy controvertido porque es difícil de definir de manera unívoca, ya que varía según las necesidades o peticiones de los inversores, y tampoco existen parámetros que permitan medir su calidad. Es explicable que la industria haya discutido ampliamente este artículo y que haya sido necesario que las medidas de nivel 2 y 3 desarrollen los criterios para determinar de forma más precisa la “mejor ejecución”.

3.5.4. Tratamiento de las órdenes de los clientes

Muy relacionado con el principio anterior se encuentran las disposiciones relativas al tratamiento de las órdenes de la clientela. Los principios generales, desarrollados con mayor precisión en la directiva de nivel dos se refieren a la obligación de que las órdenes se lleven a cabo con rapidez y precisión, su ejecución sea secuencial y rápida y se realice una asignación rápida y correcta a la cuenta del cliente de los instrumentos o fondos recibidos para que se puedan liquidar. Además, se debe informar a los clientes de cualquier incidencia importante que haya ocurrido durante la ejecución. Y, por supuesto, se prohíbe cualquier uso inapropiado de la información sobre las órdenes pendientes de clientes. Tampoco se permite la acumulación de órdenes de diversos clientes para su ejecución, a no ser que no se perjudique ninguno de ellos, se les informe de los riesgos que puede entrañar esta práctica y exista una política clara de atribución de órdenes.

3.5.5. Los incentivos

Dentro de los requisitos establecidos en el artículo 19 de la MiFID para que las empresas de inversión actúen con honestidad, imparcialidad y profesionalidad se puede entender el requisito adicional, recogido en la directiva

2006/73/CE de nivel dos relativo a los incentivos. Así, en su artículo 26 se señala que las empresas no actúan correctamente en relación con sus clientes si pagan o reciben algún honorario, comisión o beneficio no monetario vinculado a la prestación de un servicio de inversión.

Esta exigencia ha sido también muy debatida dado que se aceptan excepciones cuando esos pagos son necesarios para el servicio o están destinados a aumentar su calidad. En cualquier caso, los clientes deben ser informados de su existencia.

4. Conclusiones

La nueva Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros supone un gran paso en la homogeneización de la legislación sobre los mercados de valores en la Unión Europea y en el establecimiento de unos requisitos flexibles y exigentes para las entidades que proporcionan servicios de inversión.

A corto plazo, parece que no ha habido más efecto que los costes de adaptación de las empresas de inversión para el cumplimiento de los nuevos requisitos, especialmente organizativos, y los referidos a las normas de conocimiento de los clientes y realización de una política de mejor ejecución. Los beneficios para los inversores serán tangibles cuando estos sean conscientes de las condiciones de protección que les otorga la MiFID y sean más exigentes con los oferentes de servicios y productos de inversión.

La MiFID establece lo que se puede denominar una arquitectura abierta en los mercados, especialmente en el terreno de la negociación y en la información sobre esta. También aquí los efectos de la competencia necesitarán cierto tiempo para manifestarse. En el largo plazo, sin embargo, pueden producirse cambios significativos. La MiFID abre el camino para que las empresas de inversión puedan realizar servicios de negociación y para que las bolsas de valores tradicionales tengan que enfrentarse a estructuras de negociación más ágiles y con menos costes.

De momento, las entidades han estado concentradas en los calendarios de transposición y entrada en vigor de la directiva en los diversos países, ya que muchos se han retrasado frente a las fechas oficiales previstas, y en los detalles de la aplicación, que dependen de criterios y recomendaciones de nivel tres de Lamfalussy, hechos por el Comité de Reguladores de Valores (CESR). A partir de ahora es posible que se vayan produciendo cambios en las estrategias de los participantes en los mercados.

Es difícil anticipar como se configurarán los mercados de valores en Europa tras la MiFID. Lo que parece predecible es que se reforzarán ciertas tendencias ya existentes, como son la búsqueda de una mayor eficiencia en la negociación de ciertos valores cuyos inversores están dispersos internacionalmente, el desarrollo del mercado de la información como respuesta a las demandas de transparencia, el establecimiento de plataformas de negociación vinculadas a necesidades específicas, como la negociación vía algoritmos o el desarrollo de la negociación vía internalizadores para posiciones mayoristas o de bloques.

Aunque se espera que el régimen establecido por la MiFID estimule cambios en los mercados, estos no se van a producir en un horizonte corto. Se han establecido las bases normativas generales, y las empresas y los supervisores han hecho un primer esfuerzo de adaptación. La aplicación de la MiFID todavía no es homogénea en los diferentes países de la Unión Europea, existen dudas sobre ciertas interpretaciones y, por tanto, aún las empresas no están utilizando todo el potencial estratégico y operativo de la directiva. Se deberá esperar aún cierto tiempo para despejar algunas incertidumbres y asegurarse de que la armonización regulatoria en los mercados se produce, pero una vez que esto se cumpla no es descartable que las empresas mejor preparadas se decidan a romper el *statu quo* de los mercados y utilizar las nuevas posibilidades.

Bibliografía

- CASEY, J. P. y LANNOO, K. (2006): "The MiFID Revolution", *ECMI Policy Brief*, núm. 3, November.
- GIRICO, A. (2007): "Suitability and Appropriateness under MiFID; Faithful watchdogs or terrible twins", *ECMI Policy Brief*, núm. 9, September.
- DAVIES, R.; DUFOUR, A. y SCOTT-QUINN, B. (2006): "The MiFID: competition in a new European equity market regulatory structure" en FERRARINI, G. y WYMEERSCH, E. (eds.), *Investor Protection in Europe. Corporate Law Making, the MiFID and Beyond*, Oxford University Press, December.
- FERRARINI, G. y RECINE, F. (2006): "The MiFID and Internalisation", en FERRARINI, G. y WYMEERSCH, E. (eds.), *Investor Protection in Europe. Corporate Law Making, the MiFID and Beyond*, Oxford University Press, December.
- FSA (2006): *The overall impact of MiFID*. November.
- GARCÍA SANTOS, M. N. (2007): "MiFID: un nuevo marco de competencia para los mercados de valores", *Revista de Estabilidad Financiera*, Banco de España, núm. 12, mayo, págs. 42-73.
- GIRAUD, J. R. y D'HONDT, C. (2006): *MiFID. Convergence towards a unified European capital industry*, Risk Books, Incisive Financial Publishing.

- GÓMEZ YUBERO, M. J. (2007): "MiFID: Nuevo enfoque normativo y de supervisión orientado al riesgo", *Boletín de la CNMV*, trimestre I, págs. 217-231.
- KÖNDGEN, J. y THEISSEN, E. (2006): "Internalisation under the MiFID: Regulatory Overreaching or Landmark in Investor Protection", en FERRARINI, G. y WYMEERSCH, E. (eds.), *Investor Protection in Europe. Corporate Law Making, the MiFID and Beyond*, Oxford University Press, December.
- MACEY, J. R. y O'HARA, M. (1997): "The Law and Economics of Best Execution", *Journal of Financial Intermediation*, 6,3, págs. 188-223.
- MARTÍNEZ CUESTA, E. (2007): "El análisis financiero y las normas de conducta: el recorrido regulatorio hasta la MiFID", *Boletín de la CNMV*, trimestre III, págs. 171-198.
- MORENO ESPEJO, A. (2007): "Los requisitos organizativos de las empresas que prestan servicios de inversión en la MiFID", *Boletín de la CNMV*, trimestre III, págs. 199-218.
- MARTÍNEZ CAMARENA, S. (2007): "Régimen de actuación transfronteriza (pasaportes) según la MiFID", *Boletín de la CNMV*, trimestre II, págs. 165-175.
- RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ DE CASTRO, P. (2007): "Recomendaciones de CESR sobre incentivos en el ámbito de la MiFID", *Boletín de la CNMV*, trimestre II, págs. 177-195.
- SEGURA, J. (2007): *La protección del inversor: implicaciones de la MiFID y otras iniciativas*, Discurso pronunciado en la reunión conjunta del Consejo de Reguladores del Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores (IIMV) y la Federación Iberoamericana de Bolsas (FIAB), Panamá, 23 de noviembre.