

PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO

98

La MiFID y el mercado español de instrumentos financieros



FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

PERSPECTIVAS del SISTEMA FINANCIERO

98

2 0 1 0



FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS



FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

PATRONATO

JOSÉ ANTONIO OLAVARRIETA ARCOS
(Vicepresidente)
JOSÉ MARÍA MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN
(Secretario)
JOSÉ ANTONIO ARCOS MOYA
JULIO FERMOZO GARCÍA
JULIO FERNÁNDEZ GAYOSO
FELIU FORMOSA PRAT
ROBERTO LÓPEZ ABAD
ENRIC MATA TARRAGÓ
ANTONIO PULIDO GUTIÉRREZ
ATILANO SOTO RÁBANOS

PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO

Director

VICTORIO VALLE SÁNCHEZ

Coordinadores

JOSÉ ANTONIO ANTÓN PÉREZ
SANTIAGO CARBÓ VALVERDE

Redactor-Jefe

FERNANDO GONZÁLEZ OLIVARES

Coordinadora de Publicaciones

M^ª PILAR LÓPEZ ISARRÍA

Edita

Fundación de las Cajas de Ahorros
Caballero de Gracia, 28; 28013-Madrid

Imprime

Artegraf, S.A.
Sebastián Gómez, 5, 1.º
28026 Madrid

PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO no se solidariza necesariamente con las opiniones, juicios y previsiones expresadas por los autores de los artículos incluidos en la publicación, ni avala los datos que éstos, bajo su responsabilidad, aportan.

Depósito legal: M. 7.461.-1993
ISSN: 1132-9564

SUMARIO

■ INTRODUCCIÓN.....	V
■ LA REGULACIÓN FINANCIERA EUROPEA Y LA MiFID. <i>M.ª Nieves García Santos</i>	1
■ EJES DEL MERCADO EUROPEO DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS. <i>M.ª de la Sierra Flores Doña</i>	17
■ LAS EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO. <i>Cristóbal Espín Gutiérrez</i>	43
■ SISTEMAS DE NEGOCIACIÓN DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS EN EL MERCADO ESPAÑOL. <i>Emilio Díaz Ruiz</i>	75
■ PROTECCIÓN DEL INVERSOR. EN ESPECIAL EL DEBER DE INFORMACIÓN PRE Y POSTCONTRACTUAL. <i>M.ª Rosa Tapia Sánchez</i>	99
■ REFORMA DE LA LEY DEL MERCADO DE VALORES EN MATERIA DE INFRACCIONES Y SANCIONES. <i>Fernando Marín de la Bárcena</i>	127
■ GLOSARIO DE TÉRMINOS MiFID. <i>Miguel Díez de los Ríos</i>	143

DOCUMENTO

■ 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	155
--	-----

Introducción

Este número 98 de *Perspectivas del Sistema Financiero* ofrece un conjunto de estudios sobre los principales aspectos de la Directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros (2004/39/CE) y su relevancia en los cambios introducidos en el Derecho español a través de la Ley 47/2007, de 19 de diciembre. De aquí el título elegido: «La MiFID y el mercado español de instrumentos financieros». Los estudios se acompañan del texto oficial de la Directiva, en lengua española, y se complementan con un glosario explicativo de los términos centrales del *Mercado de instrumentos financieros* en la Comunidad Europea (CE). La importancia de los temas seleccionados reside en la novedad que presentan en el mercado de instrumentos financieros o en su sensible impacto en la estructura anterior del Derecho español.

El primero de los trabajos que componen este número se debe a **M.ª Nieves García Santos**, Directora de Inversores de la CNMV. Encuadrada la MiFID como una de las principales directivas del Plan de Acción de Servicios Financieros, analiza extensamente el contenido de dicho plan para ocuparse posteriormente de los objetivos de la propia MiFID. Son éstos básicamente dos: por una parte, aumentar la competencia entre las entidades, mediante la apertura de la negociación de los valores en diferentes mecanismos o «sitios». Junto a los tradicionales mercados regulados, aparecen así sistemas de negociación deslocalizados operados a través de las empresas de servicios de inversión. Son los llamados «sistemas organizados de negociación» a los que, además, se une la posibilidad de que algunas empresas de inversión puedan cruzar órdenes de sus clientes contra sus propias posiciones, en lo que se denomina «internalización sistemática». El segundo objetivo es la protección del inversor de la oferta indiscriminada de productos que no sean adecuados para ellos. Se diferencia así entre productos complejos y aquellos otros que no lo sean, exigiéndose que las entidades se cercioren de la capacidad de sus clientes de comprender el riesgo que asumen mediante la realización de un test de conveniencia. Los efectos de la crisis financie-

ra han determinado una mayor preocupación por la supervisión financiera y, al tiempo, dificultan precisar los efectos reales de la nueva directiva hasta tanto no se considere superada la actual crisis.

Las bases del mercado único de instrumentos financieros instauradas por la Directiva 2004/39/CE se examinan en el trabajo «Ejes del mercado europeo de instrumentos financieros», del que es autora la doctora **M.ª de la Sierra Flores Doña**, quien ha asumido igualmente la coordinación académica de los trabajos, en estrecha colaboración con los miembros del Consejo de la Revista. Los objetivos enunciados en la Directiva son: 1) modernizar los mercados financieros, 2) mejorar la política de protección del inversor y 3) ampliar y reforzar las potestades de supervisión de las autoridades nacionales y de cooperación transfronteriza entre ellas. En torno a ellos se estructura la organización y el funcionamiento del mercado europeo de instrumentos financieros. Con la progresiva transposición de la MiFID a los ordenamientos nacionales se advierte la ampliación de una regulación común para las empresas de servicios e inversión que operan en el mercado europeo, con independencia del país de la Comunidad en que se autorizan y operan las respectivas empresas de inversión. El esfuerzo y los costes del nuevo modelo sólo se verán compensados si esta regulación común del mercado europeo de instrumentos financieros se acompaña de mecanismos eficaces frente a las entidades de servicios e inversión que se excedan en el ámbito de la autonomía contractual autorizado para regular los conflictos de interés con sus clientes, así como la mejor ejecución y gestión de órdenes. Asimismo, la corta vigencia del modelo europeo de instrumentos financieros se ha visto sorprendida por los movimientos de reforma impulsados para solventar la crisis económica-financiera, cuyas reorganización y viva polémica son el foco central de los textos y proyectos en curso. Sin duda, la Directiva MiFID jugará un papel importante en el modelo de «gobierno de los mercados financieros» que surja de los actuales centros de decisión (G-20, JERS). El modelo que germine está llamado a converger y competir en la economía global con el

llamado «nuevo sistema» de control financiero estadounidense, cuya arquitectura se encuentra en *A new foundation: rebuilding financial supervision and regulation* (2009).

Los estudios del Derecho español versan sobre materias específicas, reguladas en la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, de reforma de la Ley del Mercado de Valores (24/1988, de 28 de julio), por la que se transpuso al Derecho español no sólo la Directiva MiFID (2004/39/CE), sino también la Directiva 2006/49/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio, relativa a la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito, así como la 2006/73/CE, de 10 de agosto, sobre los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión, y términos definidos a efectos de dicha Directiva.

El doctor **Cristobal Espín Gutiérrez** se ocupa de «Las empresas de asesoramiento financiero». La reforma española de 2007 ha creado un nuevo tipo de empresa de servicios de inversión, que puede recaer en una persona física o jurídica. El autor se detiene en los elementos configuradores de las empresas de asesoramiento financiero y en los rasgos principales de la regulación de su actividad, consistente en el servicio de asesoramiento en materia de inversión y los servicios auxiliares. En síntesis, las empresas de asesoramiento: 1) se enmarcan en el movimiento reformador desarrollado en los últimos años, tanto a escala nacional como de Derecho comparado; 2) el objeto de su actividad es la prestación de servicios de asesoramiento en materia de inversión y servicios auxiliares (el asesoramiento a empresas sobre estructura del capital, estrategia industrial y cuestiones afines y la elaboración de informes de inversiones y análisis financieros); 3) el régimen de autorización y los requisitos para el ejercicio de la actividad están condicionados al cumplimiento de unas exigencias de carácter financiero y estructura organizativa; 4) el ejercicio de la actividad de asesoramiento y las auxiliares a la misma pueden realizarse directamente, por la empresa de asesoramiento o, indirectamente, por otras empresas de servicios de inversión, y 5), las empresas de asesoramiento están sometidas a unos principios generales de conducta, deberes específicos de esta actividad y régimen sancionador.

El trabajo del doctor **Emilio Díaz Ruiz** se centra en los «Sistemas de negociación de instrumentos financieros en el mercado español». A través de una concepción amplia de instrumento financiero, se ha expandido considerablemente el ámbito de los negocios a un conjunto de contratos que antes no tenían esta consideración. También han desaparecido monopolios históricos, como el de la negociación de acciones en Bolsa, y mercados de negociación como los SON, figura esencialmente española, que ahora se sustituyen por los sis-

temas multilaterales de negociación (SMN), de similares características en todo el ámbito europeo, y se crea la figura del internalizador sistemático. Se consagra la posibilidad de negociación a distancia y la pertenencia a mercados organizados sin necesidad de presencia física en el país de situación de éstos, a la vez que se disocia la negociación de la compensación y la liquidación, que ahora pueden hacerse «a la carta». Estas y otras previsiones normativas suponen una revolución en la forma de negociar instrumentos financieros que, si bien todavía está en sus comienzos en la práctica, desde un punto de vista jurídico se encuentra plenamente establecida, aunque, como en toda cuestión nueva, con algunas lagunas y necesidades de coordinación e interpretación de normas, a las que el autor dedica especial atención.

La Ley 47/2007, de 19 de diciembre, ha incrementado los deberes de información recíproca entre las empresas de servicios e inversión con sus clientes, y de estos frente a aquéllas. En este temario se detiene la doctora **M.ª Rosa Tapia Sánchez**, en su estudio «Protección del inversor. En especial el deber de información pre y post-contractual». A estos propósitos, la ley distingue tres categorías de inversores: a) *contrapartes elegibles*, que comprende a las empresas de inversión, compañías de seguros, entidades de créditos, entre otras; b) *profesionales*, referidos a los inversores institucionales y grandes empresas; c) *minoristas*, de los que se ocupan los artículos 78 *bis* y 78 *ter* de la LMV. Entre las materias analizadas, resaltan: 1) la gradación de los deberes de información dependiendo del tipo de inversor, que se acenúan en relación con los inversores o clientes minoristas; 2) el deber de las entidades de servicios de inversión de información continua frente a sus clientes, expresada de manera clara e imparcial, con un contenido no engañoso; 3) se adelanta la obligación de información a los «clientes potenciales», esto es, a quienes aún no han contratado con la entidad, y 4) el cumplimiento del deber informativo se facilita mediante un modelo normalizado.

El incremento de las normas de conducta por la MiFID, junto con la mejora del gobierno empresarial presente en los postulados ideológicos de las instancias europeas desde finales del siglo xx, han significado la ampliación de las potestades de vigilancia y supervisión por las autoridades nacionales, así como la actualización y el perfeccionamiento técnico del cuadro de infracciones y sanciones contenido en la Ley del Mercado de Valores. A este temario se dedica el doctor **Fernando Marín de la Bárcena**, con el título «Reforma de la Ley del Mercado de Valores en materia de infracciones y sanciones». La materia se regula en el título VIII, sobre «Régimen de supervisión, inspección y sanción», capítulo II. El catálogo de infracciones y sanciones se ha visto sensiblemente modificado por la Ley 47/2007. En líneas generales, el legislador español ha procedido a:

1) ampliar las potestades administrativas de la CNMV en materia de inspección; 2) elevar el importe y el rigor de las multas pecuniarias por el incumplimiento de los deberes y obligaciones impuestas a las entidades de servicios e inversión, así como a sus administradores, y 3) adaptar las infracciones a cada tipo o grupo de obligaciones, entre las que se incluyen las normas de conducta que se imponen como deber de *status* a quienes operan en los distintos sistemas de negociación de los instrumentos financieros. En todo caso, es una consecuencia indeclinable del principio de tipicidad que rige el Derecho administrativo sancionador, que ha requerido, bien crear nuevos tipos de infracción, bien adaptar los existentes para fomentar el cumplimiento de las obligaciones de toda índole impuestas por la nueva regulación, fundamentalmente en lo que afecta al abuso de mercado y a los deberes de organización y normas de conducta de las empresas que prestan servicios de inversión. Por su parte, el respeto al principio de proporcionalidad en la imposición de sanciones exigía dotar al sistema de una mayor flexibilidad y endurecerlas mediante su actualización cuantitativa en beneficio de su función de prevención general.

La elaboración de un trabajo específico que aborde los términos y significados más frecuentes del mercado financiero es oportuna y plenamente justificada. En este sentido, el estudio de la MiFID y su transposición a la Ley del Mercado de Valores se sitúa en un vasto ámbito, que alcanza a varios campos jurídicos; a saber: el de Derecho de sociedades anónimas, el de sociedades cotizadas, el de negocios y contratos sobre valores e instrumentos financieros. Tanto la Directiva MiFID como la LMV española sólo se ocupan de definir algunos de los términos jurídicos, mientras que para la mayoría los términos sólo se mencionan, o se opta por una técnica remisiva.

Por ello, se ha considerado conveniente acompañar los estudios con el texto de la Directiva MiFID, 2004/39/CE, de 21 de abril. La versión oficial en lengua española de la Directiva se incorpora en anexo. Asimismo, con el «Glosario de términos MiFID», realizado por **Miguel Díez de los Ríos**, hemos querido complementar los estudios realizados. La Directiva establece una relación de términos en el artículo 4. Algunos de éstos son definidos en el texto comunitario; tal sucede con los de empresa de inversión (*investment firms*), estado miembro de acogida (*Host Member State*). Para otros, el legislador se remite al significado del término adoptado en otro texto comunitario; como son los casos de control (*control*) y entidad de crédito (*credit institution*). La simplificación de política legislativa adoptada por la Directiva MiFID, tanto a la hora de formular el significado de los términos que define como en lo que respecta a la imprecisión o amplitud de la definición dispuesta para la mayoría de los términos reflejados en los textos comunitarios a los que hace referencia, han aconsejado elaborar un glosario básico, con el significado «expreso» o «inducido» de los términos principales utilizados por el legislador comunitario, seguido de una pequeña explicación. Con ello se abrevia y facilita al lector la consulta de la Directiva y el significado correspondiente a los términos elaborados, sin necesidad de explorar las disposiciones legales. A este objetivo instrumental responde: 1) la selección de términos relativos a los conceptos nucleares del mercado europeo de instrumentos financieros; 2) la ordenación alfabética de éstos; y 3) la organización de la información en una estructura homogénea: *término, significado y fuente*. La claridad de expresión y la brevedad de las explicaciones han primado en la redacción del contenido de cada término definido.

La regulación financiera europea y la MiFID

M.^a Nieves García Santos (*)

I. INTRODUCCIÓN

La Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID) se aprobó en 2004 y entró en vigor en noviembre de 2007. Lleva, por tanto, más de dos años de aplicación. A pesar de ello, y aunque sea posible hacer una primera evaluación de sus efectos, su complejidad implica que aún no haya desarrollado todo su potencial. Es previsible que la salida de la actual crisis en el ámbito de los mercados financieros europeos conlleve una mayor redefinición de la industria financiera bajo el marco de actuación que permite esta Directiva.

La MiFID es una de las directivas principales del Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF). Este Plan contenía una relación de propuestas regulatorias que se consideraban claves para la integración de los mercados financieros europeos. Otras directivas claves han sido las de Abuso de Mercado (1), Transparencia (2) y Folletos (3). Con la introducción de estas cuatro directivas, principalmente, aunque también con las demás incluidas en el PASF, se ha facilitado la operativa de las entidades financieras no sólo de forma transfronteriza, sino incluso en el ámbito nacional.

La culminación de la aprobación de todas las propuestas del PASF ha permitido entrar en una nueva etapa de la regulación de los servicios financieros en Europa. Inicialmente, esa nueva etapa debía ser de consolidación de la regulación europea; es decir, de generalización de su transposición a la normativa nacional y de su aplicación efectiva. Se consideraba que no hacían falta más normas, sino una mejor regulación, lo que implicaba el objetivo de simplificar la regulación existente, e incluso la búsqueda de soluciones de mercado si se detectaba algún objetivo a conseguir respecto al comportamiento de los elementos que configuran el mercado financiero europeo. El examen de los efectos

de la regulación europea se constituía como uno de los aspectos fundamentales (4).

La nueva etapa en la regulación de los servicios financieros también conllevaba una revisión de la supervisión financiera. Este nuevo objetivo ya se incluía como etapa final en la propuesta Lamfalussy, que se hizo con el objetivo de impulsar el FSAP. El aumento de la operativa transnacional de las entidades financieras tras la entrada en vigor de la MiFID ha hecho evidente la necesidad de adecuar los organismos supervisores nacionales a la nueva realidad. La crisis financiera no ha hecho otra cosa que poner de manifiesto las lagunas en la supervisión financiera al nivel macroeconómico, como al nivel micro de las entidades concretas, y su resolución marca la agenda de los organismos internacionales. En el ámbito europeo éste es el objetivo del plan Larosiére, que fue asumido por la Comisión Europea y se ha empezado a poner en marcha.

Por último, en la nueva etapa financiera europea cobra un interés especial la situación de los inversores minoristas. Los sucesivos estudios sobre el grado de avance de la integración financiera siempre han puesto de manifiesto que la integración de los servicios para los minoristas es mucho menor que la integración a nivel mayorista, entre entidades o entre mercados financieros. La atención a los minoristas pasa ahora a ser una prioridad en la agenda de la integración financiera europea, con dos finalidades: asegurar la accesibilidad transfronteriza a servicios financieros y garantizar la protección de los inversores minoristas.

En este artículo se va a ubicar la MiFID en el marco regulatorio europeo de los servicios financieros. En el segundo apartado se describe el PASF, sus objetivos y su realización. El tercer apartado se dedica a los objetivos que persigue la MiFID y a su evaluación dos años después de su puesta en marcha. En cuarto lugar, se

hace una revisión del grado de integración financiera logrado en la actualidad. En el apartado quinto se abordan someramente las propuestas de regulación planteadas tras la crisis financiera, y en el sexto se comenta la nueva propuesta para la arquitectura de la supervisión financiera de la Unión Europea. El apartado séptimo recoge las conclusiones.

II. EL PLAN DE ACCIÓN DE SERVICIOS FINANCIEROS

El Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF) consistía en un programa con distintas medidas dirigidas a avanzar en la creación del mercado financiero único. Fue aprobado por la Comisión Europea en 1999 y su vigencia alcanzaba hasta 2004. Contenía 40 medidas de política económica, de las cuales 24 eran de naturaleza legislativa, que se agrupaban en tres fines: logro de unos mercados mayoristas integrados y de unos mercados minoristas abiertos y seguros, y unas normas prudenciales y de supervisión adecuadas (5).

El PASF establecía unas prioridades entre las medidas planteadas. En la prioridad 1 se incluían las cuestiones esenciales para aprovechar las ventajas de la introducción del euro y garantizar la competitividad del sector. La Comisión Europea invitaba al Consejo y al Parlamento europeos a aprobarlas en el plazo máximo de dos años. Las medidas con prioridad 2 eran aquellas relacionadas con el funcionamiento correcto del mercado único de servicios financieros. Muchas de ellas suponían la modificación de legislación vigente o la adaptación de estructuras de mercado. Por último, la prioridad 3 se refería a medidas que contribuían a crear una política coherente en la transición al euro.

El PASF fijó el año 2005 como fecha para estar completo. Posteriormente se fijó otra fecha, el año 2003, para tener aprobadas las medidas relativas a los mercados de valores, manteniéndose el año 2005 para el resto de mercados y sectores financieros. El avance en la aprobación de medidas durante 1999 y 2000 fue muy lento debido a la complejidad del proceso legislativo europeo y a la falta de impulso político de las iniciativas. Esto llevó a plantear la necesidad de revisar el proceso regulatorio en la Unión Europea, para lo cual se encargó un estudio a un grupo de expertos. El informe que elaboraron se pasó a conocer por el nombre de la persona que lo dirigió, Alexander Lamfalussy. El grupo de expertos presentó (6) su informe en febrero de 2001 y fue adoptado por el Consejo Europeo de Estocolmo en marzo de 2003. Su principal diagnóstico señalaba que el grado de integración presentaba distintos grados de avance según los mercados y que el proceso legislativo era lento e inadecuado.

Para aligerar el proceso legislativo, el Informe Lamfalussy propuso hacer las normas en dos niveles, siendo las de nivel uno normas de principio, y las de nivel dos de desarrollo más técnico. Asimismo, para su aprobación, las normas de nivel uno seguirían siendo sometidas al procedimiento tradicional de co-decisión, mientras que las de nivel dos se aprobarían por un Comité, que actuaría por delegación del Consejo (7). Además, el grupo Lamfalussy recomendaba que, aunque las normas de nivel uno continuaran siendo directivas, se procurara que las normas de nivel dos fuesen reglamentos, cuya aplicación nacional era directa, sin necesidad de ser introducidos en la legislación interna.

Se propuso la creación de dos comités. El Comité Europeo de Valores (CEV) estaría formado por representantes de alto nivel de los ministerios de economía y finanzas y su papel sería el de aprobar, por delegación del Consejo, las normas del nivel dos. El segundo comité sería el Comité Europeo de Reguladores (CESR), y sus miembros serían representantes de las comisiones de valores, o autoridades supervisoras, de los países integrantes. El papel de este comité era técnico y, por lo tanto, de asesoramiento al Comité de Valores y a la Comisión Europea en la elaboración de propuestas de normas, especialmente de nivel dos (8).

El informe Lamfalussy, además de ordenar el proceso legislativo en esos dos niveles, señaló que el proceso regulatorio debería completarse con actuaciones en otros niveles, tres y cuatro. El nivel tres se refiere al proceso de implementación de las normas europeas en el ámbito nacional, y el nivel cuatro hace referencia a la exigencia de cumplimiento de las normas por parte del sector. Por lo tanto, el esquema propuesto por el grupo de trabajo dirigido por Lamfalussy implica dos niveles de legislación y dos niveles de aplicación de ésta.

Sin embargo, desde la aprobación por el Parlamento de este informe, la situación fue cambiando y se aceleró el proceso de desarrollo de las medidas incluidas en el PASF. El informe Lamfalussy generó un cambio de actitud, y se logró una mayor cooperación y entendimiento entre los miembros del Consejo. También hay que señalar que aumentó significativamente la transparencia del proceso legislativo: a partir de entonces se publican los borradores de las normas y los resúmenes de las consultas públicas.

El PASF fue revisado por primera vez tras el informe Lamfalussy en febrero de 2002 (9). En esa revisión participaron no sólo la Comisión y el Parlamento europeos, sino también los gobiernos nacionales y representantes del sector. Desde la aprobación del plan en 1999 se habían producido hechos como la crisis de ENRON, los atentados del 11 de septiembre y la introducción del euro. Por distintos motivos, esos acontecimientos acon-

sejaban una aceleración en la adopción de legislación europea. Se evaluaron positivamente los avances en algunas materias como en la regulación de pagos transfronterizos o la persecución del fraude monetario, así como en la voluntad manifestada por las instituciones europeas de llevar a cabo las propuestas Lamfalussy. Esto se evidenciaba en la mayor celeridad en la aprobación de las propuestas en primera lectura por el Parlamento europeo, o en segundas lecturas rápidas, y en la institucionalización del proceso de consultas al sector.

El décimo informe de progreso del PASF, publicado en junio de 2004, mostraba el éxito del mismo ya que, de las 42 medidas, 39 se habían aprobado. Las únicas directivas que faltaban por aprobar eran las relativas al capital de bancos y empresas de servicios de inversión, al traslado internacional de sede social y a las fusiones empresariales transfronterizas.

El buen papel jugado por el CESR, y el proceso Lamfalussy, llevó a que la Comisión Europea decidiera extender la estructura de los dos comités de valores a los ámbitos de banca y de seguros. Así se crearon un Comité Bancario Europeo (10) y un Comité de Seguros y de Pensiones Ocupacionales Europeos, con un papel similar al del CEV: ayudar a la Comisión a adoptar medidas técnicas. Además se crearon los comités de supervisores: el Comité de Supervisores Bancarios Europeos (CEBS) y el Comité de Supervisores de Seguros y Pensiones Ocupacionales Europeos (CEIOPS), con la función de asesorar técnicamente, como CESR. La creación de los cuatro comités precisó de una directiva nueva para incluir su referencia modificando las directivas existentes.

El proceso Lamfalussy ha sido analizado en diversas ocasiones por el Grupo de Seguimiento Inter-institucional para Valores, que fue emitiendo distintos informes. La evaluación general de la aplicación de todo el proceso es extraordinariamente positiva. El primer informe de ese Grupo ratificó el avance significativo en la etapa o nivel uno, ya que el PASF se completó con éxito. Aunque en los primeros tiempos existió un problema de sobrecarga de trabajo transitorio, una vez superado éste, se consideró que en la etapa siguiente el énfasis no debía estar en legislar, sino en «legislar mejor» (11). Se volvió a señalar la conveniencia de que en este nivel se hicieran normas de principios (frente al detalle del pasado) y que se aprobaran por la vía rápida, con sólo una lectura por el Parlamento.

En relación con el segundo nivel, ya se han realizado varios ciclos completos de aprobación de normas de segundo nivel, como son los casos de los desarrollos de la Directiva de Abuso de Mercado o de la MiFID. En este nivel dos, el Grupo de Seguimiento reiteraba que se propusieran reglamentos, en lugar de directivas, y

que se realizara un proceso claro, con publicación de las propuestas y con consultas públicas.

En el tercer nivel se consideraba que el avance conseguido no era suficiente. El CESR venía trabajando en la coordinación de prácticas diarias de regulación y supervisión de forma pragmática. Hasta la fecha, las recomendaciones del CESR en este ámbito no tenían carácter legal, sino que eran de voluntario cumplimiento, pero con las últimas modificaciones (ver punto sexto) esto cambiará. Respecto al nivel cuatro de Lamfalussy, y a pesar de los avances logrados desde 2004, aún la aplicación efectiva no se está llevando a cabo.

Con independencia del Grupo de Seguimiento Inter-institucional, también han existido grupos de expertos para revisar el avance en materia de integración legislativa. Sus conclusiones han permitido identificar algunas áreas en las que aún habría que mejorar la integración (12). La evaluación también ha sido muy positiva, aunque se consideraba que, a partir de la conclusión del PASF, el objetivo debía centrarse en mejorar la regulación aprobada. Antes de proponer ninguna regulación adicional era conveniente analizar el efecto de las medidas, ver su coherencia, asegurar que no se produjesen solapamientos e identificar los vacíos legales que pudieran existir. No más normas, sino mejor articulación de la regulación financiera europea

Es evidente que, una vez que el proceso legislativo está organizado, el énfasis debe ponerse en la implementación y en la exigencia de las normas. La implementación de cualquier legislación suele implicar una combinación de norma y práctica, lo que requiere la atribución de poderes a los reguladores para su exigencia. En este nivel tres hay bastante por hacer en el marco de la Unión Europea. Deben definirse los objetivos de la implementación, su forma de abordarse y las soluciones a los posibles problemas que se planteen para una aplicación homogénea. El Grupo de Expertos propugnó ya, en su informe de 2004, que el CESR jugara un mayor papel en la emisión de guías y recomendaciones sobre la práctica diaria de la supervisión. Además, señalaba que los supervisores debían mejorar la cooperación entre ellos, especialmente en temas de autorización de empresas financieras, en el diseño y aplicación de métodos de control y en la delimitación de sanciones.

También es importante hacer un esfuerzo en la exigencia del cumplimiento de las normas (nivel cuatro). En la actualidad, siguen sin existir acuerdos de exigencia conjunta, por falta de impulso político y por falta de recursos a nivel comunitario. La idea (tantas veces repetida) de establecer mecanismos de presión sobre los países incumplidores es poco realista debido a la dificultad para llevarla a la práctica. Lo que sí cabe hacer es definir sistemas de alarma que permitan a la Comi-

sión Europea realizar llamadas de atención sobre los incumplidores. Esto serviría para que el sector conociera la realidad de la aplicación de las normas en las diferentes jurisdicciones. La Comisión también debería buscar la cooperación de los países antes de plantear actuaciones sancionadoras.

Se puede afirmar que se han producido avances en términos de integración, apertura y eficiencia de los mercados, y para ello se pueden manejar diversos indicadores. Por un lado, es evidente que existe una mayor disponibilidad de recursos para financiar proyectos, ya que se logran aglutinar los recursos originados en los diversos países. Esta acumulación se ha traducido en una cierta reducción del coste de los recursos, dado que hay una relación inversa comprobada entre tamaño de mercado y coste de los recursos (13). Por otra parte, se han observado avances en la operativa transfronteriza de las instituciones financieras, en la demanda de fondos y en la colocación del ahorro. Estos desarrollos contribuyen a mejorar la competencia en los ámbitos nacionales.

Los efectos económicos del PASF son visibles en los tres sectores financieros, aunque muestran distinto grado. El sector donde se ha producido un mayor efecto es el de valores, y la causa principal ha sido la adopción de la MiFID con sus efectos sobre la negociación y postcontratación. Como consecuencia de la aparición de numerosos centros de contratación, se ha producido un aumento significativo en los volúmenes negociados y un descenso en los costes de los procesos de postcontratación. Aun cabe esperar que haya efectos derivados de los requisitos de mejor ejecución y del asesoramiento financiero en el horizonte de los próximos años (14).

Por otra parte, la Directiva de Folletos ha armonizado la información para los inversores y facilitado el acceso a los mercados extranjeros. También está provocando cambios estructurales en los mercados de acciones. En el área de la postcontratación, los efectos de mayor transparencia en precios y mayor competencia entre entidades provienen en gran parte de la introducción del Código de Conducta, el cual encontró las condiciones necesarias para su puesta en marcha en las directivas de Finalidad y de Colateral Financiero.

En el área bancaria, las medidas más importantes del PASF han sido las directivas de Requisitos de Capital (CRD), cuyos efectos ya se han notado en 2008. No obstante, la crisis financiera ha complicado el panorama, con lo que no se pueden tener conclusiones finales sobre el impacto de las CRD en los niveles de capital regulatorio. Parece que estas directivas han impulsado que los bancos inviertan en sistemas de gestión de riesgos, como se induce del hecho de que, en algunos países, más del 80 por 100 de los bancos tengan meca-

nismos de medición de riesgo propios (IRB). Por otro lado, hay que mencionar los efectos del Reglamento 2560/2001 sobre pagos transfronterizos, que se ha traducido en un descenso de los costes de las transferencias en la Unión Europea.

Los efectos parecen menores en el ámbito del sector de seguros, a pesar de que hay alguna directiva que ha tenido un especial impacto, como es la Directiva de Mediación de Seguros (IMD). Ésta ha supuesto una mejora en la mayoría de mercados de los estándares profesionales, de los niveles de información y de la protección del consumidor. Por otra parte, también ha provocado el descenso del número de intermediarios registrados en varios países.

Los costes de implementación de las diferentes directivas han sido superiores que los de su aplicación una vez establecidas. Según un estudio presentado a la Comisión Europea (Europe Economics, 2009), el coste medio de la implementación en las empresas de los diferentes sectores financieros se estimaba entre 1,03 por 100 y 2,16 por 100 de sus costes totales operativos, mientras que los costes de aplicación quedaban entre 0,14 por 100 y 0,45 por 100 de los mismos. Las directivas que más costes de implementación han provocado han sido la MiFID, la CRD y la de Ant blanqueo de Dinero. También la MiFID y la CRD son las regulaciones que han producido mayor incremento en los costes operativos de las entidades financieras en los últimos tiempos.

Una vez que el grueso de la normativa se encuentra aprobado, la Comisión Europea se plantea fundamentalmente dos tipos de actuaciones: consolidar la aplicación de las normas en todos los países y evaluar la calidad del marco regulatorio. En primer lugar, aún queda un cierto camino por recorrer en cuanto a la implementación y aplicación efectiva. Hay que recordar que para que una pieza legislativa europea sea efectiva debe, en primer lugar, ser transpuesta a la legislación nacional; en segundo lugar, ser aplicada de forma efectiva por las autoridades nacionales y, por último, ser sometida a evaluación continuada. Estas fases corresponderían a los niveles tres y cuatro del informe Lamfalussy.

La Comisión Europea publicó en 2005 un documento planteando nuevas ideas sobre cómo avanzar en la integración de los mercados financieros (15). Según señalaba la Comisión, no se trataba de proponer una nueva batería de normas, sino de consolidar lo conseguido. El énfasis se debía centrar en la aplicación rigurosa por los estados de la normativa financiera y en la revisión de la regulación ya promulgada, con el fin de identificar vías de simplificación.

Respecto a la calidad del marco regulatorio, la Comisión se planteaba el objetivo de contar con una «buena

regulación», en lugar de seguir produciendo regulación adicional. Para ello, la propia Comisión se proponía realizar evaluaciones de la eficiencia de sus normas y de su aplicación nacional. También se deseaba avanzar en la consistencia de la regulación financiera con otras regulaciones, como es el caso de la política de competencia y de consumo.

Si se logra dar todos estos pasos se habrá consolidado un enfoque integrado en la legislación financiera europea. Pero ello conlleva modificaciones en los métodos de trabajo y en las maneras de organizarse las autoridades nacionales, especialmente las supervisoras. Es decir, aún hay esfuerzo por hacer por parte de las instituciones. El PASF ha creado un marco que permite a los participantes en los mercados actuar a escala europea, y ahora el objetivo es que realmente los agentes funcionen con esta perspectiva.

La necesidad de avance en el nivel tres fue el principal objetivo del llamado Informe Himalaya (16), presentado por el CESR. Este documento trataba sobre la organización de la supervisión europea de los mercados de valores en la etapa posterior al PASF, y anticipaba las limitaciones que podrían afectar al sistema de supervisión de base nacional en un horizonte no muy lejano (17). El Informe proponía a los reguladores europeos una estrategia pragmática en el diseño de las herramientas de supervisión, que se adaptara a la realidad cambiante de los mercados. El CESR compartía el enfoque de la Comisión Europea de que la prioridad era atender al desarrollo y aplicación de las directivas sustantivas del PASF y analizar su impacto efectivo en el proceso de integración financiera.

Sin embargo, la estrategia que apoyaban entonces los países europeos era más bien adaptativa, de forma que se utilizara el reconocimiento mutuo de las decisiones de los supervisores nacionales, cuyas competencias se fijaban a escala nacional. No se proponía un cambio profundo de ese modelo de supervisión aunque algunas de las propuestas del Informe Himalaya suponían, de hecho, un desplazamiento hacia un modelo más centralizado, donde algunas decisiones supervisoras podrían adoptarse a escala europea (a través del CESR o de los demás comités de supervisores).

En ese informe se planteaban los retos a los que se enfrentarían los dos pilares del enfoque de la supervisión de valores en Europa. El primer pilar era que, aunque la regulación era europea, su aplicación se realizaba a escala nacional, a través de una «red de supervisores». El que esta red funcionase correctamente dependía de que hubiera una convergencia en el enfoque de supervisión entre los supervisores nacionales y una coordinación suficiente en las decisiones tomadas. Si no se diera esa convergencia y coordinación, y por tanto no existiera una

supervisión adecuada de los mercados de valores en Europa, el CESR señalaba que habría que considerar actuaciones a nivel institucional de la UE para crear una autoridad común en el ámbito de la supervisión.

Por otro lado, desde que finalizó la etapa de legislación con el PASF, el CESR empezó a jugar un importante papel en la implantación del nivel tres de Lamfalussy, vigilando la implantación plena y consistente de las normas comunitarias en los procesos de transposición, el desarrollo de interpretaciones armonizadas de las normas comunitarias que facilitasen su aplicación consistente, la cooperación entre los organismos supervisores y la convergencia de sus prácticas. Además, el CESR tenía diseñadas otras propuestas que iban desde la creación de centros de información comunes hasta la definición común de objetivos o la creación de equipos de supervisión o investigación internacionales (18).

El segundo pilar era el reconocimiento mutuo de las decisiones (19) y el desarrollo de un eficiente sistema de cooperación. El Informe Himalaya señalaba que ambos se verían fortalecidos por una mayor armonización de las competencias. Se destacaba ya entonces el problema de la supervisión de las entidades cuya actividad era transfronteriza (20), y se señalaba que la solidez del sistema de supervisión se veía perjudicada por las excesivas diferencias que todavía existían entre los poderes atribuidos a las distintas autoridades nacionales por sus respectivos sistemas legales. Los participantes en el país de acogida donde operaban entidades financieras necesitaban tener confianza en que las autoridades del país de origen de esas entidades tenían capacidad de supervisión suficiente y en que aplicaban una intensidad supervisora similar. Como posibles medidas de mejora, el Informe proponía que se hicieran acuerdos de cooperación entre las autoridades de origen y las de acogida, que se plantearan mayores acuerdos de intercambio de información o que se delegaran tareas de supervisión.

Los debates sobre las medidas necesarias para mejorar la coordinación entre supervisores y, por tanto, sobre la homogeneidad de la supervisión se incrementaron a partir de entonces. Se empezaron a realizar distintas propuestas sobre la oportunidad de contar con colegios de supervisores para el caso de entidades de ámbito transnacional europeo y también se extendieron las opiniones de que era conveniente dotar a CESR y a los demás comités de supervisores de mayor autoridad. En el apartado sexto de este artículo se vuelve sobre este tema.

III. LA MiFID: SUS OBJETIVOS Y SUS RETOS

La Directiva MiFID está orientada a producir un cambio importante en la estructura y el funcionamiento de

los mercados de valores en Europa. Tres elementos de la directiva son los que se pretende que produzcan ese cambio: en primer lugar, la directiva ratifica el objetivo de que los mercados de valores se configuren de forma integrada en Europa; en segundo lugar, para acabar con las estructuras oligopolísticas nacionales, introduce competencia en las actividades de negociación, compensación y liquidación de valores, y, en tercer lugar, introduce elementos de protección de los inversores en este marco abierto y competitivo mediante el establecimiento de requisitos específicos a las entidades que prestan servicios de inversión. En definitiva, la MiFID persigue dos objetivos fundamentales: aumentar la competencia en los mercados de valores y asegurar la protección de los inversores. Estos dos fines, además, se añaden a la ratificación de que los servicios financieros europeos deben operar sin trabas transfronterizas, ya que el fin último es la creación de un mercado único.

La operativa sin trabas se venía produciendo, en tanto existía el reconocimiento de la capacidad operativa en cualquier estado de la Unión Europea de las empresas de inversión que hubieran sido autorizadas en un estado miembro («pasaporte europeo»), así como el reconocimiento mutuo de las autoridades competentes de los diferentes estados miembros, a las que se asignaban diversas responsabilidades.

Ambas cuestiones se habían establecido en la Directiva de Servicios de Inversión (DSI) de 1993 (21), que es el antecedente de la MiFID (22). La DSI definió qué servicios de inversión (23) necesitaban autorización para ser ofertados y estableció cómo, con la licencia otorgada por las autoridades reguladoras y supervisoras competentes de su país de origen, la entidad estaba capacitada para operar en otros países de la Unión. Las entidades podían operar de forma transnacional mediante el establecimiento de sucursal o por vía directa (régimen de «libre prestación»). Los requisitos que la DSI exigía a las empresas financieras para prestar servicios de inversión se referían a su capacidad operativa (mediante la tenencia de medios humanos y técnicos), existencia de procedimientos de control de riesgos, ausencia de conflictos de interés con los clientes, o entre estos, y al respeto de un conjunto de normas de conducta respecto a su actuación en relación con los clientes. La autoridad competente del país de origen era la responsable de la autorización, y la del país de destino era la responsable de supervisar el cumplimiento de las normas de conducta en sus relaciones con los inversores de dicho país.

La DSI, sin embargo, tenía un alcance limitado, ya que no extendía de forma explícita esa capacidad operativa transnacional, ni esa división de responsabilidades de supervisión, a los mercados de negociación de valores. Por una parte, la DSI permitía que las empresas de

servicios de inversión pudieran acceder a 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. Sin embargo, por otra parte, 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 (24), lo que servía de cláusula de salvaguardia a la competencia para los mercados establecidos. Adicionalmente, la DSI establecía obligaciones de información sobre precios y volúmenes negociados en los mercados regulados, que podrían ser consultados por los inversores antes de ordenar operaciones. Es decir, la DSI introducía cierta competencia, pero muy limitada, a los mercados de valores regulados ya establecidos. Les obligaba a proporcionar información y les permitía que abrieran la negociación a agentes de otros países, pero, a su vez, establecía mecanismos para que los países utilizaran el principal elemento restrictivo de la competencia: la obligación de que toda la negociación se hiciera en los mercados regulados establecidos.

La DSI tuvo un éxito parcial. A pesar de que hubo entidades que se dieron de alta en países de destino para operar de forma transfronteriza, o incluso estableciendo sucursales, no se logró avanzar mucho en la integración de mercados. Diversas razones lo impidieron, como la permanencia de diferencias en las normas de conducta, la existencia de comportamientos oligopolistas en los mercados regulados, la persistencia de trabas de naturaleza jurídica o fiscal, de prácticas de mercado o, finalmente, el sesgo doméstico de los inversores.

La MiFID ha corregido muchas de las lagunas de la DSI y, además, al haberse aprobado tras el esquema Lamfalussy, su potencial de influencia para el logro de la integración financiera es muy superior. Por una parte, la MiFID propiamente dicha, la Directiva del Consejo y del Parlamento Europeo, ha sido completada por normas de segundo nivel: una Directiva de la Comisión y un Reglamento. La Directiva y el Reglamento que desarrollan la MiFID se adoptaron por la Comisión Europea en septiembre de 2006 (25). Además, el CESR estableció desde el primer momento varios grupos de expertos para trabajar en aspectos determinados de la MiFID, y para desarrollar recomendaciones y criterios de actuación. En ocasiones, se denomina «normativa MiFID» a todo este conjunto de regulaciones y no sólo a la directiva de primer nivel.

Como se ha señalado anteriormente, los elementos diferenciales de la MiFID respecto a la DSI son la introducción de competencia en los mercados de valores y el establecimiento de una serie de requisitos para las empresas, a fin de que los inversores cuenten con un régimen elevado de protección.

1. El objetivo de aumentar la competencia

En el nuevo modelo de mercado post MiFID se reconoce el carácter empresarial de las bolsas de valores y 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». Es decir, que, aparte de las bolsas de valores, pueden existir sistemas de negociación «deslocalizados», operados por empresas de servicios de inversión o por los propios mercados regulados. Éstos son los llamados MTF (26) o, en terminología española, SON (27). También se reconoce que algunas empresas de servicios de inversión pueden cruzar órdenes de sus clientes contra sus propias posiciones, en lo que se denomina «internalización sistemática».

Todo ello implica que el concepto de mercado cambia con la MiFID, ya que deja de referirse a un mecanismo de negociación concreto o una localización determinada. El mercado de un producto financiero se abre, abarcando a toda su negociación, donde quiera que ésta tenga lugar. La MiFID ha abierto 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.

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 ésta. Los efectos de la competencia necesitarán cierto tiempo para manifestarse plenamente porque la utilización total de las oportunidades que abre la norma irá calando poco a poco en el tejido de la industria financiera, aunque ya se han dado pasos por las entidades más punteras. En el largo plazo, sin embargo, pueden producirse cambios significativos.

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. Se ha señalado por parte de algunos académicos el riesgo de que se produzca una fragmentación de la liquidez, dado que el mismo activo financiero puede pasar a negociarse en distintos mercados o mecanismos alternativos.

El énfasis para lograr una integración de los mercados se pone en la formación correcta de los precios de los activos financieros, para lo cual se establecen reglas concisas de transparencia y obligaciones de consolidación de la información. Si hay transparencia e información, se logrará la homogeneidad del precio al que se negocia un activo financiero en cualquier mercado o

mecanismo. Y un indicador de la integración es la ley del único precio, que completa la posibilidad de que los participantes tengan libertad de entrada en los mercados. La importancia que toma la disponibilidad de información abre también nuevas oportunidades de negocio para empresas que proporcionen servicios de difusión de precios o de aglutinación de información, por poner dos ejemplos.

Es difícil anticipar cómo se terminarán configurando los mercados de valores en Europa tras la MiFID. Es predecible que se refuercen ciertas tendencias incipientes anteriormente, 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, éstos no se van a producir en un horizonte corto ni de forma homogénea entre segmentos de mercados o entre países. La aplicación de la MiFID aún no es homogénea en los diferentes países de la Unión Europea, todavía existen algunas 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 cierto tiempo para despejar algunas incertidumbres y asegurarse de que la armonización regulatoria en los mercados se produce.

No obstante, algunas empresas de servicios de inversión ya están utilizando las nuevas posibilidades. Normalmente, son empresas que se dedican al tramo mayorista de los mercados de valores, que ya venían teniendo una actividad transfronteriza y que, por tanto, estaban ya adaptadas de antemano al marco MiFID. También han aparecido nuevos operadores de negociación, aunque de momento no puede afirmarse que se hayan consolidado plenamente.

2. La protección de los inversores

Como en el caso de los mercados, también resultan muy significativos los cambios que la Directiva establece en relación con los requisitos organizativos y las normas de conducta de las entidades que ofrecen servicios de inversión. 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 empresas. 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. El objetivo es mejorar la protección de los clientes y homogeneizar las condiciones de acceso a la prestación de servicios financieros.

Por una parte, la Directiva pretende proteger al inversor de la oferta indiscriminada de productos que, aunque sirvan al interés de las entidades, no sean adecuados para ellos. Con este fin, se diferencia la forma en que se debe hacer la oferta de productos complejos de aquella en la que debe hacerse la de productos no complejos; en el caso de los primeros, la entidad debe cerciorarse de que el inversor tiene capacidad para comprender sus riesgos (mediante la realización de un test de conveniencia).

También se establece una diferenciación entre el servicio de asesoramiento financiero, mediante el cual se le presenta al inversor una gama de productos que le encajarían en sus objetivos de inversión y nivel de tolerancia al riesgo, y el de simple comercialización, en el cual la oferta de la gama de productos es genérica, sin estar ajustada al cliente. En el caso en que se presente un servicio de inversión de asesoramiento financiero o de gestión de carteras, las entidades deben realizar tests de idoneidad para determinar que la oferta de productos que están realizando se ajusta a lo que le conviene al inversor.

Por otra parte, la arquitectura de mercados abierta, señalada anteriormente, debe proporcionar nuevas y mejores oportunidades a los inversores. Para ello, la Directiva establece la obligación de que las entidades cuenten con una política de «mejor ejecución», por la cual definen con qué centros de negociación van a trabajar o cómo van a buscar la canalización de las órdenes de los clientes para que éstas se ejecuten de la mejor forma posible. Las políticas de «mejor ejecución» deben estar a disposición de los clientes si estos quieren conocerlas, y las entidades deben poder estar en disposición de justificar que una determinada operación se ha realizado conforme a los términos de la política de «mejor ejecución» de la entidad. Se ha producido un gran debate en relación con los términos que deben definir una buena ejecución: precio, rapidez, certeza, realización del volumen completo de una orden, etc. Al final, parece que, para las órdenes minoristas, el factor precio es el más relevante.

3. Los efectos de la MiFID

Una vez transcurridos algo más de dos años desde su puesta en marcha, se puede realizar alguna evaluación del logro de los objetivos planteados. Pueden diferenciarse los efectos a nivel micro de la industria financiera y a nivel macro.

A nivel micro, el impacto de la MiFID se puede detectar en un aumento de la diversidad de gestores de mercados y de las actividades que realizan, con un enfoque de prospección de las necesidades de los clientes para ajustarse a ellas. Algunos ejemplos concretos de desarrollos recientes son:

— Mayor competencia por la negociación de valores entre los mercados regulados nacionales y otros mecanismos de negociación, y entre los primeros y otros mercados regulados, en la propia jurisdicción o en otra. Este efecto es más importante para aquellos mercados que funcionaban bajo la regla de concentración.

— Nuevos servicios y segmentos de mercado. Algunos operadores de mercados regulados han introducido nuevos segmentos de negociación bajo la forma de MTF. Otros ofrecen sistemas de información postnegociación. Entre los servicios que están comenzando a incorporar los mercados se incluyen mecanismos para buscar la mejor ejecución u otros tipos de instrucciones, como sería el caso de conceder prioridad a la canalización de las órdenes a internalizadores.

Sin embargo, muchas instituciones han considerado que los costes de aplicación de la MiFID superan los beneficios a corto plazo. Esto ha hecho que en muchos casos se hayan buscado alternativas menos costosas para aumentar la oferta de servicios, como son los mercados OTC desarrollados por muchas entidades, en lugar de constituirse como internalizadores sistemáticos.

A pesar del aumento en la oferta de servicios, el efecto positivo para el inversor debe matizarse. Para que el inversor se beneficie de toda la gama de alternativas disponibles de negociación, es necesario que se desarrollen mecanismos más eficaces de consolidación de la información en los mercados donde tiene lugar el mayor volumen de negociación de un activo, que se convierten así en los mercados de referencia. Esta consolidación de la información completa las obligaciones de información postnegociación que tienen los MTF y los internalizadores sistemáticos, que les equiparan con los mercados regulados.

El impacto de la MiFID a nivel macro se debe evaluar en objetivos como la reducción de los costes y la calidad de la ejecución, la transparencia y el proceso de descubrimiento de precios, y el logro de neutralidad en el tratamiento de los distintos mecanismos de negociación. Parece que los avances son aún escasos en estas cuestiones.

A dos años de su puesta en marcha, uno de los efectos esperados de la MiFID, que era la reducción de las tarifas de negociación, no es demasiado visible aún. No

hay evidencia de que los costes indirectos hayan bajado como consecuencia de haber más posibilidades de negociación (*spreads*). Esto también refleja una falta de transparencia y la mayor complejidad del entorno de negociación. Sólo los grandes participantes son capaces de obtener información sobre los diferentes mercados y sobre la existencia de los nuevos *pools* de liquidez. El lado comprador y los *dealers* pequeños o medianos están encontrando importantes dificultades de negociación por falta de información y escasa liquidez. Precisamente, éste era uno de los temores expresados ante la posibilidad de que compitieran múltiples centros de negociación: que la falta de capacidad de compilar información se tradujera en una fragmentación de la liquidez.

La MiFID ha introducido la obligación a los reguladores europeos de intercambiar información sobre las transacciones que se realizan a escala nacional, y sobre las que hay obligación de información. La autoridad competente del mercado relevante de un determinado producto financiero debe recibir toda la información sobre las transacciones realizadas por las entidades autorizadas en otros mercados o por otros mecanismos de negociación (28).

Tampoco la MiFID ha conseguido un terreno de juego neutral entre todos los participantes. Han aparecido numerosos centros de negociación, algunos con información disponible, pero otros no. Las reglas de juego para los mercados regulados y para los MTF son iguales, a pesar de que algunos tengan menor grado de transparencia prenegociación. Sin embargo, no se puede decir lo mismo de los mecanismos de negociación OTC, que no tienen obligaciones pretransparencia si no se han dado de alta como internalizadores sistemáticos. Un año después de la entrada en vigor de la MiFID sólo existen algo más de una decena de internalizadores sistemáticos, pero existen numerosos mecanismos de cruce de operaciones que quedan fuera de las reglas de transparencia de la MiFID. Esta situación implica que se está llevando a cabo el mismo tipo de actividad pero bajo diferentes reglas.

Además, muchos de los mecanismos de negociación están operados por firmas del lado vendedor. Estas pueden no sólo tener MTF, sino además hacer internacionalización y operar sistemas de cruces de operaciones OTC. Estas entidades tienen información sobre los flujos de mercado y sobre los precios, y pueden utilizar su posición para canalizar las operaciones hacia los mercados OTC, que es lo que más les beneficia. Esto implica un sesgo hacia la utilización de estos mecanismos y una merma en la neutralidad del sistema de negociación.

La necesidad de incrementar la supervisión de estas entidades es evidente si se quiere garantizar la neutralidad. La MiFID no proporciona instrumentos para con-

trolar estos sesgos de comportamiento o de conflictos de intereses. Las normas de «mejor ejecución» abordan parcialmente los conflictos con clientes, pero no los conflictos estructurales. Resulta algo paradójico que la autorización de la gestión de mecanismos de negociación por las entidades de servicios de inversión lleve a un sesgo similar al que tenían las bolsas de valores cuando eran sociedades mutualistas.

Por otro lado, parecen existir dudas sobre que se haya logrado mejorar el régimen de protección del inversor hasta el momento. En parte, ello se debe a la falta de información fácilmente disponible sobre las alternativas de negociación. También los inversores han experimentado una pérdida importante de información cuando se les comercializan productos que están admitidos a cotización en un mercado extranjero, para los que, por tanto, la información se encuentra en el país de origen y en el idioma del país o en inglés. Las empresas de inversión que comercializan los productos tienen obligación de informar detalladamente sobre éstos y, además, muchas veces es obligado registrar un resumen de las características de la emisión en el país donde se comercializa el producto, pero no cabe duda que hay una pérdida de información.

Tampoco parece que se esté realizando como debería el ajuste de la oferta de los productos al perfil de riesgo o a los conocimientos de los inversores. En muchas ocasiones, los tests presentan resultados que no reflejan la realidad de los clientes, sino que se ajustan para que los clientes puedan comprar productos complejos de riesgo. Los clientes pueden ser cómplices de este mal uso de los tests, dado que desean obtener las mayores rentabilidades que esos productos ofrecen. También puede que las entidades utilicen contratos con cláusulas de exención de responsabilidad por haber vendido productos a los clientes con más riesgo que el de su perfil. Algunas de estas malas prácticas pueden corregirse tras el efecto de escarmiento que ha supuesto la crisis, dado que muchos clientes se han hecho conscientes de que han aceptado productos que no comprendían e inversiones con riesgo que no deseaban, con el resultado de la pérdida del capital invertido en algunos casos.

En definitiva, se espera que se vaya logrando la mayor protección del inversor que busca la MiFID en la medida en que la gente vaya conociendo la norma y demandando de las entidades la adecuación de la oferta de servicios y productos a su perfil de riesgo, y la información sobre la política de mejor ejecución.

IV. LA INTEGRACIÓN FINANCIERA EN EUROPA

La crisis financiera ha frenado el proceso de integración financiera europea. En la década anterior al inicio

de la crisis se habían registrado avances importantes, puestos de manifiesto, entre otros indicadores, en la convergencia de los precios de los activos financieros en los diferentes mercados nacionales. Esto ha sido especialmente evidente en los mercados monetarios de bonos y de acciones. La integración también se ha puesto de relieve en el aumento de las operaciones transfronterizas de los mercados y de la actividad comercializadora de las entidades financieras.

Sin embargo, el aumento de la aversión al riesgo tras el estallido de la crisis ha producido un freno en el proceso de integración, una de cuyas manifestaciones ha sido la tendencia hacia la dispersión de los precios de activos similares en diferentes países. En el caso de los tipos de interés, especialmente en los de los préstamos interbancarios sin garantía, ello parece reflejar el temor al riesgo de contrapartida. La interpretación es que la inseguridad recíproca respecto a cuáles son las posiciones de las entidades financieras en los activos dañados ha provocado un descenso de las operaciones realizadas en el ámbito internacional y la vuelta a los respectivos mercados nacionales.

También los mercados de renta variable y de bonos han sufrido un retroceso en su internacionalización. En el caso de la deuda pública, el retraimiento de las inversiones de no residentes es indicativo de que se percibe un mayor riesgo país. Las noticias sobre el deterioro de la posición fiscal de cada país miembro de la Unión están llevando a una ampliación en los *spreads* de la rentabilidad de la deuda pública a diez años, que habían alcanzado una significativa convergencia en 2006.

No se queda atrás la actividad corporativa de las entidades financieras, que ha experimentado los efectos de la crisis, con una caída del número de fusiones y adquisiciones del 11 por 100 en 2008. Las escasas operaciones que se han producido se explican por las oportunidades de compra de negocios dañados por la crisis y, en muchos casos, han implicado una participación del sector público mediante inyecciones de capital. También se ha percibido un retroceso en la integración por la disminución del negocio captado por sucursales y filiales a favor del negocio nacional.

Aun en este entorno de crisis, se han producido algunos avances en la integración de los mercados financieros como consecuencia de la entrada en vigor de la MiFID a finales de 2007. Así, han aparecido nuevos MTF que se han introducido en el negocio de la intermediación financiera, logrando acaparar una significativa cuota de mercado. Por ejemplo Turquoise, Chi-X, BATS Europe, Nasdaq OMX Europe y Burgundy han logrado intermediar más del 8 por 100 del volumen negociado de la renta variable europea.

También se han producido avances en la integración de los sistemas de postcontratación, ya que muchas de las entidades que proporcionan esos servicios están llevando a cabo acuerdos de interconexión. Ahora la renta variable negociada en la Bolsa de Londres se puede compensar no sólo a través de LCH.Clearnet, sino también a través de SIS-X clear.

Por otro lado, en el caso del logro de la armonización de los pagos, la contribución del proyecto SEPA en 2008 (29) ha sido fundamental y cada vez se utiliza más para canalizar las transferencias bancarias. En el área de la liquidación de valores, caben destacarse los vínculos que se están estableciendo entre TS2 Securities y muchos depositarios centrales, y la integración en Euroclear Group de los depositarios de Suecia y Finlandia (30). La conexión de los depositarios centrales es un elemento crucial para la integración de los mercados de activos financieros.

El grado de integración financiera es muy inferior en el nivel de los servicios para los minoristas, que se enfrentan a importantes diferencias nacionales en cuanto a disponibilidad de productos, tipos de intermediarios y dispersión entre los precios de los servicios en los países. El avance ha sido muy limitado, y casi restringido a las mejoras en la posibilidad de pagos transfronterizos o al incremento en la oferta de productos y servicios procedente de la actividad transnacional de las entidades financieras. Sin embargo, la otra cara de este menor grado de integración alcanzado hasta la fecha es que la crisis no ha implicado mucho retroceso. El efecto más visible de la crisis ha sido la dispersión de los tipos de interés aplicados a los créditos, especialmente a las empresas no financieras o a los préstamos hipotecarios.

Otro aspecto de la integración de servicios minoristas, como son las tarifas cobradas por servicios financieros, también indica el escaso grado de avance. Sólo se ha producido una reducción de las tarifas relacionadas con el uso de servicios de pago, precisamente a raíz de la introducción del mecanismo de SEPA, que ha permitido la estandarización de los pagos dentro del área euro.

V. LA CRISIS Y LA REGULACIÓN FINANCIERA

El replanteamiento de diversas cuestiones sobre la regulación y la supervisión financiera se ha visto acelerado por la actual crisis. Es un hecho histórico que tras las crisis financieras el nivel de regulación tiende a aumentar. Cuando hay una buena situación económica y financiera se suelen generar presiones para relajar la regulación, de forma que se puedan aprovechar las oportunidades de negocio sin trabas, pero cuando surgen los problemas se elevan las voces pidiendo regulación

para corregir esos excesos e intervención pública para cubrir las pérdidas y evitar los riesgos sistémicos. Esto lleva a que la regulación tenga un comportamiento procíclico: es inferior a lo preciso en los momentos de auge y superior a lo deseable tras las crisis.

El último ciclo de expansión financiera y crisis ha seguido las mismas pautas y, desde diversos ámbitos, se han realizado análisis de los fallos y propuestas de reformas destinadas a corregir defectos del sistema que podrían haber contribuido a su generación o a su propagación. En el ámbito europeo, algunas de las cuestiones que se plantean ahora tras la crisis ya se habían puesto de manifiesto con la puesta en marcha de la MiFID, como son la ausencia de regulación de ciertos tipos de instituciones o la rapidez de la transmisión de los problemas entre entidades y países. Esta mayor complejidad e interrelación del sistema financiero europeo, y su facilidad para generar problemas de naturaleza sistémica, demandaban una revisión de la regulación y de la supervisión financiera.

Las propuestas que se están barajando desde diversos organismos internacionales contemplan tanto la necesidad de cubrir lagunas en la regulación, o ciertos defectos del diseño de regulaciones particulares, como la necesidad de contar con una supervisión financiera a nivel macroeconómico que cuente con sistemas de prevención de riesgos sistémicos y con protocolos de actuación en caso de producirse éstos. En torno a estos dos elementos han formulado propuestas el G 20, el Consejo de Estabilidad Financiera (31) o el Fondo Monetario Internacional, entre otros, a escala internacional. Las propuestas del G 20 cobran una importancia especial, ya que la crisis actual ha servido para formalizarlo (32) y para designarlo como el principal foro de cooperación económica, por su representatividad y por la agilidad de su forma de trabajo y de adopción de conclusiones.

Como partes de una respuesta necesaria a la crisis se han señalado la necesidad de impulsar la cooperación internacional en el diseño de políticas macro, la reforma de las instituciones financieras internacionales, el aumento de intercambio de información y el incremento de la transparencia. Además, los países han insistido en la necesidad de mejorar la supervisión financiera macroprudencial para evitar que se generen y alimenten situaciones de riesgo sistémico.

También se han señalado diversas modificaciones en regulaciones financieras, especialmente en cuestiones relacionadas con la gestión del riesgo asumido por las entidades. Como ejemplos de actuaciones en las que hay acuerdo, se pueden señalar:

— La necesidad de contar con enfoques globales respecto a la regulación de entidades cuyo ámbito es

internacional. Los enfoques nacionales son ineficientes porque pueden ser contradictorios y llevar a comportamientos de arbitraje regulatorio.

— Las agencias de *rating* han contribuido a la crisis debido a los conflictos de intereses que tienen y al uso que se hace de sus *ratings*, a veces impuesto por la regulación. Se ha puesto de manifiesto la conveniencia de que cuenten con una regulación ad hoc.

— Se deben revisar los requisitos de capital para los bancos, ya que se han mostrado inadecuados en el caso de algunas actividades bancarias y, por otra parte, su cómputo y su cumplimiento pueden agravar las tendencias cíclicas. Los productos complejos y las actividades de *trading* necesitan tener unos requisitos de capital apropiados.

— Las compensaciones de los altos directivos de las entidades financieras contribuyen a que se decidan políticas de actuación a muy corto plazo, con asunciones de riesgo excesivo.

En el ámbito europeo se han dado pasos para modificar la regulación de estas cuestiones. Así, se han propuesto regulaciones sobre las agencias de *rating* y sobre las gestoras de inversión alternativa, que no disponían de regulación previa y sobre las que la transparencia era inexistente. También se ha publicado una Recomendación sobre las remuneraciones en el sector financiero, de forma que se vinculen con los resultados a largo plazo y se desincentive la toma de riesgos excesivos. Se ha hecho una propuesta de modificación de la directiva de requisitos de capital para los bancos, que proporciona capacidad a las autoridades para sancionar las prácticas de remuneración no sensatas que incentiven el riesgo. Esta norma también incluye propuestas para que los bancos hagan una gestión efectiva del riesgo asociado con la re-titulación y con las políticas de remuneración. Otras cuestiones que contempla la propuesta son la provisión dinámica y la forma de abordar el apalancamiento y el riesgo de liquidez.

VI. EL NUEVO OBJETIVO DE SUPERVISIÓN FINANCIERA EN EUROPA

La crisis ha desvelado debilidades del sistema financiero que deben corregirse para asegurar que su evolución sea sólida. Entre los aspectos a mejorar destaca la necesidad de reformar la supervisión financiera, aumentar la transparencia en muchos mercados y reforzar, en general, la protección de los inversores. En el apartado anterior se señalaron las tendencias en las propuestas de reformas por los organismos internacionales, y en éste se destacan las propuestas referidas a la regulación y la supervisión financiera en Europa.

Tras la misma introducción de la MiFID se pusieron en evidencia diversas lagunas en la regulación, ya que ésta seguía sin adaptarse al marco de actuación de las entidades. Ya desde un primer momento, se planteó la necesidad de formar colegios de supervisores para los casos de las entidades que operaban trans-nacionalmente, pero existen otras cuestiones, como es el hecho de que entidades y mercados queden fuera de la regulación actual por ser OTC o por, simplemente, no estar contemplada su inclusión.

La Comisión Europea, desde el comienzo de 2009, realizó propuestas para modificar la arquitectura de supervisión financiera teniendo en cuenta la nueva realidad financiera, de forma que se adaptara mejor a la supervisión de los riesgos en toda la Unión, en particular, de los derivados de la operativa transfronteriza de las entidades financieras. El objetivo último de esta supervisión debía ser la promoción de la eficiencia y la estabilidad del sistema (33).

Un primer paso se dio en enero de 2009, con la decisión de la Comisión de reforzar los poderes de los tres comités europeos de supervisores y de aprobar su mecanismo de financiación. En febrero de 2009 se dio un mayor paso en la modificación de la supervisión europea con la publicación de las recomendaciones de un grupo de expertos bajo la dirección de Mr. De Larosière (2009).

La Comisión evaluó positivamente esas recomendaciones en su Comunicación del 4 de marzo y, con ellas como base, presentó en mayo de 2009 un esquema nuevo de arquitectura de supervisión financiera, que se adoptó por el Consejo Europeo en junio.

La nueva arquitectura de supervisión financiera se basa en la creación de dos nuevas instituciones. Por un lado, se establece un Sistema Europeo de Supervisores Financieros (ESFS), que es una red de supervisores financieros nacionales, que trabajarán junto con las autoridades supervisoras europeas, procedentes de la transformación de los supervisores existentes. Su objetivo será detectar de forma temprana los riesgos potenciales que se generan en un entorno complejo de mercados financieros internacionales y controlarlos antes de que se materialicen.

El nuevo sistema combinará la supervisión nacional de las entidades con actuaciones específicas en el ámbito europeo. La finalidad es promover la existencia de una normativa armonizada y una práctica supervisora coherente. La red de supervisores mejorará la consideración del punto de vista de los supervisores de destino en referencia a la estabilidad financiera y a políticas de protección del inversor.

Las autoridades supervisoras europeas tendrán capacidad para intervenir en caso de desacuerdo entre

supervisores de origen y de destino, emitir recomendaciones para solventar diferencias entre la regulación del país de origen y la del de destino, y llevar a cabo supervisión directa de entidades cuyo alcance sea pan-europeo, como es el caso de las agencias de *rating*. Podrán, además, imponer estándares técnicos, de forma que contribuyan a la armonización de normas y a la consecución de una normativa europea común en el sector financiero.

Un segundo elemento de la nueva estructura supervisora es la creación de un Consejo Europeo de Riesgo Sistémico (ESRB), cuya finalidad será vigilar y analizar los riesgos sobre la estabilidad del sistema financiero. Para ello, realizará «llamadas de atención temprana» de los riesgos y, además, podrá hacer recomendaciones sobre cómo abordarlos. Este organismo nace como respuesta a la necesidad, puesta de manifiesto en la crisis actual, de contar con una vigilancia de los riesgos sistémicos.

Esas recomendaciones del informe Larosière han ido tomando cuerpo a lo largo de 2009. En septiembre, la Comisión realizó su propuesta formal de supervisión europea con la base legislativa necesaria para el establecimiento del ESFS y del ESRB, lo que constituía una propuesta ómnibus de cambios en la legislación financiera sectorial (34). Estas propuestas están pendientes de aprobación formal por el Parlamento y el Consejo europeos, aunque todo apunta a que lo harán próximamente (35).

La rapidez de la aceptación de las propuestas del informe Larosière es indicativa del interés de la Unión Europea por solventar los fallos detectados en la supervisión financiera. Algunos de estos fallos se han manifestado con la actual crisis, pero otros ya se habían puesto en evidencia con la operativa transnacional de muchas entidades y con la integración de mercados y otras infraestructuras, en gran medida debido a las posibilidades abiertas con la MiFID.

Además, a finales de 2009 ha dado comienzo una revisión de la MiFID, una vez que se dispone de cierta perspectiva sobre la evolución de los mercados financieros desde su puesta en marcha. Aunque es evidente que la MiFID ha estimulado la competencia, no lo es menos que se ha producido una migración de la negociación hacia mecanismos no regulados, OTC. La revisión de esta normativa contribuirá a conocer si se ha deteriorado el proceso de formación de los precios o la integridad de los mercados.

VII. CONCLUSIONES

En este artículo se ha pretendido situar a la MiFID en la arquitectura de la regulación financiera europea y

señalar su papel en la consecución del objetivo de integración financiera.

La integración financiera es uno de los diversos aspectos de la constitución de un mercado único europeo, pero el proceso hacia su logro ha experimentado diferentes etapas. En una primera fase, los problemas eran de índole procedimental, ya que la producción normativa era muy lenta, de manera que las directivas aprobadas no respondían a la realidad de los mercados financieros. El FSAP fue la primera decisión para detallar la producción normativa de referencia, y la propuesta Lamfalussy estableció un proceso simple de regulación y supervisión financiera. Ambos, PSAF y propuesta Lamfalussy, fueron claves para acelerar el proceso de integración que venía demandándose por las fuerzas del mercado.

La MiFID es una de las directivas clave para la integración financiera. Es una directiva compleja, como lo señala el largo proceso necesario para su aprobación y para su implementación, y es novedosa, entre otras cuestiones, porque su enfoque es europeo. Establece los principios de competencia y de protección del inversor como elementos clave para configurar el mercado financiero europeo, y consolida la capacidad operativa en toda la Unión de las entidades de servicios financieros autorizadas por la autoridad competente de uno de sus países miembros.

La entrada en vigor de la MiFID ha coincidido con el estallido de la actual crisis financiera, con lo que la evaluación de sus efectos es difícil. Por una parte, se han producido movimientos en algunos segmentos de los mercados de valores, aprovechando las posibilidades abiertas por la MiFID, que contribuyen a la integración financiera. Pero, por otra parte, la atonía económica y financiera general y la mala situación de algunas entidades se han traducido en el repliegue de las actividades transnacionales y en la concentración en los mercados nacionales.

La crisis económica ha puesto de manifiesto diversas debilidades de la regulación y la supervisión financiera internacional, y han surgido propuestas de reforma desde los organismos internacionales. Se han señalado fallos en el funcionamiento de los mercados y en la regulación y supervisión. Las cuestiones a abordar se pueden clasificar en dos temas: necesidad de contar con una supervisión macro sobre los riesgos para la estabilidad financiera, y la necesidad de abordar lagunas en la regulación y supervisión de entidades específicas.

La Comisión Europea ha tomado ya iniciativas respecto algunas de las cuestiones planteadas, como la necesidad de regular la actividad de las agencias de *rating* o de limitar la remuneración de los directivos de

las entidades financieras. También ha sido muy activa en proponer reformas sobre la supervisión financiera europea, de forma que se abarque la previsión de los riesgos sistémicos a nivel macro y mejore (o se contemple) la supervisión de entidades que actúan de forma transfronteriza. Esta última cuestión ya se había empezado a manifestar con la operativa de grandes entidades financieras y con la integración de los mercados tras la MiFID.

Como se ha señalado en el artículo, en algunos casos los efectos observados de la MiFID no son los esperados en términos de la existencia de un mayor número de participantes en los mercados bajo las mismas reglas de juego, de forma que la competencia entre ellos lleve a la reducción de costes y a la mejora de las oportunidades para los inversores. No obstante, el tiempo pasado desde su introducción es poco, especialmente dado el contexto actual de crisis.

El énfasis actual de las propuestas legislativas de la Comisión se centra en la modificación de la arquitectura de supervisión financiera, cuya finalidad principal es prevenir la generación de inestabilidades sistémicas, pero que también aborda cuestiones de competencia de supervisión microfinanciera que se habían percibido con la aplicación de la MiFID, aunque la crisis ha contribuido a enfatizar su importancia.

Todavía queda mucho tiempo para que se puedan evaluar los efectos de la MiFID. El calendario vendrá impuesto por la salida de la crisis, como primera condición. Posteriormente, hay que esperar a que todos los participantes en los mercados financieros se vayan familiarizando con todos los aspectos regulados en la MiFID; es decir, que su efecto trascienda desde las grandes entidades, que ya actúan en un marco transnacional, a las pequeñas entidades y a los inversores, que aún no se benefician de la transparencia ni del mayor régimen de protección que da la norma.

NOTAS

(*) M.^a Nieves García Santos es Directora de Inversores de la CNMV. Este artículo refleja exclusivamente sus propias opiniones y no las de la institución donde presta sus servicios.

(1) Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28.1.2003 on insider trading and market manipulation.

(2) Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15.12.2004 on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC.

(3) Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4.11.2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC.

(4) Las iniciativas de «mejor regulación» o *better regulation*, tuvieron un empuje en 2005, con la publicación por la Comisión Europea de la comunicación: «Implementing the Community Lisbon programme: A strategy for the simplification of the regulatory environment», COM (2005) 535. En enero de 2009 se ha publicado «Third strategic review of Better Regulation in the European Union», COM (2009) 15.

(5) Adicionalmente a los tres objetivos señalados, el PASF recogía actuaciones que servían para el propósito general de fomento de la integración, como es el caso de la necesidad de eliminar los obstáculos fiscales. Se plantearon directivas sobre el tratamiento del ahorro transfronterizo, la fiscalidad de las pensiones o de los impuestos sobre productos financieros.

(6) «Informe final del grupo de expertos sobre la regulación de los mercados de valores europeos». Febrero 2001.

(7) Aunque fue novedosa su aplicación a nivel europeo, este proceso se asemeja al doble nivel normativo que suelen tener muchos países donde existen leyes y reglamentos, y donde unas normas son aprobadas por los parlamentos y otras por los gobiernos.

(8) La utilización de comités para acelerar el proceso de elaboración de normas no era extraño en la Unión Europea. Según el tratado constitutivo de la Unión, la Comisión tiene capacidad de desarrollar legislación a escala comunitaria si ha recibido delegación del Consejo (artículo 202, antiguo artículo 145). De hecho, cada acto legislativo especifica los poderes asignados a la Comisión y cómo ésta puede usarlos. Normalmente, los actos legislativos también señalan si la Comisión puede ser asistida por un comité, que es el procedimiento conocido como «comitología».

(9) Esta revisión se hizo con motivo de haberse cumplido ya más de la mitad del plazo del Plan. Se llevó a cabo en la reunión de la Comisión Europea con otras instituciones europeas y con gobiernos y reguladores nacionales en la Biblioteca Solvay, en Bruselas, el 22 de febrero. Aunque fue la primera reunión tras la aprobación por el Parlamento del procedimiento Lamfalussy, no había sido la primera revisión del PASF. La Comisión Europea publicó su primer informe de progreso del PSAF en noviembre de 1999. Hasta la actualidad se han llevado a cabo diez informes de progreso, el último en junio de 2004. Estos informes se pueden consultar en la página de la Dirección General de Mercado Interno de la UE:

europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/actionplan/index.htm

(10) Este comité sustituye al anterior «Comité Consultivo Bancario», que se había creado por la Directiva 200/12/CE de marzo de 2000, para asesorar a la Comisión Europea sobre el desarrollo de la legislación bancaria.

(11) Iniciativas de *better regulation*.

(12) Para evaluar el avance logrado gracias al PASF, la Comisión Europea formó cuatro grupos de expertos de los sectores bancario, de seguros, valores y de gestión de activos. Los primeros informes de esos grupos se publicaron en mayo de 2004. Dichos informes recogen las opiniones de los miembros del grupo sobre el grado de integración de los mercados financieros en Europa y las preocupaciones existentes sobre la aplicación del FSAP. Posteriormente, la Comisión realizó una consulta pública sobre las conclusiones de los grupos que finalizó en septiembre de 2004. Basado en esos informes y respuestas públicas, la Comisión publicó su informe evaluando la situación en noviembre de 2004.

(13) LONDON ECONOMICS, PRICEWATERHOUSECOOPERS y OXFORD ECONOMIC FORECASTING (2002). Demuestran que los costes de negociación son mayores cuando el tamaño del mercado es menor, hay menor actividad de negociación y hay mayor volatilidad.

(14) Ver CRA Internacional (2009). Este estudio de costes fue realizado mediante un survey entre 78 entidades financieras de todos los países de la Unión Europea, y se refería a seis directivas, consideradas fundamentales.

(15) *White Paper on Financial Services Policy 2005-2010*, 5.12.2005.

(16) El Informe Himalaya es un documento publicado por CESR en octubre 2004 con el título «Preliminary progress report: Which supervisory tools for the EU securities markets? An Analytical Paper by CESR». La denominación del mismo como «Himalaya» se debe al carácter de planteamiento fundamental de las cuestiones que plantea.

(17) El Informe Himalaya contemplaba un horizonte de cinco años.

(18) En este punto se planteaba el reto de definir y aplicar el papel del CESR en el nivel tres de Lamfalussy. La cooperación entre los supervisores podría mejorar si el CESR se convirtiera en un «supervisor de los supervisores nacionales» y sirviera para canalizar mecanismos de «presión mutua» (*peer review*). No obstante, este posible papel no parecía factible para algunos países de la Unión Europea.

(19) La supervisión de los mercados de valores es fundamentalmente competencia de los reguladores del país de origen donde la empresa tenga su sede, donde se haya autorizado a la ESI, reconocido al mercado o autorizada la UCIT.

(20) El Informe ponía como ejemplo que la creación de Euronext había requerido a los reguladores de los países participantes firmar MOU ad hoc sobre cómo los reguladores van a actuar y cómo se debe coordinar la supervisión de la Bolsa. Los reguladores que supervisan Euronext son «iguales», y cada uno de ellos tiene poder de veto sobre cualquier materia de la entidad regulada.

(21) Directiva 93/22/EEC

(22) En realidad, la MiFID siempre se consideraba como la «modernización de la DSI».

(23) La DSI definió como servicios de inversión: la recepción y transmisión de órdenes de clientes en relación con instrumentos financieros, la ejecución de órdenes de clientes, la negociación en instrumentos financieros por cuenta propia, la gestión de carteras según mandatos recibidos de los clientes, con contenido en instrumentos financieros, y el aseguramiento de emisiones de instrumentos financieros.

(24) En general, el término de mercados regulados se refería a las bolsas de valores, donde se negociaba la renta variable, pero los países podían haber reconocido como mercados regulados otros: de negociación de renta fija o de derivados.

(25) Directiva de la Comisión 2006/73/EC, de 10 de agosto, 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 n° 1287/2006, de 10 de agosto, implementando la Directiva 2004/39/EC, del Parlamento Europeo y del Consejo, referente a 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.

(26) MTF: *Multi-Trading Facility*.

(27) SON: Sistema Organizado de Negociación.

(28) Para este intercambio de información, los reguladores europeos utilizan el mecanismo TREM (*Transaction Reporting Exchange Mechanism*), establecido por el CESR. Sin embargo, la utilización de este mecanismo aún no es completa.

(29) SEPA: *Single Euro Payments Area*, fue lanzado el 21 de enero de 2008.

(30) Ya incorporaba a los de Francia, Holanda, Bélgica, Reino Unido, Irlanda y Portugal.

(31) Sustituye al Foro de Estabilidad Financiera y amplía sus miembros para incluir a Holanda, España y la Comisión Europea. Decisión tomada en la cumbre del G 20 en Pittsburg, en septiembre de 2009.

(32) Nació como foro informal tras las crisis de finales de los noventa con origen en los países del Sudeste asiático, Brasil y Rusia.

(33) Cada vez es más evidente que los negocios financieros dependen de entidades de ámbito pan-europeo. Alrededor de un 70 por 100 de los activos bancarios en la UE están en manos de 40 grupos bancarios cuya actividad es transfronteriza. No obstante, su actividad se combina con la de otras muchas entidades cuyo ámbito es puramente nacional. La solución tenía que ser mixta: continuar contando con las autoridades competentes nacionales y establecer colegios de supervisores para las entidades cuya operativa fuera transfronteriza, en las cuales participen las autoridades de los países donde se realice la actividad de las entidades.

(34) La Comisión presentó cuatro propuestas en septiembre: 1) «Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on Community macro prudential oversight of the financial system and establishing a European Systemic Risk Board», COM (2009) 499 final; 2) «Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council establishing a European Securities Market Authority», COM (2009) 503 final; 3) «Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council establishing a European Banking Authority», COM (2009) 501 final, y 4) «Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council establishing a European Insurance and Occupational Pensions Authority», COM (2009) 502 final. En octubre añadió una más: «Proposal for an Omnibus Directive amending various financial services sectoral Directives to specify the scope for exercise of certain of the powers of the European Supervisory Authorities to be created by the legislative proposal os september 2009», COM (2009) 576 final.

(35) El Consejo de Ministros de Economía de la Unión Europea (ECOFIN) aprobó el 2 de diciembre de 2009 el texto propuesto por la Comisión, con muy pocas modificaciones.

BIBLIOGRAFÍA

- CRA INTERNATIONAL (2009), *Evaluation of the Economic Impact of the FSAP*, marzo.
- DE LAROSIÈRE, J. (2009), *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU Report*, 5 de febrero.
- EUROPE ECONOMICS (2009), *Survey of the Cost of Compliance with Selected FSAP Measures*, enero.
- EUROPEAN COMMISSION (2009), «Commission Staff Working Document. European Financial Integration Report 2009», SEC(2009) 1702 final Bruselas 11.12.2009
- GARCÍA SANTOS, M.N. (2004), «La regulación de valores europea después del Plan de Acción», *Cuadernos de Información Económica*, número 181, FUNCAS, julio-agosto.
- (2005), «La nueva etapa en la integración de los servicios financieros en Europa», *Cuadernos de Información Económica*, nº 187, FUNCAS, julio-agosto.
- (2007), «MiFID: Un nuevo marco de competencia para los mercados de valores». *Revista de Estabilidad Financiera*, nº 12, mayo, Banco de España.
- (2007), «Los elementos clave de la MiFID», *Cuadernos de Información Económica*, nº 201, FUNCAS, noviembre-diciembre.
- (2009), «El futuro de la arquitectura financiera en Europa: el Informe Larosiére», *Cuadernos de Información Económica*, nº 210, FUNCAS, mayo-junio.
- LONDON ECONOMICS; PRINCewaterHOUSE COOPERS, y OXFORD ECONOMIC FORECASTING (2002), *Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets*, Final Report to the European Commission-Directorate-General for the Internal Market, noviembre.
- MARTÍNEZ PARERA, M., y RODRÍGUEZ QUEJIDO, V. (2009), «La nueva estructura de la supervisión europea», CNMV, *Boletín Trimestral*. IV.
- MCCREEVY, CH. (2008), «MiFID Conference», Bruselas, 13 de noviembre.
- (2009), «The future of regulation», *Scotland's Spring Lecture*, Edimburgo, 13 de mayo.

Ejes del mercado europeo de instrumentos financieros

M.^a de la Sierra Flores Doña

I. LA DIRECTIVA MIFID. UN ANTES Y UN DESPUÉS EN EL MERCADO EUROPEO DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS

1. Introducción

Desde el 1 de noviembre de 2007, la negociación y la prestación de servicios de inversión sobre instrumentos financieros en el ámbito de la Unión Europea se rigen por el Derecho común instaurado por la directiva de los mercados de instrumentos financieros, Directiva 2004/39/CE, de 21 de abril, más conocida como Directiva MiFID: *Markets in Financial Instruments Directive* (1). El texto representa una aplicación del método regulador de la Comunidad, instaurado por la técnica de construcción *Lamfalussy* (2). De acuerdo con este modelo, MiFID es una directiva del nivel 1 (o «de primer nivel»), en la que se establecen los principios generales de los distintos mercados operativos. Ésta se complementa con dos disposiciones de nivel 2: la primera, la Directiva 2006/49/CE, de 14 de junio, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito (3), modificada por la Directiva 2008/23/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de marzo de 2008 (4). La segunda, la Directiva 2006/73/CE, de 10 de agosto, relativa a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión (5) y el Reglamento (CE) 1287/2006, de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, relativo a las obligaciones de las empresas de inversión de llevar un registro, la información sobre las operaciones, la transparencia del mercado y la admisión a negociación de instrumentos financieros (6).

La MiFID amplía su ámbito de aplicación a todas las empresas de inversión, y las que mejor se adapten a este marco jurídico tendrán una importante ventaja en el nuevo entorno competitivo (Díaz Ruiz y Ruiz Bachs, 2008: 24). Existe un consenso generalizado acerca de que la MiFID tendrá un efecto mucho más limitado en

los mercados regulados que en las entidades de servicios e inversión (ESI) (Casey y Lanoo, 2006). Es previsible que los mercados regulados sigan siendo los proveedores principales de liquidez y de formación de precios» (Alonso, 2007: 29). En el plano sustantivo material introduce cambios sustanciales en el mercado de servicios de inversión sobre instrumentos financieros y en la tutela del interés del cliente inversor (7).

Ya desde su promulgación se avanzaron los importantes retos que la MiFID presentaba para los mercados, los supervisores y las entidades. Estas últimas tendrían que adecuar su estructura organizativa y de gobierno, al tiempo que tendrían que orientar su política a la creación de una cultura general de control de riesgo (8). Paradójicamente, la restricción de la potestad normativa de los estados miembros establecida en la Directiva bascula con la relativa autorreglamentación reconocida a las entidades de inversión (9), y de ahí su mayor fortaleza en el clausulado de condiciones generales que sirvan de base a la relación contractual con sus clientes, tal y como comienza a despuntarse en la práctica más reciente. De modo similar, la generalidad de muchas de las reglas dispuestas en la MiFID conlleva indefiniciones e incertidumbres en su aplicación nacional, que acaban por elevar los costes de las inversiones y sembrar desconfianza en el mercado (Riera *et al.*, 2007: 65). Algunos de estos inconvenientes podrían superarse mediante el ejercicio de las potestades administrativas reconocidas a los supervisores nacionales; sobre todo a través del establecimiento de reglas que aseguren su actuación homogénea, evitando las indeseables ventajas competitivas entre entidades situadas en distintas jurisdicciones (10).

Los acontecimientos mundiales han precipitado el tiempo de vigencia de la MiFID, pues la regulación europea habrá de reorientarse según las grandes líneas marcadas no sólo por los centros de decisión europea, sino también por la regulación federal de los mercados

financieros en los Estados Unidos que se derive de la reforma en curso.

2. Génesis y perspectivas de la Directiva MiFID relativa a los mercados financieros o sobre servicios de inversión

Por la Directiva de mercados financieros o de los servicios de inversión (2004/39/CE, de 21 de abril) se crea el mercado financiero europeo (11). En este último se comprenden varios sistemas de negociación de instrumentos financieros, de carácter descentralizado. Pero todos coinciden en ser regulados por un conjunto de normas comunes y equivalentes en el ámbito de la Comunidad Europea, en lo que concierne a las entidades de servicios de inversión (ESI) y al régimen de los negocios que versen sobre instrumentos financieros.

La Directiva MiFID se integra en el Plan de Acción de servicios financieros (PASF). Sus antecedentes se sitúan en la Comunicación de la Comisión de 11 de mayo de 1999, sobre la «Aplicación del marco de acción para los servicios financieros: Plan de acción [COM (1999) 232 final] (12). Los objetivos estratégicos de la Comunicación eran tres: a) crear un mercado único de los servicios financieros al por mayor (13); b) que los mercados minoristas fuesen accesibles y seguros (14), y c) fortalecer las normas de supervisión cautelar. En el año 2005 se ultima el PASF, el cual constituye uno de los motores del desarrollo del mercado de capital europeo, por cuanto que se enmarcaba, a su vez, en el «Plan para avanzar» dentro del «Programa para la modernización del Derecho de sociedades y moralización de la gobernanza empresarial (15). En efecto, en la Comunicación de la Comisión de 21 de mayo de 2003, al Consejo y al Parlamento Europeo, sobre «Modernización del Derecho de sociedades y mejora de la gobernanza empresarial en la Unión europea» [COM (2003) 284], se destaca, que el Derecho armonizado debe renovarse y modificarse, de acuerdo con los cambios sentidos en las ideas sociopolíticas imperantes en la realidad socioeconómica del mercado interior (16). En este sentido, la creciente tendencia de las relaciones transnacionales en el seno del mercado interior, la integración continua de los mercados de capital europeos, el desarrollo de las tecnologías de la información y la comunicación, y la progresiva ampliación de la UE a nuevos estados miembros necesitaba respuestas políticas a corto, medio y largo plazo, así como de instrumentos técnicos adecuados. En cuanto a los fundamentos políticos, la Comisión consideró prioritario combinar la aspiración económica de mayor eficacia y competitividad empresarial con la exigencia jurídica de tutelar los derechos de los asociados y de los terceros (17). En la articulación técnica de estos objetivos políticos se

seguiría un modelo mixto, en el que la rigidez de las normas comunes y básicas se acompañaría de disposiciones flexibles, de acuerdo con la evolución de la normativa internacional.

En la regulación europea interferirá la futura ordenación del mercado financiero estadounidense (banca, Bolsa, seguros), impulsada por el Presidente Obama (*Obama Administration Legislative Package*), como respuesta a la crisis financiera iniciada en EE. UU. y actualmente en un vivo proceso de debate: «Nueva fundación: reconstrucción de la supervisión y regulación financiera» (*A new foundation: rebuilding financial supervision and regulation*), también impulsado por él (18).

3. Estructura y contenido de la Directiva. Relaciones con el sistema anterior

En la Directiva MiFID y sus disposiciones de desarrollo pueden distinguirse los siguientes tres bloques normativos.

1) El relativo a los centros de ejecución de órdenes. En el nuevo marco legislativo, los mercados regulados, representados por las tradicionales bolsas de valores, coexisten con los nuevos sistemas multilaterales de negociación e internalización sistemática.

2) El representado por los parámetros operativos en los centros de ejecución, con objeto de paliar los efectos negativos de la fragmentación. En este bloque resaltan las medidas tendentes a preservar la integridad del mercado.

3) Las disposiciones encaminadas a la protección del inversor, principalmente las obligaciones de transparencia previa y posterior a la negociación, la declaración de operaciones y demás obligaciones de mejor ejecución de órdenes y la política de gestión de los conflictos de interés entre las entidades y sus clientes.

Estos grupos normativos se integran en los cinco títulos, con sus respectivos capítulos y setenta y un artículos que comprende la Directiva. En el título I, relativo al *Ámbito de aplicación y definiciones* (arts. 1-4) hay que destacar: a) el ámbito de aplicación objetiva a los nuevos sistemas de negociación y mercados en los que podrán celebrarse operaciones y negocios que versen sobre un amplio catálogo de instrumentos financieros, b) la compleja y amplia lista de exclusiones (art. 2.1, letras a-n) y de excepciones facultativas autorizadas a los legisladores nacionales (artículo 3), y c) el catálogo de definiciones básicas del art. 4 (1-31) se complementa con las definiciones del artículo 2 de la Directiva 2006/73/CE, de la Comisión, de 10 de agosto de 2006 (19).

El *ámbito subjetivo* de la Directiva se distribuye entre el título I (arts. 1 y 2), el título II, relativo a la autorización y funcionamiento de las empresas de inversión o de servicios e inversión, en la versión española (ESI) (arts. 5-35) y el título III, que se ocupa de las normas de conducta de las ESI y el desenvolvimiento de éstas en la relación de las entidades con sus clientes (arts. 36-47). La actividad relacionada con los servicios de inversión se somete a los requisitos de autorización y procedimiento establecidos en el capítulo I (arts. 5-15). Asimismo, los capítulos II y III se ocupan de las condiciones de funcionamiento y los derechos de las empresas de servicios e inversión (arts. 16-35). En cuanto a la proyección de las normas de conducta de las ESI en su relación con su cliente, hay que destacar que el número de los deberes que se impone a las ESI y el nivel de su exigencia se condiciona al tipo de cliente (profesional o no, contraparte elegible) y, en menor medida, a la clase de servicio o de instrumento financiero sobre los que versen los respectivos negocios (arts. 19-25). Entre otras obligaciones, hay que señalar la de informar al cliente en todo el proceso de contratación en sentido amplio (publicidad y contratación) (art. 19) y la de gestionar el negocio en interés del cliente. Las directrices a seguir en el registro de las operaciones y en la actuación de la ESI se establecen en los arts. 21 y 22. El articulado se complementa con la regla de distribución de la responsabilidad entre las entidades en los supuestos de negocios realizados indirectamente por una ESI (art. 20).

La *negociación de instrumentos financieros* puede realizarse en mercados regulados (título III, arts. 36-47), Sistema multilateral de negociación (SMN) (arts. 14, 26) e internalizador sistemático (art. 27). El título IV de la Directiva se refiere a la *autoridad competente*, es decir, la autoridad pública-administrativa, designada por los estados miembros, en quien recaen las funciones del control y la supervisión del mercado de instrumentos financieros, estableciendo las correspondientes normas de actuación. Junto a las exigencias y procedimiento para la designación de la indicada autoridad, se establece el contenido de las potestades y las reglas para recurrir las resoluciones que emitan (capítulo I, artículos 48-55), así como las directrices que los estados miembros han de seguir en materia de cooperación entre las autoridades competente en el seno del mercado interior (arts. 56-62) y con terceros países (artículo 63). En el título V se comprenden las *disposiciones finales*. Entre ellas, la obligatoria incorporación de los mandatos de la Directiva a los ordenamientos nacionales hasta el 30 de abril de 2006, así como las reglas y procedimiento a los que se somete la modificación y revisión de la Directiva (arts. 64-71).

La comparación de la Directiva MiFID y el régimen precedente manifiesta su mayor ámbito de aplicación. En este sentido el incremento del número de inverso-

res, de servicios y de instrumentos en los mercados financieros constituye uno de los fundamentos políticos de la Directiva 2004/39/CE, respecto de su precedente, a la que sustituye, la Directiva 93/22/CEE (20). La regulación por principios en la que se orienta la MiFID significa su relativa flexibilidad, en el sentido de que el legislador comunitario ofrece varias posibilidades a las entidades para conseguir los resultados establecidos en sus normas, por lo que las disposiciones MiFID no contienen una única solución para las respectivas materias reguladas en ella (21). Así, por ejemplo, al referirse a la organización interna de las entidades, la Directiva repite que en su aplicación habrá que tener en cuenta la «naturaleza, escala y complejidad de sus actividades, y la naturaleza y gama de sus servicios y actividades de inversión» con criterios de proporcionalidad y eficacia. Igualmente, en el «ámbito de las normas de conducta la MiFID exige la adopción de medidas razonables para obtener el mejor resultado» (AA.VV., 2007: 6). Por último, con la Directiva del mercado único europeo de servicios financieros incide la Directiva relativa a los servicios financieros a distancia, con lo que se «pone de manifiesto la urgencia de acotar y clarificar las cuestiones que afectan a las materias de gran calado, especialmente en el ámbito de las normas de conducta que deben ser respetadas por los intermediarios financieros y servir de medio adecuado para la protección de los intereses de los inversores, elementos claves del sistema» (Riera *et al.*, 2007: 67).

4. Transposición de la Directiva a los ordenamientos nacionales

El sector financiero europeo y el español se enfrentaban a un importante desafío, ya que la transposición de la Directiva mutaría muchas de las pautas de comportamiento conocidas hasta entonces. En relación con su introducción en el Derecho español, se anunció que la aplicación de la MiFID debería significar: a) la desaparición de las medidas proteccionistas de nuestro mercado; b) la creación de sistemas de ejecución de órdenes por las entidades de crédito; c) la apertura de un universo a la comercialización de productos financieros, y d) la obligación de los bancos y demás prestadores de servicios de inversión de publicar su política de gestión de los conflictos de interés (22). Todo ello, sin olvidar el objetivo final de elevar la competitividad de nuestro mercado, conservando el elevado nivel de protección del inversor (23). Las distintas leyes de transposición de la MiFID se han producido en sucesivas reformas nacionales, si bien aún quedan estados que no han remitido la oportuna notificación a las instancias europeas (24).

El distinto grado de avance de los diferentes países miembros, en cuanto a la incorporación de los dos nive-

les de MiFID a las distintas sensibilidades y enfoques de uno de ellos hacia los aspectos trascendentales de la nueva normativa, plantea algunas dudas de uniformidad necesaria para un mercado único, competitivo, de servicios financieros a escala global. Avanzar de manera significativa y rápida en la adopción y aprobación de las disposiciones legales necesarias para la incorporación de la Directiva constituye un objetivo prioritario, e inmediato, por parte de los distintos países, como lo es también una aproximación uniforme sobre aquellos márgenes interpretativos que permite la nueva normativa (Riera *et al.*, 2007: 63).

II. EL PRINCIPIO DE ARMONIZACIÓN PLENA Y EL PROTAGONISMO REGULADOR DEL COMITÉ EUROPEO DE REGULADORES DE VALORES

1. Mayor uniformidad del Derecho en el mercado interior y menor poder normativo de los estados miembros

La Directiva MiFID espera alcanzar un mercado financiero integrado y regulado por normas comunes, con independencia del país de la Comunidad en que se autoricen las empresas de inversión. De aquí, el principio de armonización plena respecto de las materias tratadas en ella y la sujeción de los estados miembros al contenido reglado por las instancias europeas, de conformidad con el objetivo de «legislar mejor» que prioriza la última generación de los textos comunitarios.

En el plano técnico formal, la regulación europea del mercado de instrumentos financieros se realiza en los cuatro niveles propuestos en el informe final emitido por el Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR: *Comité of European Securities Regulators*) (25). De esta manera se incorporaba el sistema técnico de elaboración adoptado en el Informe Lamfalussy para los textos reguladores del mercado interior, tal y como hicieron sus precedentes, como las directivas de transparencia (2004/109/CE) o abuso del mercado (2003/71/CE). Así, la Directiva MiFID es una directiva marco, cuyos principios generales se sitúan en el nivel 1. El desarrollo técnico de las directivas pertenece al nivel 2, y se realizará por el procedimiento de comitología, entre la Comisión y el Comité de Reguladores (art. 64 Directiva). A este nivel pertenece la Directiva 2006/49/CE, de 14 de junio, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito. El tercer nivel se refiere a las normas de implementación nacional (artículos 70, 72 y 73) (26), y el cuarto con las disposiciones para la aplicación y de cumplimiento (*enforcement*). De esta manera, se advierte que la regulación de primer nivel basada en principios implica, que la actuación del legislador comunitario se completa con otras iniciativas reguladoras de distinto rango (27).

La MiFID es una Directiva de máximos (art. 4), dirigida a garantizar que la transposición sea homogénea (28). Esta homogeneización debería proyectarse también en los criterios interpretativos y los controles de la Comisión, a través de los niveles 3 y 4 (29). De esta manera, los estados miembros ven sometida su actuación nacional a detalladas justificaciones adicionales en las normativas de transposición (30). A estos propósitos de mayor uniformidad responden, entre otras, la necesidad de que los estados miembros notifiquen a la Comisión las exigencias adicionales introducidas en sus respectivas leyes de transposición de la Directiva MiFID (art. 4) o la actualización y adaptación de la Directiva por la Comisión, auxiliada por el Comité de Mercado de Valores (art. 6). Desde las instancias europeas se ha señalado la necesidad de que los estados miembros no sobrepasen el nivel de regulación dispuesto por la MiFID; pues la sobrerregulación, o *gold plating*, rompería el principio de igualdad de oportunidades (*level playing field*) entre los mercados de los estados miembros (Riera, *et al.*, 2007: 64).

Paradójicamente, la reducción del poder normativo de los estados miembros (por el nivel 1) se ha visto contrarrestada con la ampliación del poder regulatorio de las entidades financieras, y no sólo por el protagonismo de éstas o sus asociaciones en el proceso legislativo, sino también por el juego de la autorregulación que se les reconoce en su actividad financiera (organización, relaciones con clientes y normas de conducta) (Hernández Aler y Álvarez, 2007: 205-206). Esta actitud activa de las entidades financieras contribuirá a transformar en verdaderas oportunidades de negocio las modificaciones regulatorias que han de acometer; tal es el caso, por ejemplo, de la necesidad de que el cliente contribuya en los costes que implica a las entidades financieras la implementación de la MiFID y, para ello, la necesidad de transitar hacia un cambio de cultura financiera (31).

2. La comitología como modelo del desarrollo técnico y actualización de la Directiva

«El proceso Lamfalussy otorga al Comité Europeo de Reguladores de Valores [...] un papel muy destacado en la armonización de las distintas transposiciones a los regímenes nacionales mediante la emisión de recomendaciones de nivel 3 (32). En este punto conviene aclarar que el resultado de estos trabajos de nivel 3 del CESR no constituye legislación europea y no requerirá ser transpuesto a ninguna normativa nacional. De igual modo, carecerá de valor normativo efectivo, y su incumplimiento no podrá ser objeto de sanción. Las recomendaciones de nivel 3 del CESR se configuran esencialmente como guías para orientar a la industria financiera europea a la hora de cumplir con los requisitos de la MiFID» (Alonso, 2007: 74).

A este procedimiento de comitología se recurre, entre otras materias, para el establecimiento de las directrices de la política empresarial de conflictos de interés (art. 18.3 Directiva MiFID). También respecto de las medidas de garantía para el cumplimiento de las medidas de ejecución (art. 19.10 Directiva MiFID).

3. Experiencia. Límites y reflexiones respecto de la pretendida mejor regulación del mercado interior (*better regulation o high level regulation*)

En el debate sobre la regulación por principios, se afirma que este sistema eleva la complejidad de los desarrollos nacionales, estimula una mejor regulación y reconoce mayor flexibilidad a las entidades financieras. En efecto, los legisladores nacionales han de esforzarse por elaborar disposiciones claras y entendibles por sus destinatarios; por lo que, a medio-largo plazo, se alcanza una mejor regulación. Asimismo, las diferentes alternativas de cumplimiento contempladas en los principios exige una mayor reflexión por parte de la entidad financiera que el automatismo propio de unas exigencias concretas. La mayor flexibilidad a favor de las entidades financieras permite a éstas alinear su interés de buenas prácticas de cumplimiento normativo con sus intereses comerciales (33). De este modo, la regulación por principios de la MiFID contribuirá a una mejor regulación por parte de los legisladores nacionales (*better regulation o high level regulation*) y a un menor coste de cumplimiento (*compliance costs*) (34).

Tras las primeras experiencias a favor del método Lamfalussy se destaca: a) el mayor protagonismo de las entidades financieras en la elaboración de las normas relacionadas con su actividad empresarial; b) la mayor celeridad en el procedimiento legislativo comunitario; c) un grado superior de armonización efectiva, lo que favorece la aplicación uniforme de las normas en los países de la Unión (35).

En cambio, el análisis del impacto de la regulación financiera (36) muestra algunos inconvenientes. En primer lugar, se advierte una relación desproporcionada entre costes y beneficios (37). Tal es el caso del agotamiento del CESR (38), provocado por su excesiva labor normativa y la escasa aportación obtenida de las consultas a, y de la asistencia y participación de, los representantes de inversores minoristas (39). A este respecto, se señala, que «la gran densidad regulatoria plantea numerosos problemas a las entidades y conlleva costes relevantes para la industria, frente a unas expectativas de futuras ventajas cuya materialización tardará en concretarse». Por ello, se considera que «un detenido análisis de impacto de las nuevas propuestas legislativas, en el marco del proceso de consultas del procedi-

miento Lamfalussy permitirá legislar mejor y no incrementar los costes de transacción para las empresas comunitarias» (40). El propio Lamfalussy ha mostrado su preocupación por esta situación y ha señalado que debe ser gestionada cuidadosamente. Igualmente, el Consejo Económico y Social Europeo ha recomendado que las normas de desarrollo del PASF se aprueben tras un análisis coste-beneficio de su impacto sobre la industria.

En segundo lugar, se plantean dudas sobre la uniformidad legislativa alcanzada, pues el conjunto normativo del mercado de instrumentos financieros comunitario (directivas y trabajos de los grupos de expertos) y nacional se traduce en múltiples disposiciones y diferentes líneas interpretativas de los términos, lo que puede suponer un indeseable obstáculo para alcanzar el objetivo común. A estos efectos, se indica la necesidad de proceder a la determinación armonizada de los productos complejos *versus* no complejos. Asimismo, el significado y alcance del término «comercialización» en el marco de la MiFID se precisa para aplicar el juego del test de idoneidad y adecuación (41) según la actividad de inversión desarrollada (42). La concreción de las condiciones para el régimen de «mejor ejecución» en determinados instrumentos financieros que no cuentan con regímenes homogéneos de consolidación y publicación de información (incluyendo aquellos productos personalizados a las necesidades del cliente). Los criterios de transparencia aplicables a los referidos por la Directiva como «incentivos» (*inducements*) (43) en la cadena de valor de la distribución de productos MiFID (Riera *et al.*, 2007: 68). Estas diferencias conllevarán serias dificultades que el legislador europeo deberá tratar con cierta urgencia si desea evitar que supongan obstáculos insalvables para el objetivo de alcanzar un mercado único de servicios financieros.

El gran objetivo de la uniformidad en los mercados de servicios financieros es loable, pero está lejos de ser alcanzable a corto plazo. Por ello es necesario continuar los esfuerzos de implantación de la Directiva MiFID, que las entidades financieras están desarrollando, y que contribuirá a una convergencia mayor, al menos entre los prestadores de servicios de inversión, y que necesariamente será la base de un futuro mercado único de servicios financieros a escala europea en beneficio de consumidores e inversores (44). En el ámbito del Derecho privado, el mayor poder de autorreglamentación reconocido a las entidades de servicios e inversión exigirá una mayor vigilancia de los clausulados que se elaboren para regular los contratos con los clientes, sobre todo de las cláusulas que impliquen la exoneración y limitación de responsabilidad por parte de la entidad que elabore o utilice el formulario de condiciones generales que gobierne la relación contractual con los clientes, especialmente en el caso de los clientes minoristas y no profesionales.

III. UNA VISIÓN DE LA ORGANIZACIÓN, EL FUNCIONAMIENTO Y LA SUPERVISIÓN DEL MERCADO

El incremento de los sujetos, objetos y sistemas de negociación en el mercado integrado de instrumentos financieros constituye el foco de atención de la Directiva MiFID. En esta línea, el legislador comunitario dice: «En los últimos años ha aumentado el número de inversores que participan en los mercados financieros, donde encuentran una gama mucho más compleja de servicios e instrumentos. Esta evolución aconseja ampliar el marco jurídico comunitario, que debe recoger toda esa gama de actividades al servicio del inversor. A tal fin, conviene alcanzar el grado de armonización necesario para ofrecer a los inversores un alto nivel de protección y permitir que las empresas de inversión presten servicios en toda la Comunidad, ya que se trata de un mercado único, tomando como base la supervisión del país de origen. En vista de lo anterior, la Directiva 93/22/CEE debe ser sustituida por una nueva Directiva» [considerando (2)] (45).

1. Sujetos: El empresario o profesional y el cliente

El empresario o profesional y el cliente son los sujetos entre los que se establecen las relaciones que se desarrollan en el mercado de instrumentos financieros. El legislador se refiere a los primeros con la denominación genérica de *empresas de inversión*, mientras que para el segundo elige el término de *cliente*.

1.1. *Empresas de inversión, entidades de crédito, y demás entidades autorizadas para realizar actividades o prestación de servicios de inversión y asesoramiento*

La Directiva MiFID se aplica a las empresas de inversión (art. 1.1); es decir, a *toda persona jurídica cuya profesión o actividad habituales consisten en prestar uno o más servicios de inversión sobre instrumentos financieros o en realizar una o más actividades de inversión con carácter profesional a terceros en relación con instrumentos financieros* (art. 4.1). Dentro de las empresas de inversión permanecen las sociedades de valores, agencias de valores y sociedades gestoras de carteras. A su lado, la Directiva incluye a las empresas de asesoramiento de servicios de inversión, para referirse a las empresas que tienen restringido el ámbito de su actividad a recomendaciones personalizadas sobre estructura del capital, estrategia industrial y cuestiones afines, así como el asesoramiento y demás servicios en relación con fusiones y adquisiciones de empresas y la elaboración de informes de inversiones y análisis financieros u otras formas de recomendación general relativa a

las operaciones sobre instrumentos financieros (Díaz Ruiz y Ruiz Bachs, 2008: 21).

Las empresas de asesoramiento incluidas por la reforma española del mercado de valores (Ley 47/2007) gozan de un régimen menos estricto que las ESI en cuanto a los requisitos para el acceso y desarrollo de la actividad. Por ejemplo, sus titulares podrán ser personas físicas o jurídicas (46), adoptando, en este último caso, cualquier forma societaria de organización; puede, designar un administrador único, no tienen que adherirse al Fondo de Garantía de Inversiones y no estarán sometidas a los requisitos financieros que se aplican al resto de empresas de servicios de inversión (Díaz Ruiz y Ruiz Bachs, 2008: 21).

La MiFID autoriza a las empresas de inversión a prestar sus servicios mediante agentes o intermediarios. De conformidad con el artículo 20, la designación de los agentes puede realizarse con propósito promocional o de realización de negocios relacionados con uno o varios servicios de inversión, *en nombre y por cuenta de la empresa* (47). A estos efectos, se indica que las empresas de inversión pueden designar a agentes autorizados en otros estados de la Unión Europea; los cuales, a su vez, podrán actuar, con carácter exclusivo para una empresa de inversión o para varias del mismo grupo (48).

En virtud de la opción reconocida por la MiFID a los estados miembros de considerar a los asesores financieros que cumplieran ciertos requisitos como empresas de servicios de inversión o bien someterlos a una normativa nacional, la Ley 47/2007 se inclina por la primera posibilidad, e introduce la nueva figura de la empresa de asesoramiento financiero (EAFI) en el Derecho español, con el fin de integrar en ella el conjunto de asesores financieros existentes en el mercado nacional y, de este modo, legalizar este colectivo, ausente hasta ahora de requisitos de autorización para esta figura. Ello no obstante, no eximirá a la CNMV de la vigilancia del cumplimiento, de la supervisión y la sanción de las faltas que se detecten» (49).

La aplicación de la Directiva a las entidades de crédito se restringe en un doble ámbito subjetivo-objetivo, pues sólo se aplica a las entidades de crédito que estén autorizadas con arreglo a la Directiva 2000/12/CE (50), y su aplicación se limita a los preceptos enunciados en el artículo segundo, apartado 2, relacionados con la prestación de uno-varios servicios o una-varias actividades de inversión (art. 2, apartado 2), cumplimiento de las obligaciones relativas a los sistemas de indemnización de los inversores (art. 11), observancia de los requisitos de organización, *status* (llevar a un registro, deber de diligencia, y normas de actuación o conducta) (art. 13), establecimiento de normas y procedimientos

transparentes y no discrecionales en relación con la gestión de un Sistema Multilateral de Negociación (art. 14), condiciones de funcionamiento aplicables a las empresas de inversión (capítulo II del título II, excepto el párrafo segundo del apartado 2 del artículo 23 —agente vinculado—), acceso y ejercicio de la prestación de servicios y actividades de inversión (capítulo III del título II, excepto los apartados 2 a 4 del artículo 31 y los apartados 2 a 6, 8 y 9 del artículo 32), autoridad competente de supervisión (artículos 48 a 53, 57, 61 y 62), disposiciones transitorias para las empresas de inversión (apartado 1 del artículo 71).

La MiFID establece un amplio cuadro de excepciones obligatorias y excepciones facultativas condicionales (51). En relación con la banca y los seguros, se señala que en todos y cada uno de los supuestos que caen fuera de la Directiva resultan aplicables otras normas europeas o nacionales que garantizan a los clientes de servicios financieros unos estándares adecuados de protección, siempre bajo la tutela de los organismos supervisores que, en cada caso, son competentes (AA.VV., 2007: 24).

La exclusión del ámbito de aplicación de la Directiva reseñada en el art. 2.1 se refiere a supuestos en los que están ausentes una o varias de las exigencias que concurren en las empresas de inversión. Es el caso de las «empresas de seguros», las que ejerzan las actividades de reaseguro y de retrocesión (art. 2.1. letra a), quienes realicen una actividad económica distinta de los servicios de inversión, de las personas que presten servicios de inversión exclusivamente a sus empresas matrices, a sus filiales o a otras filiales de sus empresas matrices, cuya actividad o servicio de inversión no sería hacia el mercado, sino que tendría carácter estrictamente interno o intragrupo (art. 2.1. letra b), o el caso en que la actividad o servicio de inversión presente un carácter accesorio o auxiliar de la actividad principal (art. 2.1. letra c). Tanto el carácter auxiliar de la actividad o servicio de inversión respecto de otro principal como su realización de forma accesoria se decidirá por la Comisión, asistida por el Comité de Expertos, a través del procedimiento de comitología, atendiendo a la evolución de los mercados financieros y asegurando la aplicación uniforme de la Directiva (art. 2.3). La Directiva tampoco se aplicará a las personas que realicen el servicio o actividad con negocios para sí mismos (art. 2.1. letra d), o consistente en la gestión de sistemas de participación de los trabajadores (art. 2.1. letra e); las personas que presten servicios de inversión que consistan únicamente en la gestión de sistemas de participación de trabajadores y en la prestación de servicios de inversión exclusivamente a sus empresas matrices (art. 2.2).

En cuanto a las excepciones facultativas, se reconoce a favor del estado miembro de origen una potestad de excluir la aplicación de la normativa, de carácter con-

dicionado al cumplimiento de las exigencias, en el art. 3. Así, a las personas que no estén autorizadas a realizar a escala nacional las siguientes actividades o servicios: tener fondos o valores de clientes, prestar servicios de inversión o realizarlos a determinadas personas o en ciertos supuestos. En consecuencia, las personas excluidas no «podrán acogerse a la libertad de prestación de servicios o actividades ni establecer sucursales conforme a lo dispuesto en los artículos 31 y 32, respectivamente» (art. 3.2).

La materia relativa a la protección de los consumidores tiende a regularse de manera común y armonizada en los tres sectores de la actividad financiera: banca, seguros y valores. Se pretende con ello ofrecer unas garantías similares a los clientes de las entidades que se encuadran en cada uno de estos sectores. En esa línea puede indicarse, entre otras, la Directiva sobre comercialización a distancia de servicios financieros a consumidores (2000/65/CE, de 23 de septiembre) (52). Sería deseable que la MiFID no supusiera la quiebra, en la práctica, de un cierto *level playing field* para los productos financieros que funcionan como sustitutivos entre sí. Por ello, los reguladores y supervisores locales y comunitarios han de trabajar en esta línea armonizadora entre sectores, pero sin caer en el error de pretender atraer hacia uno de los sectores considerados (valores) productos que pertenecen a otro de los referidos sectores» (AA.VV., 2007: 34).

1.2. *El cliente o destinatario de la prestación de servicios de asesoramiento o inversión: cliente minorista, cliente profesional y contraparte elegible*

El cliente es «toda persona física o jurídica a quien una empresa de inversión presta servicios de inversión o servicios auxiliares» (art. 4.1. 14 Directiva). La genérica referencia al término «presta» ha llevado a precisar la definición legal del cliente como aquél que, ya sea individualmente o dentro de un grupo, recibe servicios de inversión en virtud de un acuerdo o contrato con la entidad financiera que se los presta» (AA.VV., 2007: 26). Atendiendo a la operativa financiera, el cliente sería la parte del contrato que ordena a la entidad de inversión, el representante autorizado para operar, incluso la persona que da las instrucciones y cuya decisión debe ser posteriormente refrendada por quien pueda firmar la orden correspondiente (53).

En la figura de cliente se comprenden varios tipos o clases: el cliente minorista, el cliente profesional y la contraparte elegible (54). La clasificación de los clientes es una de las novedades más significativas de la MiFID que se impone a los estados miembros. En virtud de esta clasificación, se establecen las normas de

conducta por parte de las entidades y los niveles de protección dispensada al cliente o consumidor (55). La distinción de los tipos de clientes en cliente minorista, cliente profesional y contraparte elegible se realiza siguiendo un criterio complejo, de carácter subjetivo-funcional y objetivo. El elemento subjetivo está representado por los conocimientos que el cliente posee de los mercados y productos financieros, en conjunción con su experiencia inversora. El elemento objetivo está representado por la capacidad inversora del cliente o su adscripción o no a la figura de entidad regulada. La lectura sistemática de los tres conceptos manifiesta el carácter fundamental del «conocimiento» de los productos y servicios financieros, de la «experiencia» y «cualificación» del cliente en el mercado de instrumentos financieros, y de su capacidad económica a la hora de determinar las obligaciones de la entidad de inversión que asume frente al cliente y el nivel con que la entidad ha de cumplir las obligaciones vinculadas a su relación jurídica con el cliente-inversor. De acuerdo con el planteamiento de la Directiva, el *cliente minorista* es todo cliente que no sea profesional, es decir, quien no posee la experiencia, los conocimientos y la cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión ni para evaluar los riesgos inherentes a dichas decisiones.

El cliente profesional es «todo cliente que posee la experiencia, los conocimientos y la cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y para valorar correctamente los riesgos inherentes a dichas decisiones». Se considera cliente profesional, las entidades enunciadas en la Directiva: entidad de crédito, entidad de inversión, entidad financiera autorizada o regulada, ... (anexo II, número I). El cliente asimilado al cliente profesional es aquél que cumpla los criterios y procedimiento de solicitud exigidos por la Directiva en el anexo II, número II: organismos del sector público e inversores minoristas autorizados a renunciar a parte de la protección que les ofrecen las normas de conducta de las empresas de inversión, siempre que superen el «criterio de idoneidad», mediante la evaluación adecuada de la competencia, la experiencia y conocimientos efectuada por la empresa de inversión. A los efectos de evaluación, debe comprobarse que se cumplen, como mínimo, dos de los criterios establecidos en el indicado anexo (56). La renuncia a la protección dispensada por las normas de conducta por parte del cliente que quiera ser tratado como cliente profesional se realiza mediante consentimiento expreso y por escrito del interesado.

La transposición española de la Directiva por la Ley 47/2007 ha significado la incorporación de los tres tipos de clientes MiFID. Así, el *cliente minorista* se concibe como un tipo residual que comprende los clientes a los que no se les pueda considerar cliente profesional o contraparte elegible (o hayan pedido no ser tratados como tales). A este cliente se le reconoce el mayor nivel

de protección, estando obligada la entidad que le presta servicios de inversión a cumplir todas las normas de conducta. En cambio, el *cliente profesional* es aquel del que se presume la experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y evaluar correctamente sus riesgos. A esta clase se adscriben las *entidades financieras y demás personas jurídicas que, para poder operar en los mercados financieros, hayan de ser autorizadas o reguladas por estados, sean o no miembros de la UE: los estados y administraciones regionales, los organismos públicos que gestionen la deuda pública, los bancos centrales y organismos....., los empresarios que cumplan ciertas condiciones, dos de tres....., inversores institucionales y aquellos otros que lo soliciten, renuncien de forma expresa a su tratamiento como clientes minoristas y satisfagan ciertos requisitos relacionados con su experiencia y conocimientos. Al cliente profesional se le puede otorgar un menor nivel de protección, en particular respecto de la obligación de conocerlo o de facilitarle información. Finalmente, se concibe como *contraparte elegible* a aquellos clientes profesionales que sean empresarios y así lo soliciten, respecto de aquellos servicios u operaciones para los que puedan ser tratados como tales. En relación con estos últimos, se ha indicado que «De manera algo desafortunada, se ha llegado a utilizar como su sinónimo “clientes especiales sujetos a un estatuto peculiar”». Son *contrapartes elegibles*: a) las definidas como clientes profesionales en los apartados 1 a 4 anteriores (en definitiva, todo tipo de inversor institucional más gobiernos nacionales y regionales, organismos públicos internacionales y grandes empresas); b) las definidas como clientes profesionales en el apartado 5 (personas jurídicas «cualificadas»), siempre que lo soliciten a la ESI (Castro Aparicio, 2007: 58).*

El carácter profesional del cliente fue el argumento defendido por la sentencia, del Juzgado de Primera Instancia de lo Mercantil de Barcelona, de 8 de septiembre de 2009, para desestimar la acción de responsabilidad civil por incumplimiento del deber de «informar por parte de la empresa de asesoramiento». En este sentido, el juez manifestó, que «la cultura financiera de los actores, no es la del hombre medio, la del buen padre de familia que preconiza nuestro Código Civil, sino que su posición social, su cultura financiera y sus posibilidades económicas no pueden pretender que se considere que tienen escasos conocimientos sobre los productos financieros que adquieren y que únicamente realizan inversiones en función de lo que les va indicando su asesor» (fundamento de derecho segundo. *Caso Varios inversores vs. Credit Suisse Sucursal en España y Credit Suisse*).

En principio, las clases de clientes son cerradas en cuanto tal, aunque el cliente puede transitar de una clase a otra a posteriori (57). Esto es posible porque las entida-

des cuentan con un cierto margen de actuación al diseñar su propia política de clasificación de clientes (58), lo que pone de relieve que puede haber diferencias entre las entidades a la hora de regular internamente el proceso de la clasificación (Hernández Aler y Álvarez, 2007: 217).

La clasificación del cliente se realiza mediante un procedimiento encaminado a establecer el nivel de sus conocimientos financieros y, en función de ellos, evaluar su idoneidad para los diferentes productos y servicios de inversión. De aquí, la obligación de las entidades de recabar de sus clientes la información necesaria para poder prestar un servicio que se adapte a las necesidades del cliente (Hernández Aler y Álvarez, 2007: 217). El nivel de información requerido al cliente dependerá de la naturaleza y tipo de servicios que se prestarán, y el método para recabar esta información se articula a través de un «test», en su doble modalidad de «conveniencia» y de «idoneidad» (59). El test de conveniencia es el general y mediante el mismo, la entidad puede determinar si el cliente tiene la experiencia y los conocimientos necesarios para comprender los riesgos que implica el producto o servicio que vaya a prestarse. En cambio, el test de «idoneidad» es el especial, utilizado para la prestación de servicios de gestión discrecional de cartera o el de asesoramiento. Mediante el «test de idoneidad» se realiza un examen más exhaustivo del nivel de conocimientos que tiene el cliente respecto del producto o servicio. Los criterios que ha de cumplir este tipo de test se establecen en la Directiva de nivel 2 y son: 1) que el producto o servicio responda a los objetivos de inversión del cliente; 2) que el producto o servicio sea de tal naturaleza que el cliente pueda, desde el punto de vista financiero, asumir cualquier riesgo de inversión relacionado y coherente con sus objetivos de inversión, y 3) que el producto o servicio sea de tal naturaleza que el cliente cuente con la experiencia y los conocimientos necesarios para comprender los riesgos que implica la operación o la gestión de su cartera. Fuera de estos criterios, la entidad diseñará sus propios contenidos y asumirá los consiguientes riesgos (60).

Es opinión consensuada que estas obligaciones de las empresas de inversión «supondrán un incremento de los estándares de protección de los clientes de inversión, por cuanto implica una necesaria y profunda adecuación de la política comercial de las entidades a las necesidades declaradas por los clientes». En todo caso, se ha considerado conveniente que la CNMV o las asociaciones de entidades financieras publiquen unos estándares orientativos que, cumpliendo plenamente con la norma, no penalicen las relaciones comerciales de la entidad y eviten desigualdades en la aproximación a un aspecto tan relevante (Hernández Aler y Álvarez, 2007: 218). Asimismo, se indica que la subsunción en el tipo de cliente profesional supone la aptitud del mismo para valorar correctamente los riesgos inherentes a dichas

decisiones y, consiguientemente, implica la asunción de la responsabilidad por parte del cliente (61).

La referencia al cliente «potencial» abre un campo cuya definición tiene consecuencias relevantes para las entidades sujetas —especialmente aquéllas que cuenten con amplias redes y una numerosa base de clientes de servicios financieros— por la dificultad de delimitar las categorías de personas o entidades que podrían llegar a considerarse potenciales clientes MiFID (AA.VV., 2007: 26). En este sentido, se advierte que los clientes de servicios bancarios no deberían tener la consideración de potenciales clientes MiFID por el hecho de que dichas entidades presten servicios de inversión. Finalmente, la propia necesidad de hacer posible un tratamiento uniforme a la clientela podría significar que las entidades de crédito acaben tratando a sus clientes con criterios de la MiFID, que tendrá de tal manera una especie de «vis atractiva» voluntaria sobre una buena parte de la actividad de las entidades financieras y sus clientes» (AA.VV., 2007: 26).

2. Objeto: instrumentos y servicios financieros

2.1. Instrumentos financieros y negocios sobre éstos

La Directiva MiFID se refiere a los instrumentos financieros y a los negocios que recaigan en ellos. La definición de unos y otros se realiza mediante la lista relacionada de las secciones A y C del anexo I, en relación con el art. 4.1, número 17.

«El mercado de instrumentos financieros engloba una amplia y compleja gama de instrumentos» [considerando (2)]. A tales efectos, el término «instrumento financiero», comprendido en la relación de definiciones del artículo 4 de la MiFID (número 17) se remite a los instrumentos señalados en la sección C del anexo I. Junto a los valores negociables tradicionales (acciones y obligaciones), se comprenden los instrumentos del mercado monetario (letras del Tesoro, certificados de depósito y efectos comerciales) y las participaciones en instituciones de inversión colectiva (Castro Aparicio, 2007: 54). El legislador comunitario también considera instrumentos financieros a determinados instrumentos derivados sobre materias primas y a otros constituidos y negociados de un modo que plantea cuestiones de reglamentación comparables a las de los instrumentos financieros tradicionales» [considerando (4)]. Dentro de estos, se incluye una larga lista de instrumentos, admitidos o no a negociación en mercados organizados (62).

Los instrumentos financieros se clasifican en instrumentos complejos y no complejos (art. 19.6 de la Directiva). Se consideran instrumentos no complejos: las acciones admitidas a cotización en un mercado regula-

do o mercado equivalente en un tercer país, los instrumentos del mercado monetario, las obligaciones u otras formas de deuda titulizada (excepto las que incluyan derivados) y aquéllos que cumplan determinados criterios relativos a sus precios, forma de contratación o liquidación, responsabilidad para el cliente, etc.» (Uría Fernández, 2007: 127) [art. 38 de la Directiva de nivel 2 (2006/73/CE), en relación con la Directiva MiFID de nivel 1 (2004/39/CE)]. En cambio, «tendrían en todo caso la condición de instrumentos financieros complejos las obligaciones y otras formas de deuda titulizada que incluyan derivados» (Uría Fernández, 2007: 129). La ausencia de una lista de productos complejos o de las características que han de concurrir en tal denominación impide clarificar la diferencia entre un instrumento complejo y otro que no lo es (AA.VV., 2007: 27). La cuestión es relevante, porque tal distinción condiciona la obligatoriedad o no de prestar servicios de inversión con la información previa del cliente. Por ello, habrá que estar a las respectivas disposiciones nacionales de desarrollo de la Directiva para solucionar los casos que se presenten en la práctica financiera.

Quedan sometidos al ámbito de la Directiva todos los negocios que versen sobre instrumentos financieros, cualquiera que sea su naturaleza; entre ellos, los contratos de opciones, futuros, permutas y los acuerdos de tipos de interés. A título enunciativo, la Directiva extiende su ámbito de aplicación a los derivados con subyacente financiero y a los de subyacente no financiero (relacionados con variables climáticas, gastos de transporte, autorizaciones de emisión o tipos de inflación u otras estadísticas económicas oficiales), con independencia de que su liquidación se realice por diferencias o mediante entrega física» (Castro Aparicio, 2007: 54). La inclusión de determinados depósitos y seguros presenta mayores dudas. En cuanto a los depósitos estructurados, en los que rentabilidad está vinculada a la evolución de uno o varios índices bursátiles (de la cotización de un grupo de acciones o de otras circunstancias), sólo se entenderían incluidos en el ámbito de la MiFID si la entidad de crédito no se compromete a la devolución íntegra e incondicional del principal (63), pues se trata de un producto de inversión que desvirtúa la naturaleza propia del depósito por el riesgo de la pérdida del principal que asume el cliente (64). En cuanto al *unit linked*, la Comisión Europea (65) se ha pronunciado a favor de su exclusión de la MiFID basándose en su consideración de seguro de vida en el que el tomador asume el riesgo de la inversión que se realiza con el importe de las primas.

2.2. Servicios de inversión, su difícil distinción de la actividad de comercialización

La Directiva se aplica a los *servicios y actividades de inversión*, [art. 4.1, 2]. Para definir cada uno de estos

términos, se adopta el sistema de lista; así, son servicios y actividades de inversión los *enumerados en la sección A del anexo I en relación con cualquiera de los instrumentos enumerados en la sección C del anexo I*. El carácter cerrado de la lista legal podría deducirse del tenor de la Directiva (66), del carácter máximo de esta última y de la atribución de la Comisión para determinar los contratos de derivados mencionados en el punto 7 y 10 de la sección C del anexo I, que tienen las características de otros instrumentos financieros derivados [(art. 4.1.2), segundo párrafo].

Con el enunciado de la Directiva MiFID se amplían los servicios de inversión a los de asesoramiento, a la gestión de sistemas multilaterales de negociación (67), servicios auxiliares, de realización de informes, análisis y otras formas de recomendación relativas a las operaciones con instrumentos financieros (68).

Entre los servicios y actividades de inversión que revisten mayor complejidad conceptual y mayor dificultad interpretativa suele prestarse atención a los de *asesoramiento en materia de inversión* [art. 4.1.4] y *ejecución de órdenes por cuenta de cliente* [art. 4.1.5] (69). El asesoramiento financiero consiste en recomendaciones personalizadas a un cliente, sea a petición de éste o por iniciativa de la empresa de servicios de inversión, con respecto a una o más operaciones a instrumentos financieros. Hay que tener en cuenta que, en cualquier caso, se excluye expresamente el asesoramiento que se dé en el ejercicio de otra actividad profesional principal no regulada, siempre que dicho asesoramiento no sea específicamente remunerado (Castro Aparicio, 2007: 53).

La singularidades de la actividad de *asesoramiento* en materia de inversión, por su consideración de «recomendaciones personalizadas a un cliente», como «servicio de inversión» (art. 63 LMV) ha llevado al legislador español a comprender a las «empresas de asesoramiento financiero» entre las empresas de servicios de inversión (art. 64.d), cuya actividad se restringe a los «servicios de inversión previstos en el artículo 63.1.g)» [*la prestación de recomendaciones personalizadas a un cliente... con respecto a una o más operaciones relativas a instrumentos financieros*], 63.2.c [*a empresas sobre estructura del capital, estrategia industrial y cuestiones afines... y demás servicios en relación con fusiones y adquisiciones de empresas*] y e [*elaboración de informes de inversiones y análisis financieros u otras formas de recomendación general relativa a las operaciones sobre instrumentos financieros*]. La restricción de las actividades por parte de las empresas de asesoramiento contrasta con la amplia gama de servicios y actividades que pueden realizar las demás empresas de servicios.

La frontera entre la actividad de inversión de asesoramiento y la de «comercialización de productos y ser-

vicios de inversión» ha preocupado a las entidades de crédito (70), toda vez que el término «comercialización» (71) no aparece definido en la lista del art. 4 de la MiFID. El tema reviste importancia práctica, pues la asimilación o no de ambas figuras significaría que la actividad de comercialización pasaría a encontrarse sujeta al cumplimiento de los requerimientos que, para la ejecución de órdenes de los clientes o el asesoramiento, se establecen en la MiFID. La posición dominante es la partidaria de excluir del ámbito de la MiFID a la actividad de comercialización de productos y servicios de inversión, y no sólo porque ésta no se menciona en el listado de los servicios y actividades de inversión contenido en la sección A del anexo I de la MiFID, sino porque conceptualmente la actividad de «comercialización» difiere de la actividad de asesoramiento y ejecución de órdenes en materia de servicios de inversión. En este sentido, se señala que el ámbito objetivo de la MiFID difiere del concepto de comercialización de servicios esbozado por la Directiva, «cuando se refiere a que un servicio puede considerarse prestado a iniciativa del cliente «a pesar de que el cliente lo solicite basándose en cualquier tipo de comunicación que contenga una promoción u oferta de instrumentos financieros, realizada por el medio que fuere, que por su propia naturaleza sea general y esté dirigida al público o a un grupo o categoría de clientes o posibles clientes más amplio» (considerando 30, Directiva). Por ello, la actividad de comercialización se caracterizaría: a) porque consiste en una actividad de comunicación que contiene una promoción u oferta de instrumentos financieros; b) el medio a través del cual se realiza esa actividad es irrelevante; c) la finalidad de esta actividad es influir en el cliente con respecto a un instrumento financiero específico o una operación específica, y d) no puede implicar una actividad de asesoramiento «personalizada», entendiéndose por tal aquella actividad de asesoramiento que parta o tenga en cuenta las características personales del destinatario de dicha actividad promocional (72). Por consiguiente, cuando un cliente solicite la compra o curse una orden sobre un producto financiero, se tratará de la prestación de un servicio de ejecución de órdenes, y no de un servicio de asesoramiento de inversión, con independencia de que se haya promocionado por la entidad de inversión (73).

3. Mercado integrado por sistemas de negociación multilateral y funcionamiento descentralizado (mercado regulado, sistema multilateral de negocios y sistema de negociación bilateral o internalizador sistemático)

La MiFID establece tres sistemas de negociación: 1) los mercados regulados, que mantienen la denominación de mercados secundarios de oficiales; 2) los sis-

temas multilaterales de negociación (SMN), y 3) las empresas de servicios de inversión que se dedican a la internalización sistemática, que cuentan con una organización propia en la negociación de instrumentos financieros (74). Se trata de un entorno en el que convergen varios sistemas de negociación y en el que éstos desarrollarán su actividad de inversión de modo competitivo, pero mediante parámetros armonizados con el objetivo de minimizar los efectos negativos provocados por la fragmentación de los centros de negociación (75). De este modo, se apuesta por la competencia como respuesta a los innumerables obstáculos con los que se han encontrado intentos anteriores. En esta línea, tanto en el desarrollo normativo local como en la implementación particular de cada entidad sujeta a la MiFID, la industria se enfrenta al reto de adaptar su organización y su funcionamiento a un nuevo marco eminentemente competitivo (AA.VV., 2007: 8-9).

El *mercado regulado* es un sistema multilateral (compra-venta de múltiples terceros) operado o gestionado por un gestor del mercado (quien gestiona o desarrolla la actividad en un mercado regulado –art. 4.1. 13) (76) que funciona regularmente y según normas no discrecionales (art. 4.1.14). Su normativa se encuentra en el título III (arts. 36-47). En el mercado regulado se comprenden los mercados secundarios oficiales y es un centro de ejecución autónomo que compite con el resto de los mercados regulados (SMN e internalizadores sistemáticos) en la negociación de instrumentos financieros (Díaz Ruiz y Ruiz Bachs, 2008: 18).

Los mercados regulados, o mercados secundarios oficiales, son el sistema de negociación más importante de todos los previstos por la MiFID, el que está dotado de mayor número de normas y de exigencias (77). Entre sus competencias destacan las relacionadas con la admisión a cotización o la suspensión de valores (AA.VV., 2007: 20). En este sentido, se señala que las sociedades rectoras de los mercados secundarios oficiales tienen capacidad para suspender y excluir de la negociación a un instrumento financiero. Estas funciones están directamente vinculadas a la especial naturaleza de estas entidades, que, si bien son sociedades privadas, desempeñan a la vez funciones públicas que la Directiva viene a ampliar (Castro Aparicio, 2007: 54).

Sistema multilateral de negociación (SMN). Es un modelo de negociación multilateral en el que coinciden un número indeterminado de terceros, organizados en torno a una empresa de inversión o un gestor del mercado. Tiene un funcionamiento regular y según normas no discrecionales (título II, arts. 5-35). Un SMN sólo puede ser 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 (Díaz Ruiz y Ruiz Bachs, 2008: 19).

La finalidad y el funcionamiento de un SMN son muy similares a los de un mercado regulado, pero están sometidos a un régimen mucho *más flexible y menos estricto* en aspectos prácticos muy importantes. En síntesis: los SMN gozan de pasaporte, de manera que podrán desarrollar su actividad en todo el territorio de la UE y competir en condiciones de igualdad con los SMN autorizados en otros estados miembros.

La admisión a negociación de instrumentos financieros en los SMN no está sometida a la necesidad de publicar un folleto de admisión de acuerdo con las normas de transposición de la Directiva de Folletos (2003/71/CE) (78). Los SMN se encuentran sometidos a ciertas disposiciones en el proceso de negociación y conclusión de operaciones, supervisión de cumplimiento de las disposiciones legales, requisitos de transparencia previa y posterior a la negociación, acuerdos de contrapartida central y de compensación y liquidación, y acceso remoto (Díaz Ruiz y Ruiz Bachs, 2008: 19). Sus emisores tampoco están obligados a publicar la información de acuerdo con la Directiva de Transparencia (2004/109/CE) (79), ni a elaborar las cuentas anuales consolidadas de acuerdo con las normas internacionales de información financiera (NIF).

Pueden servir, por tanto, para permitir la negociación y la contratación de instrumentos financieros dentro de un sistema que aporte cierta liquidez, pero cuyos emisores no estén dispuestos a asumir el régimen tan oneroso que conlleva la admisión a cotización en un mercado regulado (80).

El sistema de negociación bilateral, o «internalizador sistemático». Es «una compleja figura» (Castro Aparicio, 2007: 55), que hace referencia a la empresa de inversión que, de forma organizada, frecuente y sistemática, negocia por cuenta propia mediante la ejecución de órdenes de clientes al margen de un mercado regulado o un SMN (art. 4.1.7) (81). En realidad, los IS son las entidades de crédito y empresas de servicios de inversión que ejecutan por cuenta propia, de forma organizada, frecuente y sistemática, pero al margen de un mercado regulado, órdenes de clientes sobre acciones admitidas a negociación en mercados regulados, cuyo importe es igual o inferior al volumen estándar del mercado que corresponda al valor (Díaz Ruiz y Ruiz Bachs, 2008: 19).

La regulación del sistema de internalización ha sido discutida. Por una parte, se llamaba la atención sobre los potenciales conflictos de interés que esta práctica plantea, pues el interés del cliente es el mejor precio, el de la entidad de inversión que internaliza es cruzar el mayor número posible de operaciones contra su cuen-

ta propia, lo que puede derivar en un peor precio. Por otra, se intentó que los IS cumplieran las exigencias en cuanto a publicidad, liquidez y negociación, a través de lo que se denomina «acción líquida» (82), «tamaño estándar de mercado» (83) y «tamaño minorista» (84). En cuanto al estatuto jurídico, 1) los IS no tienen competencias en materia de admisión a negociación ni suspensión de valores, al igual que sucede con los SMN y a diferencia de las atribuciones singulares que al respecto se le reconocen a los mercados regulados (AA.VV., 2007: 20); 2) los IS no están sometidos a una autorización adicional o distinta a la que le permite prestar servicios de inversión; 3) las IS han de cumplir unos requisitos especiales de transparencia previa y posterior a la negociación, y unas obligaciones específicas respecto a la ejecución de órdenes y al tratamiento de clientes (Díaz Ruiz y Ruiz Bachs, 2008: 20).

Entre los efectos o consecuencias en materia de competencia y liquidez del mercado (85) integrado, se ha indicado que la elevación de centros de negociación conlleva una mayor competencia entre éstos, al tiempo que difumina la frontera entre los mercados y los intermediarios (86). En este sentido, se indica que el nuevo mercado promueve la competencia entre los mercados regulados y los nuevos SMN y, entre éstos y los internalizadores sistemáticos (Adarraga y López, 2007: 94). Con ello se pretende asegurar unas condiciones equitativas de competencia al tiempo que se garantiza que el inversor está adecuadamente informado del grado de actividad de los instrumentos en los que potencialmente puede operar (87). No obstante, las empresas nacionales muestran algún temor respecto de algunos efectos negativos de la competencia (88) en lo que concierne a la calidad de los precios de las operaciones, la disminución de la probabilidad de casación de operaciones (89) y el aumento de la volatilidad de las cotizaciones (90). Por ello se apunta la ineludible necesidad del adecuado cumplimiento de unas obligaciones estrictas de transparencia, tanto anterior como posterior a la contratación, que la MiFID exige a los mercados regulados, los SMN y los IS (AA.VV., 2007: 21). Pero en este punto de la transparencia también se señala que la variedad de fuentes requiere la consolidación de información (*vid.* considerando 34 de la Directiva MiFID de nivel 1). Y, en todo caso, sólo el transcurso del tiempo permitirá evaluar la mayor aptitud del nuevo mercado europeo para captar inversiones (91).

4. Normas de conducta de las entidades de inversión

4.1. Planteamiento

Hay acuerdo en que la MiFID eleva las obligaciones y deberes que los legisladores nacionales deben imponer a las entidades de inversión en la negociación y con-

tratos sobre instrumentos financieros que celebren con sus clientes o sus potenciales clientes (92). A estos propósitos, el art. 19 establece las *normas de conductas para la prestación de servicios de inversión*. Estas son: 1) actuar con honestidad, imparcialidad y profesionalidad; 2) actuar en el mejor interés de los clientes; 3) proporcionar en todo momento una información imparcial, clara y no engañosa, y 4) la información deberá ser, además, comprensible, y contener todos los extremos contenidos en el apartado 3 del propio artículo 19..., de modo que les permita, en lo posible, comprender la naturaleza y los riesgos del servicio de inversión y del tipo específico de instrumento financiero que se ofrece y, por consiguiente, puedan tomar decisiones sobre la inversión con conocimiento de causa. Esta información podrá facilitarse en formato normalizado.

Estas normas de conducta se dirigen a proteger al cliente de servicios de inversión frente a eventuales abusos en los que puedan incurrir las entidades financieras, siendo su gran valor el de tratarse de normas armonizadas en el mercado interior (93). De algún modo, la normativa MiFID aspira a equilibrar la posición contractual del cliente frente a las entidades financieras por encontrarse aquél, como consecuencia de las especiales características y complejidad de los servicios prestados, en una situación de inferioridad que requiere una especial tutela por parte del ordenamiento jurídico (AA.VV., 2007: 29). Por ello, se ha indicado con acierto que el régimen de la MiFID descansa «sobre un conjunto de principios generales que, en la terminología de nuestro Código Civil, “informan” el conjunto de las disposiciones que contienen las normas específicamente aplicables a los distintos supuestos» (Uría Fernández, 2007: 129).

La aplicación de las obligaciones impuestas a la entidad de inversión se gradúa en función del tipo de cliente, la clase de producto o servicio financiero que vaya a negociarse y el mercado en el que se desarrolla la operación. Así, junto al mayor rigor de las disposiciones impuestas a la entidad de inversión frente al cliente no profesional, el régimen se flexibiliza para el cliente profesional y aún más en los supuestos de contraparte elegible. La razón para aplicar un régimen más flexible a los clientes profesionales se justifica en la certeza de que estas personas disponen de la experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y evaluar los riesgos inherentes (94).

4.2. *La transparencia como núcleo de la protección del inversor y su efectividad mediante los diversos mecanismos de información*

La finalidad de transparencia está implícita en la necesidad de que la entidad proporcione al cliente una información adecuada, clara y no engañosa, en conexión

con la cláusula general del deber que tiene la entidad de actuar de forma honesta, imparcial, profesional y en el mejor interés de sus clientes (art. 19, números 2 a 8 de la Directiva). Correlativo con esta obligación de la entidad es el deber de colaboración que se impone al cliente, y que, a su vez, condiciona el nivel del cumplimiento de las obligaciones impuestas a la entidad de crédito. En este contexto de influencias mutuas, el cliente deberá informar a la entidad acerca de sus características, conocimiento y experiencias en el ámbito financiero (art. 19.5). De aquí el cruce de informaciones entre las partes y la relativa complicidad o concurrencia en los respectivos incumplimientos.

En el ámbito operativo, las normas de conducta impuestas por la MiFID tienen importantes consecuencias organizativas para las entidades de inversión (95). En este sentido, la intensidad de la aplicación de las normas de protección exige la necesidad de adecuar la protección de cada cliente a su nivel de conocimiento respecto del catálogo de bienes y servicios de inversión que la entidad le ofrece. Sin duda, la adaptación resulta compleja y conlleva los inevitables costes en diseño, puesta en funcionamiento y evaluación de los criterios impuestos por la MiFID. El artículo 35 de la Directiva 2006/73/CE desarrolla el contenido y la finalidad de la evaluación de la idoneidad. En relación con el cliente profesional, el legislador parte de la «presunción» de que éste tiene la experiencia y los conocimientos necesarios en relación con los productos, operaciones y servicios que le permitieron ser categorizado como tal (AA.VV., 2007: 130).

El núcleo de la protección al cliente-inversor descansa en la transparencia (96) a través de la información, tanto por parte de la entidad de inversión como por la del propio cliente-inversor (97). En este sentido, el art. 19 de la Directiva MiFID impone un deber continuo de información a las empresas de inversión en todo el proceso promocional y comercial de sus productos y servicios. Junto al *carácter imparcial, claro y no engañoso*, como requisitos generales a toda información proporcionada al cliente o potencial cliente (art. 19.2), los sucesivos apartados establecen exigencias concretas para los diferentes tipos de información. Entre ellas, y en la fase prenegocial (98), información adecuada y comprensible respecto de los elementos del negocio (empresa de inversión, instrumentos financieros, centros de ejecución, gastos y costes asociados), en orden a comprender la naturaleza y los riesgos del instrumento financiero o del servicio (art. 19.3) (99). De aquí, la relevancia de los «test de conveniencia» y «test de idoneidad», así como la ineludible necesidad de que el cliente proporcione a la entidad la información precisa para poder determinar su nivel de conocimiento, con el fin de que la entidad gradúe la información que le comunicará (art. 19.4 y 5). El registro del documento contractual y la realización de informes adecuados constituyen los instrumentos de la obligación de información de la enti-

dad de inversión hacia el cliente en la fase de cumplimiento o ejecución del contrato (100).

4.3. Política razonable de conflictos de interés

El interés del cliente prevalece en la prestación de servicios por parte de las entidades de inversión. Esta idea se concreta en el deber general impuesto a las entidades de inversión de actuar con honestidad, imparcialidad y profesionalidad. El artículo 18 se refiere al conflicto de interés y sale al paso de la actuación inadecuada de los intermediarios financieros, manifestada desde la última década del siglo XX. Entre sus manifestaciones se encuentran la suscripción de contratos condicionada a otras prestaciones o la inexistencia de suficientes mecanismos de control que garantizaran la utilización lícita de la información confidencial (101).

Se admite en la doctrina, que el conflicto de interés a) es una situación en la que dos o más intereses se contraponen en la prestación de un servicio financiero; b) suele aparecer en aquellas operaciones en las cuales el intermediario dispone de información confidencial, o como consecuencia de la actuación simultánea de las entidades de inversión que ejecutan órdenes de sus clientes y los custodios que salvaguardan los activos de sus clientes; c) es un mal endémico en el mercado de valores provocado por las características de la relación entre el intermediario y sus clientes, y d) su falta de solución incide no sólo en el inadecuado funcionamiento de las entidades a la hora de gestionar sus riesgos, sino también en la escasa protección de los inversores y la falta de integridad del mercado (102).

El llamamiento normativo a la autonomía de la voluntad de las empresas de inversión para establecer las líneas de conducta que eviten, mitiguen o resuelvan los conflictos de interés con sus respectivos clientes se deduce del tenor del artículo 18 de la Directiva reproducido. De este modo, se determina el protagonismo de las propias entidades en la definición de los grupos de conflictos más representativos, así como el modo, mecanismo y procedimiento para su tratamiento. En este sentido, se sugiere, que la entidad deberá hacer constar «la identificación de las circunstancias que den o puedan dar lugar a un conflicto de intereses que implique un riesgo importante de menoscabo de los intereses de los clientes; y los procedimientos internos para gestionar estos conflictos» (Hernández Aler y Álvarez, 2007: 219).

4.4. Otras obligaciones y deberes de diligencia vinculados a la actividad y servicios de inversión

Los artículos 20 a 24 de la Directiva MiFID se ocupan del temario relacionado con el cumplimiento por la

empresa de inversión de las órdenes recibidas de su cliente. Junto con el deber general de «adoptar todas las medidas razonables para obtener el mejor resultado posible para sus clientes, teniendo en cuenta el precio, los costes, la rapidez, la probabilidad de la ejecución, el volumen, la naturaleza o cualquier otra consideración pertinente para la ejecución de la orden» (art. 21.1), el legislador comunitario establece las grandes líneas que han de seguirse por las empresas de inversión en función de que el cliente haya o no impartido instrucciones específicas. Entre ellas, la de ejecutar la orden según la instrucción específica del cliente (art. 21.1), la de adoptar una «política de ejecución de órdenes» (21.2), «información respecto de cada clase de instrumentos...» (21.3) y consentimiento previo del cliente en la política de ejecución y la supervisión de la política de ejecución de órdenes por las empresas de inversión (21.4).

La Directiva ha sido contestada en este punto. A estos efectos, se considera, que «la Directiva la aborda de modo confuso, excesivo y con carencias importantes, que implican una significativa desproporción entre la regulación y su finalidad, que parece ser la de reforzar la posición del cliente frente a la de la entidad. Por estas razones, este tema ha sido objeto de amplias deliberaciones en el ámbito del CESR sobre su alcance y significación, provocando una multitudinaria reacción contraria de la industria europea» (103).

En el orden de ideas indicado, se señala, que «el principio de mejor ejecución de las órdenes ha sido y sigue siendo uno de los aspectos que más debate han suscitado en el nivel 3 del CESR, dado que la regulación en los niveles 1 y 2 se basa en principios generales, cuya inspiración debería prevalecer en la transposición de la MiFID. Aspectos tales como el contenido concreto de la política de mejor ejecución, el papel jugado por los diferentes intervinientes en la cadena de ejecución de órdenes, la forma de obtener el consentimiento de los clientes, así como otras consideraciones acerca de las obligaciones de información a sus clientes, son cuestiones que deben dejarse abiertas a la autorregulación y sujetas al principio general de defensa del interés del cliente y obligación de prestar el servicio en las mejores condiciones posibles» (AA.VV., 2007: 22). «Tanto es así, que el propio CESR solicitó aclaraciones a la Comisión Europea acerca del ámbito de aplicación del régimen de mejor ejecución en determinados aspectos que presentaban más controversia: a) operaciones OTC y operaciones sobre «productos a medida»; b) operaciones realizadas por proveedores de liquidez y creadores de mercado; c) operaciones de gestores de cartera y criterios para considerar ejecución de operaciones en el caso de empresas que «reciben y transmiten órdenes» (en aplicación del artículo 19 de la MiFID) (Alonso, 2007: 82).

Paralelamente, el CESR ha trabajado en algunos aspectos también controvertidos y con gran impacto para organizar la supervisión de la mejor ejecución. Entre ellos, se han señalado los siguientes temas: 1) contenido de la política y de los procedimientos de ejecución y procedimientos para su revisión y seguimiento; 2) posibilidad de incluir un único sistema de negociación en la política de ejecución; se considera válida la posibilidad de que los intermediarios incluyan únicamente un sistema de negociación en su política de mejor ejecución, siempre que se pueda demostrar que es el único que proporciona de manera consistente la mejor ejecución; en la práctica, al menos en las etapas iniciales de funcionamiento de la MiFID muchos esperan que la «inercia» del principio de concentración seguirá permitiendo lograr la mejor ejecución de manera consistente en los mercados regulados; 3) cadenas de ejecución de órdenes; análisis de los matices en cuanto a la obligación general de mejor ejecución de los distintos miembros, en función de su posición en la cadena de ejecución de órdenes; 4) formas de manifestar el consentimiento previo de los clientes a la política de ejecución (art. 21.3 MiFID) y el consentimiento previo y expreso de los clientes antes de ejecutar sus órdenes fuera de un mercado regulado o de un MTF (artículo 21.3 MiFID); 5) consideraciones acerca de las obligaciones de información a sus clientes sobre su política de ejecución (contenido y forma de comunicación) (Alonso, 2007: 82). Finalmente, cuando se trata de clientes minoristas, la ejecución óptima o mejor ejecución, salvo cuando el cliente haya dado instrucciones precisas a la ESI, se identificará con el mejor precio del instrumento financiero y los costes relacionados con su ejecución (104). Si el cliente da instrucciones concretas sobre la ejecución de su orden, la ESI deberá seguirlas y, por tanto, ejecutar la orden de acuerdo con el mandato recibido (105).

5. Supervisión por la autoridad nacional competente. El carácter instrumental del deber de comunicación impuesto a la entidad de servicios de inversión

Las autoridades nacionales de los estados miembros deben supervisar el cumplimiento de los requisitos y obligaciones que configuran el régimen de organización que la MiFID impone a los intermediarios y su actuación en los mercados de valores, de forma que se garantice la integridad de los mercados europeos en su conjunto y la protección de los inversores también a escala europea (106). A este respecto, la Directiva dice: «Los Estados miembros velarán por el establecimiento de medidas apropiadas que permitan a la autoridad competente supervisar las actividades de las empresas de inversión para asegurarse de que actúan de manera honrada, justa y profesional, fomentando la integridad del mercado» (art. 25.1 Directiva MiFID, desarrollada por el Reglamento 1287/2006).

El CESR reconoce que existen distintas «técnicas» o enfoques de supervisión entre los estados miembros, y que es probable que después de la transposición de la MiFID sigan existiendo ciertas diferencias asociadas a las distintas estructuras de mercado y múltiples prácticas de supervisión, pero que ninguno de ellos es superior al resto. En este sentido, existen países con unos enfoques supervisores que podrían calificarse de más completos, pues se esfuerzan en disponer «de primera mano» de toda la información de negociación desde que el cliente inicial da la orden hasta que se ejecuta en el sistema de negociación correspondiente. De este modo, y a través de la comunicación de las operaciones, se podría obtener directamente de las ESI toda esta información, independientemente de si la orden del cliente se ejecuta directamente en el mercado o si dicha orden pasa por varios «eslabones» intermedios en la «cadena de ejecución». En cambio, otros regímenes de supervisión consideran adecuado disponer «de manera automática», es decir, vía comunicación de operaciones, de menos información (básicamente, la información de ejecución en los mercados propiamente dicha y la de las operaciones por cuenta propia) y requerir, en su caso, a los intermediarios la información concreta que necesitan para la supervisión. Por ello, CESR pretende un doble objetivo simultáneo: garantizar las prácticas de supervisión ya consolidadas en los distintos estados miembros y armonizar la supervisión en toda la Unión Europea, para lo cual propone una solución provisional y se compromete a revisarla pasado un año a la luz de la práctica del ejercicio de supervisión de los distintos estados miembros (Alonso, 2007: 76).

La comunicación de operaciones en el desempeño de la potestad de supervisión de la operativa de las ESI y entidades de crédito en los mercados de valores es una pieza clave en el modelo armonizado. En síntesis, el art. 25.3 de la Directiva obliga a las ESI a comunicar a su autoridad competente las transacciones efectuadas en cualquier sistema de negociación (mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación o internalizadores sistemáticos). En la propia definición queda claro que el objeto de la comunicación deben ser las transacciones efectuadas, y no las órdenes. La obligación de comunicar se acota a las operaciones de compraventa propiamente dichas, no a otras transacciones onerosas o lucrativas que tengan otro objeto distinto del intercambio de la propiedad de los valores (107).

El contenido de la información a comunicar acordado a escala europea comprende 23 campos de información. El art. 13.3 del Reglamento 1287/2006 permite solicitar información adicional cuando ésta sea precisa para que la autoridad competente pueda supervisar las actividades de las empresas de inversión; en concreto, la identificación del cliente en virtud del art. 13.4 del citado Reglamento, si bien hay países en los que se solici-

tan hasta 60 campos de información. Al respecto, la Comisión Europea ha expresado su preocupación por esta potencial falta de armonización, que podría dar lugar a arbitrajes regulatorios, dado que las ESI intentarían sujetarse a los regímenes menos rigurosos en cuanto a los contenidos de información, aunque sólo sea por un motivo de ahorro de costes, sin que deba prejugarse intención manipulativa. No obstante, se considera que debe existir cierta flexibilidad con el fin de que los estados miembros puedan determinar campos adicionales a escala nacional en relación con los respectivos enfoques de supervisión existentes (108).

El régimen de las comunicaciones se simplifica en los supuestos de sucursales, ya que sólo se informará al país de acogida, garantizando que el país de origen recibirá toda la información vía el intercambio de información entre autoridades previsto en el régimen de comunicación de operaciones (art. 25.5 MiFID). No obstante, se ha indicado que el problema de la comunicación de operaciones por parte de las sucursales se enmarca en un debate más amplio, referido a la determinación de la autoridad competente para supervisar la operativa de las sucursales. En este contexto, la MiFID opta por una supervisión compartida entre la autoridad del país de origen (encargada de supervisar los requisitos organizativos de la sucursal y las operaciones efectuadas fuera del país de acogida) y la autoridad del país de acogida (que supervisará las operaciones efectuadas por la sucursal dentro del país de acogida). Se trata de una solución práctica que consiste en permitir que toda la información de las operaciones efectuadas por la sucursal, bien sea en el país de acogida, bien sea en cualquier otro país, se comunique a la autoridad del país de acogida (109). La posibilidad de comunicar sólo al país de acogida quedará a la elección de la sucursal (o de su matriz). Pero, en caso de que lo haga, deberá seguir las normas y procedimientos del mismo país en relación con el cumplimiento de la comunicación (110).

La comunicación de operaciones por parte de la ESI podría realizarse bien por la propia ESI o por un tercero actuando en su nombre, por medio de comunicación aprobada por la autoridad competente o a través del mecanismo de información comunicada de los mercados regulados o los SMN donde se ejecutan las operaciones (art. 25.5 MiFID). El sistema de comunicación ha de aprobarse por la autoridad competente y sujetarse a los requisitos establecidos en el art. 12 del Reglamento 1287/2006. La operativa de estos sistemas de comunicación no se beneficia del pasaporte comunitario, por lo que la prestación de servicios en una pluralidad de estados tendría que ser aprobado por todas y cada una de las respectivas autoridades nacionales. Sin duda, la autorización del sistema de comunicación a escala europea simplificaría el procedimiento y beneficiaría al mercado en su conjunto. En este camino transita CESR al propo-

ner que las autoridades competentes tengan en cuenta el hecho de que haya sido aprobado por la autoridad de otro país y se evite, en la medida de lo posible, duplicar procedimientos y documentaciones (Alonso, 2007: 78).

Por último, y en relación con la coordinación y colaboración entre estados y autoridades nacionales de supervisión, hay que indicar que la MiFID ha significado la adaptación de los estados miembros y de las autoridades nacionales a la nueva distribución de competencias normativas y potestad de supervisión entre las instancias europeas y los legisladores nacionales. En cambio, en el ámbito de la actuación a través de sucursales, se mantiene la doble supervisión, del país de acogida y del de origen. Esta dualidad, así como el nuevo entorno de negociación desconcentrado, requiere que las autoridades supervisoras necesiten un preciso régimen de comunicación de operaciones que se configura como el aspecto esencial para la supervisión de la operativa de las entidades en los mercados de valores (AA.VV., 2007: 8). Las reglas de cooperación transfronteriza y el papel de los supervisores nacionales ocuparán una posición relevante, porque de ellos dependerá, en gran medida, que la Directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros pueda convertirse en un elemento esencial para la integración de los mercados financieros europeos (Castro Aparicio, 2007: 63).

IV. CONCLUSIONES

La Directiva 2004/39/CE instaura el modelo armonizado europeo de los mercados de instrumentos financieros. Se trata de un mercado integrado por varios sistemas de negociación que participan de un conjunto de normas comunes, con independencia del país de la Comunidad en que se autoricen y operen las empresas de inversión. De aquí los grandes objetivos sobre los que gravitan las elecciones de política y técnica jurídicas: 1) modernización de los mercados financieros; 2) política de protección al inversor, y 3) mejora de las potestades de supervisión y de cooperación transfronteriza.

La MiFID apuesta por un mercado competitivo, tanto porque en éste convergen sistemas distintos de negociación (mercados regulados, sistema multilateral de negociación e internalizadores sistemáticos) como por la elevación de los sujetos que operarán en ellos y la multiplicidad de instrumentos y negocios que se desarrollarán en el mercado de instrumentos financieros.

La MiFID incrementa el rigor de las normas nacionales relacionadas con los negocios que recaigan en instrumentos financieros. Con las *normas de conducta para la prestación de servicios de inversión* se aspira a proteger al cliente de servicios de inversión frente a even-

tuales abusos que pudieran cometer las entidades financieras, siendo su gran valor el de tratarse de normas armonizadas en el mercado interior.

La aplicación de las obligaciones impuestas a la entidad de inversión se gradúa en función del tipo de cliente, de la clase de producto o servicio financiero que vaya a negociarse y del mercado en el que se desarrolla la operación. Así, junto al mayor rigor de las disposiciones impuestas a la entidad de inversión frente al cliente no profesional, el régimen se flexibiliza para el cliente profesional, y aún más en los supuestos de contraparte elegible. A estos propósitos, se establecen los tests de «conveniencia» y de «idoneidad» de la modelización normativa-autorreguladora. En cuanto al patrón armonizado, el test de conveniencia es el general, y con él la entidad puede determinar si el cliente tiene los conocimientos y la experiencia suficientes para comprender los riesgos que conlleva el producto o servicio en el que está interesado. Por lo que concierne al test de idoneidad, es un modelo especial para la prestación de servicios de gestión discrecional de cartera o el de asesoramiento. Esta modalidad implica un examen más exhaustivo y detallado respecto del nivel de conocimiento y comprensión del cliente. En definitiva, el presunto conocimiento del producto o servicio decide el nivel de información y demás deberes que asume la entidad de inversión frente a sus respectivos clientes.

En el plano de técnica legislativa, el método Lamfalussy demuestra: 1) el mayor protagonismo de las entidades financieras en la elaboración de las normas relacionadas con su actividad empresarial; 2) la mayor celeridad en el procedimiento legislativo comunitario, y 3) un grado superior de armonización efectiva. Entre sus inconvenientes, se ha denunciado la relación desproporcionada entre costes y beneficios. En este sentido, la profusa tarea normativa del CESR no se compensa con la escasa aportación obtenida de las consultas a los representantes y de la participación de los representantes de inversores minoristas. El propio Lamfalussy ha mostrado su preocupación por esta situación y ha señalado que debe ser gestionada cuidadosamente. Igualmente, el Consejo Económico y Social Europeo ha recomendado que las normas de desarrollo del PASF se aprueben tras un análisis coste-beneficio de su impacto sobre la industria.

NOTAS

(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/CE, del Parlamento y del Consejo, y se deroga la Directiva 93/22/CEE, del Consejo, *Diario Oficial de la Unión Europea* (en adelante *DOUE*), L 145/1, de 30 de abril de 2004. También a través de la web <http://www.europa.eu>. En adelante, la Directiva o MiFID.

(2) El modelo *Lamfalussy* pretendía simplificar la elaboración, aprobación, implementación nacional y modificación de los textos europeos. Se trata de un *método* que busca una mayor flexibilidad y participación de los interesados para que las instituciones comunitarias puedan responder con rapidez a los cambios que se producen.

El procedimiento legislativo propuesto en el Informe Lamfalussy se desarrolla en cuatro niveles:

1) *Primer nivel*. Principios marco, plasmados en Directiva.

2) *Segundo nivel*. Medidas de implementación establecidas en normas derivadas: directiva o reglamento.

3) *Tercer nivel*. Guía de reglamentación administrativa, recomendaciones de interpretación de la norma y estándares comunes establecidas por la labor de cooperación entre los reguladores y los supervisores.

4) *Cuarto nivel*. Medidas de aplicación y ejecución (*enforcement*).

Los mercados regulados han tenido una participación activa en las fases de consulta para la redacción de los niveles 1 y 2, aportando opiniones y sugerencias basadas en su amplia experiencia como gestores de mercados que, a lo largo de las últimas décadas, han alcanzado niveles de transparencia, seguridad y eficiencia que representan activos a conservar en el nuevo escenario que la MiFID configura.

La experiencia y evaluación del método se analiza más adelante [Vid., número II.3. «Experiencia. Límites y reflexiones respecto de la pretendida mejor regulación del mercado interior (*better regulation o high level regulation*)»].

(3) Directiva 2006/49/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito. *DOUE* L 177, de 30 de junio de 2006. También por la web <http://www.europa.eu>

(4) Directiva 2008/23/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de marzo de 2008, por la que se modifica la Directiva 2006/49/CE, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito, por lo que se refiere al ejercicio de las competencias de ejecución atribuidas a la Comisión. *DOUE* L 76/54, de 19 de marzo de 2008. El texto puede consultarse en la web <http://www.europa.eu>.

(5) Directiva 2006/73/CE, de la Comisión, de 10 de agosto de 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 empresas de inversión y términos definidos a efectos de dicha Directiva. *DOUE* L 241, de 2 de septiembre de 2006. También por la web <http://www.europa.eu>

(6) 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 del Consejo, en lo relativo a las obligaciones de las empresas de inversión 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 Directiva. *DOUE*, L. 241, de 2 de septiembre de 2006.

(7) Vid. RIERA *et al.* (2007:67). Para estos autores, el legislador comunitario presta atención al interés de los diferentes *stakeholders*: asesoramiento sobre las inversiones, los derivados sobre materias primas y contratos por diferencias; amplía las medidas de protección a clientes, fortaleciéndolas en relación con el «cliente minorista».

(8) «El alcance de la MiFID es muy amplio: todas las personas y entidades que actúan en los mercados de valores se verán afectados, cambiará la estructura de los mercados y afectará a la forma de operar de las empresas de inversión, a su organización y a cómo se relacionan con sus clientes.... Desde la perspectiva de las entidades que prestan servicios de inversión, la nueva regulación incide tanto en la *relación de las entidades con sus clientes* como en la existencia de

estructuras de gobierno y organizativas adecuadas y orientadas a crear una cultura general de control de riesgos y, muy en particular, de control de los riesgos de perjuicio al mercado y a los inversores debidos a los conflictos de interés en el seno de las entidades y de los grupos en los que se integran» (Documento de la CNMV: *Cómo afecta la MiFID a las entidades que prestan servicios de inversión*, accesible en la web: <http://www.cnmv.es>, consultada en mayo de 2009).

(9) «Pese a que no resulta posible determinar en estos momentos la preponderancia que adquirirá la autorregulación en los próximos años en nuestro país, lo que sí parece claro es que la posición del sector en la producción y adaptación de la normativa es cada vez más activa». (Vid. HERNÁNDEZ ALER y ÁLVAREZ, 2007:220).

(10) «Las entidades y sus clientes encontrarán el inconveniente de que la Directiva y sus normas de desarrollo son más bien principios o reglas muy generales, muy alejados de la norma imperativa que hemos conocido en el derecho continental, y que las normas nacionales difícilmente podrán conceder un mayor grado de seguridad jurídica. Ese mismo inconveniente lo padecerán, en cuanto a la interpretación y aplicación de la norma, los supervisores competentes. En este sentido, sería de la mayor importancia que los supervisores europeos actuaran con unos criterios razonablemente homogéneos, al objeto de evitar indeseables ventajas competitivas entre entidades situadas en distintas jurisdicciones». (Vid. URÍA FERNÁNDEZ, 2007:135).

(11) El enunciado «Directiva de los mercados de instrumentos financieros o Directiva sobre los servicios de inversión» se contenía en el Décimo Informe intermedio de la Comisión, de 2 de julio de 2004: «*Passer le cap préparer le passage à la phase suivante de l'intégration du marché des capitaux européen*».

(12) El plan de acción para los servicios financieros, de 1999 proviene, a su vez, de la Comunicación de 28 de octubre de 1998, titulada «Servicios financieros: establecimiento de un marco de actuación». Dicho plan se presentó en diciembre de 1998, y tiene su base en los acuerdos y deliberaciones del Grupo de Política de Servicios Financieros, integrado por representantes personales de los ministros de Hacienda y del Banco Central Europeo (BCE).

(13) El establecimiento del euro como catalizador de la modernización de los mercados europeos de valores mobiliarios e instrumentos derivados abrió paso a la instauración de un marco común para mercados integrados de valores mobiliarios e instrumentos derivados, así como para la prestación de servicios de inversión a escala transfronteriza. Ello implica la actualización de la Directiva sobre los servicios de inversión, la adopción de la relativa a la manipulación del mercado y la preparación de una comunicación que defina las normas de protección de los inversores informados y de los pequeños accionistas. [Documento COM (1999) 232 final].

(14) En la Comunicación [COM (1999) 232 final] se señalaba que los «numerosos obstáculos jurídicos, administrativos y de derecho privado obstaculizan la adquisición o la prestación transfronteriza de servicios de este tipo (cuenta bancaria única, créditos hipotecarios, etc.). La presente Comunicación define una serie de medidas prácticas que podrían adoptarse para poner remedio a esta situación; entre las que destacarán las de *información y transparencia*: el consumidor debe disponer de una información clara y comprensible cuando invierte todos o parte de sus ahorros en otro país. El 1 de febrero de 2001 la Comisión lanzó la red FIN-NET, que aspira a facilitar la resolución extrajudicial de los litigios en el ámbito financiero cuando el prestador de servicios está establecido en otro estado miembro, en orden a reforzar la confianza de los consumidores proponiéndoles alternativas simples, rápidas y poco costosas. Se trata, en definitiva, de encontrar un equilibrio en la aplicación de las normas de protección de consumidores... y equivalencias entre las normas cuya semejanza parezca evidente.»

(15) Vid. Noveno Informe intermedio de la Comisión, de 24 de noviembre de 2003. En él se dice: «Efectivamente, el PASF mejoró las perspectivas de crecimiento duradero mediante inversiones y oportu-

nidades de empleo...». Este informe intermedio de la Comisión llega a la conclusión de que «las disparidades entre las normas de buen gobierno de las empresas de los distintos estados miembros pueden crear obstáculos jurídicos y administrativos al buen funcionamiento del mercado financiero de la Unión. Por gobernanza empresarial se entiende un amplio abanico de cuestiones cuyas implicaciones para el mercado financiero no son claras. Toda iniciativa comunitaria deberá pues limitarse inicialmente al examen de los códigos nacionales de gobernanza empresarial aplicados en los estados miembros, con el fin de identificar las posibles barreras al correcto desarrollo de un mercado financiero único en la Unión».

(16) En la Comunicación de la Comisión de 21 de mayo de 2003 se resalta que en el plan de acción para la modernización del Derecho de sociedades y mejora de la gobernanza empresarial se comprenden las siguientes iniciativas: a) El plan de acción sobre servicios financieros, de 1999; b) la estrategia en materia de información financiera de 2000; c) la Comunicación sobre la política industrial en la Europa ampliada; la Comunicación sobre las prioridades en materia de auditoría legal en la Unión Europea.

(17) El Dictamen del Comité Económico y Social Europeo sobre el Libro Verde relativo a la política para los servicios financieros consideró esencial que las normas y propuestas de regulación superaran una prueba de competitividad, *so pena* de menoscabar la competitividad internacional de la Unión Europea, su estabilidad financiera y su capacidad para crear empleo.

(18) La propuesta de reforma del mercado financiero estadounidense es muy ambiciosa. Y supondrá: a) un cambio en la estructura o modelo de mercado, b) un cambio en la regulación. Dentro del programa en curso, reviste gran interés la creación de una Agencia de Protección del Consumidor Financiero (*Consumer Financial Protection Agency*, CFPA). Esta agencia se integra en la estructura de supervisión de los servicios financieros y se le reconocen amplias potestades normativas y funcionales. Más detalles en WARREN (2009).

(19) De conformidad con el art. 1.1 de la Directiva 2006/73/CE, 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 empresas de inversión, y términos definidos a efectos de dicha Directiva: «La presente Directiva establece las disposiciones de aplicación del artículo 4, apartado 1, punto 4».

(20) «En los últimos años ha aumentado el número de inversores que participan en los mercados financieros, donde encuentran una gama mucho más compleja de servicios e instrumentos. Esta evolución aconseja ampliar el marco jurídico comunitario, que debe recoger el conjunto de actividades al servicio del inversor. A tal fin, conviene alcanzar el grado de armonización necesario para ofrecer a los inversores un alto nivel de protección y permitir que las empresas de inversión presten servicios en toda la comunidad, ya que se trata de un mercado único, tomando como base la supervisión del país de origen. En vista de lo anterior, la Directiva 93/22/CEE debe ser sustituida por una nueva Directiva» (considerando 2).

(21) «La trascendencia de determinadas materias que se regulan bajo MiFID es tan significativa que industria y reguladores han advertido los riesgos de una normativa de alto nivel que permite un alcance amplio, quizás demasiado amplio, para la interpretación por los reguladores locales en relación con materias trascendentales para la formación de un mercado único de servicios financieros... Dicha trascendencia puede destacarse en dos planos claramente diferenciados: de un lado, en la clara interacción de las nuevas condiciones establecidas por MiFID con la regulación prevista por otras normas comunitarias de destacable papel en la construcción del mercado único de servicios financieros... En concreto, con la Directiva de requerimientos de capital, en la que están implicadas materias de Derecho societario de gran relevancia en las entidades de servicios e inversión (gobierno corporativo, sistemas de control interno y organización, responsabilidad de la alta dirección, registros y diligencia debida en el recurso a la externalización de funciones cruciales para las activida-

des financieras); de otro lado, en la diferente aproximación local que sobre algunas materias de extrema importancia para empresas de inversión e inversores está teniendo lugar en cada estado miembro (Vid. RIERA *et al.*, 2007:67).

(22) Vid. DÍAZ RUIZ y RUIZ BACHS (2008:16). En una línea parecida «MiFID. Crear un auténtico mercado interior de servicios financieros», en *Notas de actualidad jurídica europea* de la Fundación de la Comunidad Valenciana. Región Europea (FCVRE).

(23) «Las normas de transposición de la Directiva deberían aplicarse en un marco de eficiencia regulatoria y económica, sin perder de vista los intereses del mercado de valores y de sus intervinientes. El supervisor tiene ante sí el reto de aplicar, en el ejercicio de sus responsabilidades, principios de proporcionalidad y eficacia. Por un lado, modulando las exigencias al tipo de entidad, servicio y cliente que intervengan en cada circunstancia concreta, y por otro lado, valorando cada exigencia concreta mediante un análisis de sus costes y de los beneficios que aportará al mercado y a los inversores, de forma que no se pierda el objetivo final de incrementar la competitividad de nuestro mercado manteniendo elevados estándares de protección de los inversores (Vid. AA.VV., 2007:7).

(24) Información actualizada (http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid_implementation_en.htm)

(25) El Consejo de la Comunidad, en su reunión del 17 de julio de 2000, creó el comité de expertos sobre la reglamentación de los mercados de valores mobiliarios. En su informe final, propuso la introducción de nuevas técnicas legislativas basadas en cuatro niveles: principios generales, medidas de ejecución, cooperación y cumplimiento. El nivel 1, en el que se sitúa la Directiva, debe limitarse a enunciar principios «marco» de ámbito general, mientras que el nivel 2 debe contener medidas técnicas de ejecución que ha de adoptar la Comisión con la asistencia de un Comité (Consid. 64 Directiva 2004/39/CE).

(26) El desarrollo técnico de la MiFID se contiene en guías y recomendaciones elaboradas sucesivamente por el CESR; entre ellas, la guía para la comunicación de operaciones y mejor ejecución (07/-047, 07-050b) y las recomendaciones sobre la lista de registros mínimos bajo el artículo 51 de la Directiva de implementación (07-552c). La introducción de estas guías y recomendaciones ha estado precedida de consultas y no exenta de debates, como es el caso del asociado al uso de códigos estándares para el intercambio de la información entre los supervisores europeos (CESR 06/648b). Vid. más detalles respecto de los resultados de los niveles de regulación del mercado europeo de instrumentos financieros en ADARRAGA y LÓPEZ (2007: 86-91).

(27) «La regulación basada en principios sería aquella que no se agota con la promulgación de normas, cualquiera que sea su rango y jerarquía. Evidentemente, la producción de normas forma parte de cualquier sistema regulatorio y, desde luego, también de un esquema regulatorio basado en principios, si bien en esta aproximación las actuaciones del legislador o regulador deben completarse con otras iniciativas de carácter no legal o normativo» (Vid. HERNÁNDEZ ALER y ÁLVAREZ, 2007: 207).

(28) «La armonización “de mínimos” que la Directiva de Servicios de Inversión propugnaba, si bien obtuvo resultados muy positivos por cuanto supuso un paso importante hacia un mercado financiero único, propició también la existencia de arbitraje regulatorio, fenómeno que ha perjudicado a los estados que, como España, cuentan con legislaciones exigentes en cuanto a los requisitos que deben cumplir las entidades financieras» (HERNÁNDEZ ALER y ÁLVAREZ, 2007: 206).

(29) «A diferencia de la Directiva de Servicios de Inversión, MiFID establece una armonización mucho más completa del régimen jurídico de las entidades financieras y, asimismo, el procedimiento Lamfalussy ofrece mayores garantías de que la transposición que finalmente realicen los estados miembros resulte homogénea, reduciendo las posibilidades de arbitraje regulatorio. Para ello, resultan fundamentales las actuaciones desarrolladas en el nivel 3 —adopción de criterios interpretativos homogéneos— y en el nivel 4 —controles necesarios de

la Comisión que aseguren el cumplimiento del mandato comunitario por parte de los estados miembros» (HERNÁNDEZ ALER y ÁLVAREZ, 2007: 206).

(30) En este sentido, en relación con la reforma española de la LMV, se indica que «las normas MiFID no sólo regulan cada una de las cuestiones de las que versan con todo grado de detalle, sino que restringen y condicionan la capacidad de los estados miembros de establecer, e incluso conservar, requisitos adicionales al margen de lo establecido por las referidas normas»; por lo que los aciertos o desaciertos de la norma nacional serán atribuibles a la Directiva (Vid. DÍAZ RUIZ y RUIZ BACHS (2008: 15).

(31) «El futuro pasa por la transparencia en los precios. El cliente debe acostumbrarse a pagar por el asesoramiento que recibe para evitar la colocación de productos. Cuando hay una comisión fija de gestión se evitan muchas tentaciones». Así se decía en el diario *El País de los Negocios* de 31 de mayo de 2008: 25.

(32) También es muy destacable y útil la tarea del CESR en la interpretación de las normas de nivel 1 y 2, con el fin de garantizar que la aplicación de la MiFID sea uniforme y tenga efectos similares en los diferentes estados miembros de la UE. Vid. AA. VV. (2007: 41).

(33) «Es característica esencial de una regulación basada en principios que la misma requiere de un mayor esfuerzo por parte de todos los agentes implicados, esto es, tanto por el legislador como por los sujetos regulados». Vid. HERNÁNDEZ ALER y ÁLVAREZ (2007: 20).

(34) «La orientación propuesta tendría dos consecuencias altamente positivas: en primer lugar, fomentar la innovación al aumentar las posibilidades de competencia entre las entidades; y en segundo lugar, incrementar la responsabilidad de la alta dirección en el cumplimiento normativo» (Vid. HERNÁNDEZ ALER y ÁLVAREZ, 2007: 208).

(35) «Es indudable que el procedimiento Lamfalussy ha logrado importantes objetivos, entre los que destacan la mayor celeridad en el procedimiento legislativo comunitario y la creciente participación de la industria financiera en la elaboración de las normas». La importancia de participar activamente en los cauces legislativos se asumió por el sector financiero español y «prueba de ello es que en el denominado nivel 3 la participación local se ha multiplicado de forma significativa, alcanzando buenas cotas de presencia». (HERNÁNDEZ ALER y ÁLVAREZ, 2007: 206).

(36) El análisis del impacto regulatorio (AIR) es un método que permite evaluar la adecuación funcional de la norma y las causas económicas o jurídicas de los problemas detectados, con la consiguiente fundamentación de propuestas alternativas. Se trata pues de un «mecanismo para mejorar la producción de normas», ya que el AIR permite detectar «cuáles son los fallos del mercado que pretenden resolver» o si los «problemas detectados provienen de fallos en la regulación». Técnicamente, es un «procedimiento más o menos estructurado y amplio para elaborar y presentar propuestas normativas». La aplicación de este método al ámbito financiero se vincula al creciente protagonismo de la Comisión Europea en la producción normativa, expresado en el Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF) para 2005-2010. (Vid. GARCÍA SANTOS, 2007: 51).

(37) De acuerdo con la Directiva de nivel 2, las entidades habrán de someterse a unos principios generales y adecuarse al tamaño y organización de la empresa y a la naturaleza, escala y complejidad de su actividad. «Este reconocimiento del rol que deben desempeñar las entidades financieras está basado fundamentalmente en los trabajos que ha desarrollado IOSCO (*Statement of principles for addressing sell-side securities analyst conflicts of interest*)». En este último documento se mencionan los códigos de conducta elaborados por la industria como medio para regular los conflictos de interés (especialmente en lo referente al análisis). Vid. HERNÁNDEZ ALER y ÁLVAREZ (2007: 219).

(38) «El mandato encomendado al CESR es amplio y, entre otras cuestiones, engloba consultas sobre mejor ejecución, incentivos, reporting de transacciones y registros. En general, debido a las lagu-

nas en la legislación nacional y al temor de los estados miembros de sobrepasar el *gold plating*, la labor del CESR ha sido sumamente valiosa como herramienta para los diferentes participantes afectados por este proceso de cambio regulatorio a la hora de prepararse para la transformación impulsada en el marco del Plan de Acción de Servicios Financieros, en el supuesto de que su aproximación al ámbito regulatorio tenga un enfoque proactivo y preparatorio, y no únicamente reactivo». Vid. RIERA *et al.* (2007: 66).

(39) Al entusiasmo inicial por el nuevo modelo le ha sucedido un período de reflexión.

Por una parte, el propio profesor Alexandre Lamfalussy ha manifestado: 1) su preocupación sobre la laxitud y el posible desgaste que origina el recurso reiterado a las consultas previsto en cada una de las fases del procedimiento, que si bien facilita un detenido examen de las normas, puede en ocasiones, suponer un retraso innecesario y poco justificado a la luz de los beneficios obtenidos, amén de un desgaste derivado de las consultas, o *consultation fatigue*; 2) se ha constatado que la asistencia de las asociaciones y representantes de inversores minoristas era escasa a pesar de ser un *stakeholder* importante, y 3) el trabajo del CESR debe elogiarse, aunque señaló la fatiga normativa como un problema potencial, reconociendo que: «Los estados miembros están obligados a transponer muchas de las iniciativas de la Unión Europea además de aplicar su propia legislación nacional; todo ello supone una carga de iniciativas regulatorias significativas y, por tanto, debe ser cuidadosamente gestionada».

Por otra parte, el Comité Económico y Social Europeo, en su dictamen sobre el Libro Verde, ha recomendado que las normas de desarrollo del PASF se aprueben tras un análisis coste-beneficio de su impacto sobre la industria. Vid. RIERA *et al.* (2007: 65).

(40) «La sobrecarga regulatoria de las entidades es una de las grandes preocupaciones del sector; respecto a la cual, las diferentes instancias legisladoras deberían, en nuestra opinión, tener en consideración y valorar en los futuros desarrollos legislativos». (Vid. RIERA *et al.* (2007: 66).

(41) La estructura compleja y sofisticada de los productos y servicios de inversión ofertados por las entidades explica la opción de la MiFID por establecer criterios de adecuación en la oferta a los inversores de estos productos. Pero existen diferentes enfoques en los entornos nacionales a la hora de delimitar los productos complejos de los no complejos y, con carácter previo, clarificar el alcance del producto MiFID sujeto a las condiciones de conducta de la propia Directiva. Así, Portugal considera los *unit linked* y los planes de pensiones como productos MiFID. Sin embargo, su caracterización de productos típicamente aseguradores ha llevado a su exclusión en Francia, Alemania, Italia, Bélgica y Luxemburgo. Vid. RIERA *et al.* (2007: 68-69).

(42) En el Derecho comparado (Alemania y, de modo parecido en Italia o Francia) se coincide en entender que las entidades de inversión recaban de sus clientes información mínima necesaria para determinar, al menos, la adecuación (*appropriateness*) entre el perfil del cliente y el producto o servicio en el que está interesado. En cambio, en España existe una intensa discusión acerca de la conveniencia de delimitar las actividades de mera venta del producto ligadas a la comercialización de productos frente a la evaluación de las circunstancias personales del cliente, propias del asesoramiento sobre inversión. Vid. RIERA *et al.* (2007: 68).

(43) La posición mayoritaria en los estados miembros es asignar a las remuneraciones, normalmente retrocesiones que las gestoras de inversión colectiva satisfacen a los distribuidores locales como modo de soportar los servicios inherentes a la red de distribución de éstos, el tratamiento de «incentivos» regulado bajo la Directiva MiFID, sin que parezca adoptarse una posición provisional común. En Francia, Alemania y Luxemburgo apuestan por no aceptar su tratamiento como *proper fees* frente a países como Bélgica o Italia, donde esa postura parece tener mayor fuerza, aunque con la provisionalidad que

deriva de la falta de normas efectivas de transposición. Estas diferencias de interpretación en la distribución de productos financieros a escala paneuropea pueden suponer un obstáculo claro a la libre y homogénea oferta de instrumentos financieros en el mercado europeo, con implicaciones directas en las posibilidades de elección del consumidor que ello conlleva (RIERA *et al.*, 2007: 68).

(44) «La convergencia es un objetivo que podrá ser conseguido en el medio o largo plazo, cuando la inercia de los mercados y de las economías vayan acercando y alineando los servicios financieros, las entidades financieras y los mercados financieros con sus clientes de un modo uniforme en el ámbito de la Unión Europea». Vid. RIERA *et al.*, 2007: 69).

(45) «Del conjunto de las tres normas (Directiva de nivel 1, Directiva de nivel 2 y Reglamento), se pueden resumir las novedades que mayor efecto tienen sobre los mercados regulados en los tres siguientes grupos de disposiciones: (i) la multiplicidad de centros de ejecución de órdenes, que en el nuevo marco legislativo se extienden a mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación e internalizadores sistemáticos, (ii) la armonización de los parámetros operativos en los centros de ejecución, con objeto de paliar los efectos negativos de la fragmentación. En particular, las obligaciones de transparencia previa y posterior a la negociación, así como la declaración de operaciones y demás medidas tendentes a preservar la integridad del mercado, (iii) las disposiciones encaminadas a asegurar la protección del inversor, principalmente la obligación de mejor ejecución de órdenes. Existe un consenso generalizado acerca de que la MiFID tendrá un efecto mucho más limitado en los mercados regulados que en las ESI. Éstos continuarán siendo, previsiblemente, los proveedores principales de liquidez y de formación de precios». (Vid. ADARRAGA y LÓPEZ, 2007: 92).

(46) «Parece acertada la posibilidad de que las personas físicas se puedan constituir como EAF, tal y como lo habían solicitado las Asociaciones de Profesionales entre las que se encuentra el Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF)». Vid. AA.VV. (2007: 33).

(47) Los intermediarios cada vez más actúan o pueden actuar como mercados, y éstos cada vez más actúan como empresas de servicios (de difusión de información, de análisis, de sistemas de acceso a mercados o servicios a clientes...). Estamos, en consecuencia, ante un nuevo modelo de negociación que introducirá importantes cambios en las relaciones cliente-intermediario e impone la necesidad de revisar las normas de actuación exigidas a éstos incorporando criterios que hasta ahora sólo se venían aplicando a los mercados. «Ese solapamiento, y consiguiente cambio de papeles, se extiende también a la supervisión sobre mercados e intermediarios que hoy deberá confluir en muchos aspectos, frente al modelo tradicional en el que las autoridades supervisoras diferenciaban claramente la vigilancia de los mercados, de la supervisión de la actividad de sus miembros, tanto desde el punto de vista de los requisitos organizativos como de las normas de conducta». Vid. AA.VV. (2007: 22).

(48) «Los agentes deben reunir los requisitos de honorabilidad y poseer conocimientos y experiencia apropiadas a la función desarrollada. La actuación del agente será por cuenta y bajo la responsabilidad plena e incondicional de la ESI que lo haya contratado». Vid. CASTRO APARICIO (2007: 61).

(49) «El número de asesores independientes es muy elevado y su actuación a veces incorpora riesgos y muchas veces enmascara otros servicios diferentes para los que se exigen mayores requisitos en el Anteproyecto de Ley española. Es por ello previsible que sean muchas las personas físicas que se constituyan y registren como EAF, lo que puede plantear dificultades de supervisión efectiva. Parece, por tanto, que ésta es una buena ocasión para potenciar la autorregulación del sector permitiendo que las Asociaciones Profesionales se ocupen de vigilar el cumplimiento de sus códigos deontológicos, de la formación exigible a sus componentes, y del mantenimiento de estándares profesionales y de servicio adecuados». Vid. AA.VV. (2007: 33).

(50) Entidades de crédito autorizadas con arreglo a la Directiva 2000/12/CE, cuando presten uno o varios servicios o realicen una o varias actividades de inversión.

(51) «La inclusión o exclusión del ámbito de aplicación de la MiFID a algunas personas o entidades o de una parte de los servicios prestados o de las actividades desarrolladas por otras no implica, en ningún caso, falta de protección para los clientes de estas entidades», porque «en todos y cada uno de esos supuestos, resultan aplicables otras normas, europeas o nacionales, que garantizan a los clientes unos estándares adecuados de protección, siempre bajo la tutela de los órganos y organismos supervisores que, en cada caso, son competentes». Así, el considerando 14 del preámbulo de la Directiva justifica la exclusión de las instituciones de inversión colectiva y de los fondos de pensiones en el hecho de que «están sujetos a normas específicas directamente adaptadas a sus actividades» (URÍA FERNÁNDEZ, 2007: 123).

(52) La Directiva 2002/65/CE, de 23 de diciembre, ha sido objeto de estudio en FLORES DOÑA (2009).

(53) «En relación con el cliente, se advierte que las situaciones de cotitularidad pueden alcanzar perfiles nuevos, como cuando quien da la orden tiene una categoría de cliente que no corresponde a los demás cotitulares». *Vid.* AA.VV. (2007: 26).

(54) Se ha entendido desafortunada la expresión «contraparte elegible» de la MiFID para referirse a una clase de cliente. No obstante, también se ha indicado que «no es menos cierto que la expresión “clientes especiales” no permite diferenciar a estos clientes de los que tienen la condición de profesionales o minoristas (no son éstos también “clientes especiales”) como tampoco es un criterio delimitador eficaz el hecho de que estén sujetos a un “estatuto peculiar”, en tanto que los clientes profesionales también lo están, en contraposición al “estatuto general” que, en principio, se aplicaría a los clientes minoristas» (URÍA FERNÁNDEZ, 2007: 127).

(55) *Vid.* HERNÁNDEZ ALER Y ÁLVAREZ (2007: 217). Las organizaciones tendrán que volver a segmentar con eficacia toda su base de clientes y aplicar requisitos de información y transparencia a aquéllos que pertenezcan a la categoría minorista. «El efecto del *repapering*, es una buena prueba además de la interacción entre materias esenciales establecidas por la MiFID (categorización de clientes-requisitos diferentes de información-gestión de recursos para las empresas ante el nuevo estándar de cumplimiento). Será interesante comprobar cómo las firmas se estructuran en torno a estas nuevas condiciones de juego y tendremos la ocasión de observar la especialización o no de algunas firmas de inversión que decidan trabajar únicamente con determinadas categorías de clientes». *Vid.* RIERA *et al.* (2007: 67).

(56) «En el marco de la evaluación antes citada, debe comprobarse que se cumplen, como mínimo, dos de los siguientes criterios:

— que el cliente haya realizado en el mercado de valores de que se trate operaciones de volumen significativo con una frecuencia media de 10 por trimestre durante los cuatro trimestres anteriores;

— que el valor de la cartera de instrumentos financieros del cliente, formada por depósitos de efectivo e instrumentos financieros, sea superior a 500.000 €.

— que el cliente ocupe o haya ocupado por lo menos durante un año un cargo profesional en el sector financiero que requiera conocimientos sobre las operaciones o los servicios previstos».

(57) «Estas categorías no se conciben como compartimentos estancos, sino que puede modificarse a posteriori. Los clientes profesionales o contrapartes elegibles pueden solicitar un nivel mayor de protección.

Los clientes minoristas pueden renunciar a ella, siempre que lo soliciten, cumplan ciertos requisitos y la entidad compruebe satisfactoriamente su experiencia y conocimientos de acuerdo al procedimiento previsto al efecto (*Vid.* DÍAZ RUIZ y RUIZ BACHS, 2008: 22). En

esta idea insiste URÍA FERNÁNDEZ (2007: 127) cuando dice que «la empresa de servicios de inversión debe valorar adecuadamente la competencia, la experiencia y los conocimientos del cliente para llegar a la conclusión de que, efectivamente, el cliente posee unos conocimientos y experiencia comparables a la de los clientes profesionales, lo que le permite tomar sus propias decisiones en materia de inversión y comprender los riesgos en que incurre».

(58) «De conformidad con la Directiva, las empresas de inversión deben estar autorizadas a tratar como profesionales a determinados clientes que no tienen esa consideración, siempre que éstos renuncien a parte de la protección que les ofrecen las normas de conducta establecidas para las empresas de inversión» (*Vid.* URÍA FERNÁNDEZ, 2007: 127).

(59) Aun cuando el código de conducta de los mercados de valores establecía obligaciones similares en el artículo 4, la Directiva de nivel 2 endurece las disposiciones mencionadas.

(60) Sin duda, la «decisión dista de ser fácil. La elaboración de un test reducido puede entrañar un riesgo regulatorio si el supervisor estima que el mismo no es suficiente para conocer adecuadamente al cliente. Por el contrario, un test excesivamente exhaustivo, acarrea una desventaja comercial competitiva respecto de otras entidades que sean más laxas en su elaboración» (*Vid.* HERNÁNDEZ ALER Y ÁLVAREZ, 2008: 218).

(61) La renuncia al trato profesional es «una decisión jurídicamente relevante por cuanto altera el régimen aplicable a las relaciones entre las entidades y sus clientes, incidiendo sobre las responsabilidades potenciales de aquéllas. La MiFID muestra una cierta desconfianza ante este supuesto, por lo que el apartado segundo del anexo II establece un procedimiento reglado para la renuncia a la protección derivada de la condición de cliente minorista» (*Vid.* URÍA FERNÁNDEZ, 2007: 128).

(62) Entre los silencios de la Directiva y de la Ley española se encuentra la ausencia del concepto de instrumento financiero derivado, que se ha caracterizado por la doctrina de «contratos..., generalmente no transmisibles de forma generalizada e impersonal..., que permiten la posibilidad de negociación normalmente interponiendo a otra parte que actúa como contrapartida central, porque ni siquiera en estos casos son transmisibles del mismo modo que los valores». Entre las modalidades y tipos de contratos de derivados o instrumentos derivados se distingue «entre los *comodity* y los *financiar derivativos*, según que el subyacente sea un activo material..., o un activo de carácter financiero» (*Vid.* DÍAZ RUIZ, 2008: 149).

(63) «Los depósitos bancarios ordinarios —aquellos contratos por los que una entidad de crédito recibe fondos del público con las obligaciones de reembolso del principal al término pactado y de pago de intereses— no cuentan con una regulación específica respecto de los depósitos mercantiles, diferenciándose de los mismos por el hecho de que una de las partes del contrato es una entidad de crédito que recibe fondos reembolsables en su totalidad, que la entidad de crédito normalmente dedica a su actividad típica de la concesión de créditos y por lo tanto nos encontramos ante productos bancarios». (*Vid.* AA.VV., 2007: 26).

(64) «Los depósitos estructurados en los que la entidad de crédito no se compromete a la devolución íntegra e incondicional del principal, quedando su restitución vinculada a la evolución de uno o más valores cotizados o de un índice, pese a su denominación como depósitos, debe considerarse que son productos de inversión. Por ello, deben quedar incluidos dentro del concepto de instrumento financiero a que se refiere el artículo 2 de la LMV, ya que la naturaleza propia del depósito queda desvirtuada por el riesgo de pérdida del principal». Por el contrario, «Los depósitos estructurados en los que la entidad de crédito se compromete a la devolución íntegra e incondicional del principal, son auténticos depósitos bancarios y, por ende, contratos bancarios, que han de quedar fuera de la MiFID, toda vez que la circunstancia de que el importe del pago de los intereses se fije en base a inversiones en instrumentos financieros no desvirtúa su naturaleza

de depósito bancario. En efecto, en estos depósitos siguen concu- rriendo sus características diferenciadoras: custodia de los fondos, devolución de los mismos y pago de intereses» (Vid. AA.VV., 2007: 27).

(65) La Comisión Europea ha entendido que no es intención de la Directiva MiFID extender su ámbito de aplicación a los *unit linked*. Aunque este pronunciamiento no tiene carácter vinculante, lo cierto es que estas declaraciones se preparan por los servicios de la Comisión, conjuntamente con el CESR y los distintos Estados miembros, de modo que constituyen comunicaciones importantes que merecen ser tenidas en cuenta. Vid. AA.VV., 2007: 27.

(66) El carácter cerrado de la lista delimitadora de los servicios y actividades de inversión está implícita en la contundencia de URÍA FERNÁNDEZ (2007: 123) cuando dice: «Es decir, y para que ello quede totalmente claro: se encuentran comprendidos en el ámbito objetivo de aplicación de la MiFID sola y exclusivamente los servicios y actividades enumerados en la sección A de su anexo I cuando se refieren a los instrumentos comprendidos en la sección C del mismo anexo. Otros servicios y actividades, o esos mismos cuando se refieran a otros instrumentos no estarán comprendidos en el ámbito de aplicación de la Directiva».

(67) «Las empresas de servicios de inversión pueden ser autorizadas para gestionar un SMN, que es una plataforma de negociación, esto es, un nuevo tipo de mercado que, aunque no está prohibido por la normativa vigente, no está sujeto a la normativa comunitaria ni, por tanto, puede disfrutar en la actualidad del pasaporte. Con la futura reforma, este tipo de mercado puede ser gestionado por una empresa de servicios de inversión o por la sociedad rectora de un mercado regulado (mercado secundario oficial en la terminología española), y permite reunir —dentro del sistema y según normas no discrecionales— las diversas ofertas de compra y venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros» (CASTRO APARICIO, 2007: 53).

(68) «Se introducen dos nuevos servicios auxiliares: la realización de informes y análisis financieros u otras formas de recomendación general relativa a las operaciones con instrumentos financieros y los servicios relativos al subyacente de los nuevos derivados que entran en el ámbito de aplicación de la Directiva, y cuyo subyacente no es financiero (contratos de opciones, futuros y otros contratos de derivados relacionados con materias primas a liquidar por diferencias o mediante entrega del subyacente; y contratos de opciones, futuros y otros contratos de derivados relacionados con variables climáticas, tasas de inflación u otras estadísticas económicas oficiales, etc.)» (CASTRO APARICIO, 2007: 53).

(69) La ejecución de órdenes es la «conclusión de acuerdos de compra o venta de uno o más instrumentos financieros por cuenta de clientes».

(70) La delimitación y frontera entre la actividad de «comercialización de productos y servicios de inversión» y la relacionada con los «servicios de asesoramiento y ejecución de órdenes» ha preocupado a las entidades de crédito porque si «podía o no homologarse a una de estas categorías» tendría la «muy relevante consecuencia jurídica de que la actividad de comercialización pasaría a encontrarse sujeta al cumplimiento de los requerimientos que para la ejecución de órdenes de los clientes o el asesoramiento se establecen en la MiFID» (URÍA FERNÁNDEZ, 2007: 125).

(71) Vid. AA.VV. (2007: 24), en referencia al trabajo de URÍA FERNÁNDEZ (2007).

(72) El concepto del término comercialización de servicios financieros es el esbozado en el considerando 30 de la Directiva. En este sentido, URÍA FERNÁNDEZ (2007: 125) indica, que «En mi opinión, el concepto que se concluye en este considerando equivale a la actividad de comercialización».

(73) La exclusión de la actividad de comercialización de los servicios de inversión tiene los siguientes efectos prácticos en cuanto a la determinación del deber de actuación de la entidad frente a sus clien-

tes: A) si presta asesoramiento en materia de inversión, la entidad deberá recabar al cliente la información precisa con el fin de determinar la idoneidad del producto o del servicio (test de idoneidad); B) si sólo realiza una actividad de comercialización, se trataría de la prestación del servicio auxiliar contemplado en el número 5 de la sección B, del anexo I, y no está prestando servicio o actividad accesoria alguna. Entre las consecuencias, puede señalarse que si, como resultado de la actividad de comercialización realizada por una entidad, un cliente solicita la prestación de un servicio de inversión, este se puede entender prestado a solicitud del cliente, y por lo tanto: a) si el servicio solicitado como consecuencia de la actividad de comercialización es la gestión discrecional de carteras o el de asesoramiento en materia de inversión, la entidad habrá de recabar al cliente los datos que la Directiva exige para la prestación de estos servicios (test de idoneidad); b) si el servicio solicitado es el de mera ejecución, habría que diferenciar entre instrumentos complejos o no complejos: *no complejos*: el servicio podría prestarse sin recabar información alguna del cliente; *complejos*: sería necesario solicitar del cliente la información relativa al test de conveniencia. Vid. AA.VV. (2007: 25).

(74) El art. 2 (8) del Reglamento (CE) 1287/2006 define «sistema de negociación» como «un mercado regulado, SMN o internalizador sistemático cuando actúa como tal y, cuando proceda, un sistema fuera de la Comunidad con funciones similares a un mercado regulado o SMN».

(75) Entre los parámetros de armonización encauzados a minimizar los riesgos de fragmentación del mercado y asegurar la competencia entre los sistemas de negociación se encuentran «las obligaciones de transparencia previa y posterior a la negociación, así como la declaración de operaciones y demás medidas tendentes a preservar la integridad del mercado» (Vid. ADARRAGA y LÓPEZ, 2007: 92).

(76) Art. 4.1.13 de la Directiva MiFID: «Gestor del mercado: la persona o personas que gestionan o desarrollan la actividad de un mercado regulado. El gestor del mercado puede ser el propio mercado regulado».

(77) Vid. DÍAZ RUIZ y RUIZ BACHS (2008: 18). Según CASTRO APARICIO (2007: 54): «En cuanto a los mercados secundarios oficiales, se amplía el conjunto de normas que les afectan (requisitos referentes al otorgamiento y la revocación de la autorización; condiciones para el ejercicio de la actividad; experiencia y honorabilidad de las personas que los dirigen; idoneidad de los accionistas significativos; requisitos de organización; capacidad del mercado para establecer normas de admisión, suspensión y exclusión de cotización; normas sobre los miembros de los mercados y requisitos de transparencia con carácter anterior y posterior a la negociación para garantizar la representatividad del precio de cotización de las acciones en un mercado regulado)».

(78) Directiva 2003/71/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores, y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE

(79) Directiva 2004/109/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado, y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE.

(80) Dos claros ejemplos de esta motivación son los emisores latinoamericanos que admiten sus acciones a cotización en Latibex y las SICAV que se negocian en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) (DÍAZ RUIZ y RUIZ BACHS (2008: 19).

(81) «Las empresas de servicios de inversión que se dedican a la internalización sistemática, es decir, ofrecen un servicio de forma organizada, frecuente y sistemática de negociación por cuenta propia en instrumentos financieros, casando las órdenes de sus clientes con otros clientes o con su propia cartera de negociación, sin remitir las órdenes a los mercados regulados o a los SMN». Lo que en el anterior régimen se denominaban aplicaciones y que ahora no estarán

sometidas a una obligación de comunicación a la Bolsa ni a requisitos de precio o volumen». Vid. DÍAZ-RUIZ y RUIZ BACHS (2008: 17).

(82) El art. 27 de la Directiva de nivel 1 obliga a los internalizadores a publicar las cotizaciones en firme de todas aquellas acciones para las que existe un mercado líquido, dejando para el nivel 2 la especificación de un concepto laxo. El art. 22 del Reglamento dispone que se considerará que una acción tiene un mercado líquido cuando se crucen más de 500 operaciones diarias o se negocien más de 2.000.000 de euros al día de media.

Para proteger a los mercados pequeños, en los que sería difícil alcanzar cualquiera de estas dos condiciones, se permite la asignación discrecional de, como máximo, cinco acciones consideradas líquidas para todas las jurisdicciones. (Vid. ADARRAGA y LÓPEZ MÁRQUEZ (2007: 89).

(83) Tamaño estándar de mercado. El art. 27 limita la obligación de publicar cotizaciones en firme a las órdenes menores del denominado «tamaño estándar de mercado». En la tabla 3 que se anexa al Reglamento se especifica este tamaño como una función del volumen medio de las operaciones. Así, por ejemplo, si las operaciones de un valor tienen un volumen medio de hasta 10.000 euros, el tamaño estándar es de 7.500 euros; si ese volumen está comprendido entre 70.000 y 90.000 euros, el tamaño estándar es de 80.000 euros. Vid. ADARRAGA y LÓPEZ MÁRQUEZ (2007: 89).

(84) Los internalizadores sistemáticos pueden mejorar el precio de las órdenes recibidas de sus clientes profesionales si éste cae en un rango cercano a las condiciones de mercado y el volumen es mayor que el «tamaño minorista» (art. 27 de la Directiva de nivel 1). El Reglamento fija este tamaño en 7.500 euros en su art. 26. Vid. ADARRAGA y LÓPEZ MÁRQUEZ (2007: 89).

(85) «Y decimos nuevo tipo porque, aunque tiende a olvidarse, el hecho es que los mercados regulados en Europa llevan ya años desarrollando su actividad en un entorno competitivo, desde la creación de SEAQ International (Internacional era un mercado mayorista de la Bolsa de Londres en el que se negociaban valores internacionales. Inició sus operaciones en 1985 y cerró definitivamente en septiembre de 2004), a mediados de los ochenta, en el marco del llamado Bing Bang de la plaza londinense. Durante los años noventa diversas plataformas alternativas (EASDAQ. Es un mercado paneuropeo con sede en Bruselas, creado a semejanza del NASDAQ norteamericano. Comenzó sus operaciones en 1996 y, tras ser adquirido por NASDAQ en 2001, se ha convertido en EQUIDUC); Jway (plataforma alternativa de negociación lanzada por el grupo sueco OM y Morgan Stanley en 2000. Terminó su actividad en 2003), Tradepoint (plataforma de negociación electrónica lanzada por JP Morgan Stanley y otros bancos de inversión. Comenzó a operar en el Reino Unido, en 1992, aunque no obtuvo su licencia de mercado hasta 1995. En 2001 fue adquirido por la Bolsa suiza para formar Virt-x, entre otras) nacieron con desigual fortuna. El alto grado de automatización de los mercados regulados europeos, todos ellos electrónicos y dirigidos por órdenes, reducía el nicho de negocio de estos nuevos sistemas, la mayoría de los cuales terminaron por desaparecer» Vid. ADARRAGA y LÓPEZ (2007: 93).

(86) «El reconocimiento de nuevos centros de contratación crea un nuevo contexto cuya principal consecuencia es la difuminación de la frontera existente entre los mercados y los intermediarios. Por un lado, porque los propios intermediarios podrán gestionar un mercado (SMN) o «convertirse en mercados» al actuar como IS. Por otro, porque la propia evolución de la industria hace que los mercados actúen cada vez más como empresas de servicios. Vid. AA.VV. (2007: 44).

(87) El Reglamento 1297/2006 dice: «Un componente esencial de este marco es un alto grado de transparencia, a fin de garantizar unas condiciones de competencia equitativas entre los sistemas de negociación e impedir que el mecanismo de formación de precios por lo que se refiere a acciones particulares se vea obstaculizado por la fragmentación de la liquidez, lo que perjudicaría a los inversores» (considerando 5).

(88) «Sin embargo, la amenaza de una verdadera competencia con las bolsas locales se puede producir tal vez no desde la industria financiera doméstica, sino por actores externos. En efecto, nuestros intermediarios financieros carecen de tradición en la internalización de órdenes y de gestión de SMN, no así los bancos de inversión extranjeros (ingleses y norteamericanos radicados en el territorio de la Unión), que desempeñan tales actividades desde años atrás. En este sentido, debe recordarse que el pasaporte comunitario de la MiFID ampara la gestión de esos sistemas de negociación, con lo que es altamente probable que en un futuro tal vez no muy lejano dichos participantes decidan desarrollar en nuestro país esta actividad. Esta nueva situación, se verá también influida por la posibilidad de acceso remoto a la negociación, que reconoce la Directiva». Vid. AA.VV. (2007: 21).

(89) «Se ha señalado, que el nuevo escenario podría dar lugar al fenómeno conocido como *cream skimming*, consistente en la selección, por parte de los eventuales internalizadores sistemáticos, de las órdenes de menor riesgo, o que incorporan mayor nivel de información». Vid. LEE (2002).

(90) La multiplicidad de centros de negociación tiene potenciales efectos negativos sobre la calidad de los precios de las operaciones: puede disminuir la probabilidad de *case* y, en consecuencia, aumentar la volatilidad de las cotizaciones». Vid. ADARRAGA y LÓPEZ (2007: 93).

(91) «Habrá que esperar algún tiempo para evaluar si los nuevos centros de negociación reconocidos por la Directiva son capaces de detraer parte de la liquidez de los actuales mercados regulados, para lo que, a su vez, se tendrá que prestar especial atención a los movimientos de consolidación, tanto europeos como transatlánticos, que se están produciendo entre estos mercados» (AA.VV., 2007: 21).

(92) «La MiFID supondrá, en general, un endurecimiento de las exigencias que deben cumplir las entidades que prestan servicios frente a sus clientes minoristas en cuanto a normas de conducta, tales como las obligaciones: a) de conocer al cliente y de informarle, b) registro de contratos, c) gestión de órdenes y la política de mejor ejecución». Vid. DÍAZ RUIZ y RUIZ BACHS (2008: 22).

(93) «La MiFID opta por una extensa regulación de las normas de conducta que han de observar las entidades de servicios de inversión que, si bien merece alguna crítica, tiene el valor de que instaura un marco único de actuación para un mercado único» (AA.VV., 2007: 4).

(94) «En general, en el caso de los clientes profesionales, la aplicación de las normas de carácter tuitivo es más reducida, por lo que se introduce un régimen más flexible de normas de conducta; por ejemplo, en cuanto al régimen de información, registro de contratos, principio de mejor ejecución o ejecución óptima, etc., mientras que en el caso de las contrapartes elegibles prácticamente resultan inexistentes». Vid. CASTRO APARICIO (2007: 58).

(95) Desde un punto de vista estratégico, «la inclusión o exclusión de determinados instrumentos financieros bajo las normas MiFID puede ser también considerada: a) como una ventaja, pues limita los costes de adaptación, para las entidades que ofrecen también productos no MiFID, y b) como una oportunidad voluntaria, para aquellas entidades que decidan extender el régimen de protección que señala la Directiva a todos los instrumentos que comercialice la entidad y puedan ser sustitutivos de los instrumentos MiFID». Vid. AA.VV., 2007: 43.

(96) El considerando 5 del Reglamento (CE) 1287/2006, de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, dice: «Un componente esencial de este marco es un alto grado de transparencia, a fin de garantizar unas condiciones de competencia equitativas entre los sistemas de negociación e impedir que el mecanismo de formación de precios por lo que se refiere a acciones particulares se vea obstaculizado por la fragmentación de la liquidez, lo que perjudicaría a los inversores».

(97) La vigencia de la MiFID llevó a una juez de primera instancia estimar la demanda por incumplimiento de la obligación de información y de diligencia, impuesta al Banco a lo largo de la vigencia del contrato. En este sentido se indicó, que «la demandada no cumplió

de forma diligente con esa obligación de asesoramiento e información al cliente acerca de elementos que resultaban esenciales para decidir acerca de la venta de los bonos adquiridos aun cuando ello hubiera supuesto una pérdida respecto del valor de estos» (Fundamento de Derecho, tercero y de la sentencia del Juzgado de Primera Instancia de Madrid, Sección Primera, de 2 de septiembre de 2009, Id. Cendoj: 28079420012009100001).

(98) Vid. HERNÁNDEZ ALER y ÁLVAREZ (2007: 219). Para estos autores, «Las obligaciones de información anteriores a la prestación de un servicio tienen por objeto informar al cliente acerca de la entidad y los servicios que presta, los riesgos que el cliente asume, su calificación como minorista o profesional, y sobre los gastos y costes asociados al servicio».

(99) Dentro de las normas que buscan incrementar la protección de los clientes se encuentran las exigentes obligaciones de información que la MiFID contempla, tanto con carácter previo a la prestación del servicio, incluyendo la publicidad y comunicaciones comerciales que las entidades realicen, como con posterioridad a la prestación del mismo». Vid. HERNÁNDEZ ALER y ÁLVAREZ (2007: 218).

(100) «Con posterioridad a la prestación del servicio, la entidad financiera deberá proporcionar al cliente información referente a la ejecución del servicio. En caso de que el servicio prestado sea el de gestión de carteras, la obligación se refiere a la entrega de un estado periódico comprensivo de las actividades de gestión de la cartera realizadas durante el periodo a que se refiere el estado». Vid. HERNÁNDEZ ALER y ÁLVAREZ (2007: 219).

(101) «Los escándalos financieros que sacudieron los mercados de valores en la década de los noventa y principios de los 2000 pusieron de manifiesto que un alto número de intermediarios financieros no gestionaban adecuadamente sus conflictos de intereses. Por ejemplo, no existían suficientes mecanismos de control que garantizaran que la información confidencial no pudiera utilizarse con fines ilícitos, ni que la prestación de determinados servicios financieros estuviera condicionada por la realización de otro tipo de actividades dentro de la entidad». Vid. SASTRE CORCHADO (2008: 228).

(102) Es síntesis de SASTRE CORCHADO (2008: 229 y ss.). Para este autor, «La realización de forma simultánea de actividades de banca de inversión, intermediación, operativa por cuenta propia y gestión de carteras (incluyendo la gestión de fondos de inversión) son una fuente de conflicto que ha sido ampliamente estudiada por la literatura económica», literatura que el autor comenta.

(103) Según la Directiva, y sólo respecto de los productos cubiertos por ella, únicamente los pagos o cobros que puedan considerarse «pagos adecuados» (entre otros, los vinculados a gastos de ejecución o liquidación de la operación) son directamente lícitos. Cualquier otro pago o cobro de o a un tercero que no provenga del cliente debe superar —para no estar prohibido— un doble test: 1) estar diseñado para mejorar el servicio al cliente, y 2) que el pago o cobro no perjudique la posibilidad de tratar al cliente con honestidad, imparcialidad y neutralidad. Si el pago o cobro supera este doble test, en todo caso hay que dar al cliente información suficiente que le permita comprender el importe y naturaleza del cobro o pago.» Vid. AA.VV. (2007: 31-32).

(104) «..., el mejor resultado posible vendrá dado en términos de contraprestación total, que incluirá el precio del instrumento y los costes asociados a la ejecución de la orden (cánones de contratación, compensación y liquidación entre otros)». Vid. ADARRAGA y LÓPEZ (2007: 95).

(105) Vid. CASTRO APARICIO (2007: 59). En un sentido similar se dice que: «En el caso de clientes minoristas, el mejor resultado posible vendrá dado en términos de contraprestación total, que incluirá el precio del instrumento y los costes asociados a la ejecución de la orden (cánones de contratación, compensación y liquidación entre otros)». Vid. ADARRAGA y LÓPEZ (2007: 95).

(106) «La MiFID, al plantear la ampliación del pasaporte a nuevos servicios de inversiones, así como la revisión de los entornos de nego-

ciación de instrumentos financieros, requiere una nueva forma de supervisión y de distribución de competencias entre los Estados de origen y de acogida de las empresas de servicios de inversión. Debería evitarse que la dualidad de supervisión a la que se sujetan las entidades y las necesidades de colaboración e información entre supervisores supusieran, en la práctica, una carga innecesaria y desproporcionada para los intermediarios». Vid. AA.VV. (2007: 33).

(107) Art. 5, Reglamento 1287/2006: transacción: compras o ventas, excluyendo expresamente las operaciones resultados del ejercicio de opciones, los préstamos de valores, etc. Vid. ALONSO (2007: 75).

(108) Vid. ALONSO (2007: 77). «Por otro lado, la información que se enviaría a otros países podría consistir en el contenido mínimo de CESR (23 campos) o en todos los campos que reciba el país de acogida, según acuerden las autoridades implicadas».

(109) «En el caso concreto de la comunicación de operaciones, dados los grandes problemas que este régimen compartido podría ocasionar a los intermediarios (desde el punto de vista de los costes, requisitos técnicos, etc.), y teniendo en cuenta que la autoridad del país de origen (bajo el supuesto de que sea la autoridad del mercado más líquido prevista por el artículo 35 de la MiFID) recibirá la información de negociación recogida previamente por la autoridad del país de acogida». Vid. ALONSO (2007: 78).

(110) «Las ESIS podrían verse tentadas a establecer sucursales en países con menores exigencias en cuanto a información a comunicar; lo cual podría dar lugar a un peligroso arbitraje regulatorio». Vid. ALONSO (2007: 78).

BIBLIOGRAFÍA

- AA.VV. (2007), «Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos (2007) (Informe completo)», *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros*, 21.
- ADARRAGA, R. y LÓPEZ MÁRQUEZ, C. (2007), «Los mercados regulados ante la MiFID», *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros*, 21: 85 y ss.
- ALONSO, E. (2007), «Los retos para la supervisión planteados por la MiFID», *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros*, 21: 71 y ss.
- BERNALDO DE QUIRÓS CABRERA, G. (2008), «El nuevo régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión. Principales novedades del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero», *RMV*, 3: 249 y ss.
- CARRASCOSA, A. (2007), «Desarrollos de nivel 3: los incentivos y la mejor ejecución», *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros*, 21: 181 y ss.
- CASEY, J.P., y LANNON, K. (2006), «The MiFID revolution», *ECMI Policy Brief*, 3-noviembre.
- CASTRO APARICIO, M. (2007), «La transposición al ordenamiento jurídico español de la Directiva de mercados de instrumentos financieros», *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros*, 21: 51 y ss.
- DÍAZ RUIZ, E. (2008), «La caracterización de los derivados tras la entrada en vigor de la MiFID», *RMV*, 2: 138 y ss.
- DÍAZ RUIZ, E., y RUIZ BACHS, S. (2008), «Transposición de MiFID en España», *Actualidad jurídica Uría Menéndez*, 19: 15-24.
- FLORES DOÑA, M.^a S. (2009), «Naturaleza y caracterización de la contratación bancaria con el consumidor», *El consumidor en la contratación bancaria electrónica*, PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO, 96 septiembre: 1-28.
- GARCÍA SANTOS, M.^a N. (2007), «Análisis del impacto de la regulación financiera», ICE. *Evaluación de políticas públicas*, mayo-junio, 836: 51 y ss.

- GÓMEZ DE MIGUEL, J. (2007), «La MiFID y la supervisión de las entidades bancarias», *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros*, 21: 97 y ss.
- HERNÁNDEZ ALER, G. (2008), «La tipología de los mercados españoles de valores y su encuadramiento en la MiFID», *RMV*, 2: 273 y ss.
- HERNÁNDEZ ALER, G., y ÁLVAREZ, J. (2007), «La participación de las entidades financieras en la configuración de su régimen jurídico en el ámbito MiFID. Margen para la autorregulación», *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros*, 21: 205 y ss.
- LEE, R. (2002), *Capital Markets that Benefit investors*, Oxford Finance Group.
- MARTÍNEZ-PARDO, R.; ZAPATA, J.; HERNÁNDEZ, G., y JIMÉNEZ, A. (2007), «Informe y conclusiones del observatorio», *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros*, 21: 11 y ss.
- OLIVARES BLANCO, I. (2008), «El mercado alternativo bursátil. Características y diferencias frente al mercado bursátil», *RMV*, 2: 237 y ss.
- RICO AREVALO, B. (2008), «La aplicación de la «MiFID» a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva», *RMV*, 2: 303 y ss.
- RIERA, I.; MORAL, G., y FERNÁNDEZ-ALBARRACÍN, E. (2007), «MiFID: un complejo impulso para el mercado único de servicios financieros», *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros*, 21: 63 y ss.
- SASTRE CORCHADO, G. (2008), «La regulación de los conflictos de intereses en la MiFID», *RMV*, 3: 249 y ss.
- TAPIA SÁNCHEZ, M^a.R. (2008), «La reforma «MiFID» de la Ley del Mercado de Valores y el nuevo régimen de transparencia para los mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación e internalizadores sistemáticos», *RMV*, 2: 539 y ss.
- TUSQUET TRIAS DE BES, F. (2007), «El asesoramiento financiero —nuevo servicio de inversión—», *RDNeg.*, 201, junio.
- URÍA FERNÁNDEZ, F. (2007), «Ambito de aplicación de la MiFID. Especial consideración de los servicios de inversión. Distinción entre asesoramiento de inversiones, comercialización y sólo ejecución», *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros*, 21: 121 y ss.
- WARREN, E. (2009), «Regulatory restructuring: enhancing consumer financial products regulation», 24 de junio, <http://www.financialstability.gov/docs/CFPA-Act.pdf>.

Las empresas de asesoramiento financiero

Cristóbal Espín Gutiérrez

I. INTRODUCCIÓN (1)

En los últimos dos decenios se ha producido un importante aumento en el número y en la diversidad de los inversores que acceden a los mercados de valores, a la vez que han surgido nuevos servicios y una gran variedad de instrumentos financieros, algunos de ellos sumamente complejos y sofisticados. La cada vez mayor diversidad de productos financieros y las enormes posibilidades de inversión hacen que resulte complicado conocer a fondo la oferta existente y su mejor adecuación al perfil de cada inversor. En estos mercados cada vez más abiertos, especializados, complejos y competitivos concurren entidades muy profesionales junto a pequeños inversores con conocimientos limitados de las operaciones y de los productos en los que invierten, así como de los riesgos en que incurren.

En los mercados de valores, la transparencia informativa es una meta; para alcanzarla, la información transmitida al mercado debe ser correcta y veraz, relevante para los inversores, y su difusión ha de ser simétrica, equitativa y en tiempo útil. En un mercado eficiente deben existir amplios y efectivos mecanismos de procesamiento y de difusión de la información.

Para la tutela de todos aquellos que intervienen en los mercados de valores, y para la adecuada formación de los precios, es esencial la correcta y adecuada transmisión de información, de ahí la importancia del servicio financiero consistente en el «asesoramiento en materia de inversión». Esta actividad favorece la transmisión eficiente de información económico-financiera y contribuye, en beneficio de los inversores, a la adecuada formación de los precios, y por tanto a la eficiencia del mercado.

La objetividad y la independencia en el «asesoramiento en materia de inversión» pueden verse afectadas cuando a su alrededor están presentes una varie-

dad de intereses, que pueden entrar en conflicto. Si este asesoramiento no se efectúa por un empresario independiente, esta labor puede entrar en conflicto con los intereses de otros servicios que preste la entidad o el grupo en el que se integre.

La Directiva 2004/39/CE, de 21 de abril, 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, conocida como Directiva MiFID, —*Markets in Financial Instruments Directive*—, apreciando la cada vez mayor dependencia de los inversores respecto a recomendaciones personalizadas, reconoció «el asesoramiento en materia de inversión» (*investment advice*) como un servicio de inversión, sujeto a la autorización previa. La transposición de la MiFID al ordenamiento nacional, mediante la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, que modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, ha supuesto que el asesoramiento profesional y personalizado en materia de inversión constituya un servicio de inversión, deviniendo así en una actividad reservada. Asimismo, el legislador español, al establecer este nuevo servicio de inversión, ha incorporado un nuevo tipo de empresa de servicios de inversión: la empresa de asesoramiento financiero, cuya actividad exclusiva es el servicio de inversión consistente en el «asesoramiento en materia de inversión» y, en su caso, los servicios auxiliares consistentes en la elaboración de informes de inversiones y análisis financieros, y en el asesoramiento a empresas sobre su estructura financiero-societaria y su estrategia industrial.

La prestación de un servicio personalizado, profesional e independiente constituye la razón principal para el nacimiento de las empresas de asesoramiento financiero: su desarrollo empresarial dependerá de que el inversor aprecie en su servicio el valor añadido que debe

derivarse de esas notas características: la independencia y la profesionalidad.

Anteriormente al reconocimiento legal de este tipo de entidad, en los mercados financieros operaban un gran número de empresarios individuales y societarios que llevaban a cabo una actividad de asesoramiento financiero sobre bases indeterminadas de profesionalidad, con muy diferentes grados de independencia y con una significativa ausencia normativa. Se estimaba que en España podían existir varios miles (2) de asesores financieros; sin embargo, a 15 de diciembre de 2009 sólo están registradas trece empresas de asesoramiento financiero. El desconocimiento, el propósito de eludir el control del supervisor y quizás alguna demora administrativa pueden explicar este desfase numérico.

A lo largo del proceso de elaboración legislativa y reglamentaria de las normas que regulan esta nueva empresa de servicios de inversión, se han suscitado cuestiones especialmente problemáticas, como son la compatibilidad de la independencia con el cobro de retrocesiones (De la Peña, 2009: 257) o la importancia de establecer estándares de formación y certificaciones acreditativas de profesionalidad (Martínez-Pardo *et al.*, 2008: 43).

Este trabajo tiene por objeto el estudio del estatuto y la actividad de la empresa de asesoramiento financiero. En primer término, se hace un recorrido por la normativa comunitaria y nacional, siguiendo el itinerario de reconocimiento y regulación del servicio de inversión y de los servicios auxiliares que pueden prestar estas empresas, hasta concluir con la creación por parte del legislador español del nuevo tipo de empresa de servicios de inversión: la empresa de asesoramiento financiero. En segundo lugar, se aborda la definición y delimitación del servicio de inversión y actividad principal que pueden llevar a cabo estas empresas, el asesoramiento en materia de inversión, identificando a los sujetos que están habilitados para prestarlo. Posteriormente, se analiza el estatuto de estas empresas, distinguiendo los requisitos que se establecen para sus titulares, sean personas jurídicas o personas físicas, y las exigencias de carácter empresarial. Seguidamente, se analiza el régimen de autorización administrativa, tanto su concesión como su denegación y revocación y sus modificaciones. Por último se exponen aquellas normas de conducta en las que existe algún tipo de peculiaridad en relación con las empresas de asesoramiento financiero.

II. DESARROLLO NORMATIVO COMUNITARIO Y NACIONAL

1. La normativa comunitaria

La Directiva 93/22/CEE, del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbi-

to de los valores negociables (ISD, *Investment Services Directive*), tuvo por objeto armonizar los requisitos de autorización inicial y de funcionamiento de las «empresas de inversión», así como enunciar las «normas de conducta» que debían observar (art. 11). La autorización que se concediera a esas empresas debía especificar los «servicios de inversión» y, en su caso, los «servicios auxiliares» que podían prestar (art. 3). Entre los servicios auxiliares se recogió el de «asesoramiento sobre inversión» (*investment advice*) acerca de los instrumentos financieros mencionados en la Directiva (anexo, sección C 6).

En el Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF), aprobado por la Unión Europea, el 11 de mayo de 1999, se contemplaba un extenso conjunto de medidas encaminadas al establecimiento de un marco jurídico común para unos mercados financieros integrados. Dentro del epígrafe «Objetivo estratégico 1: un mercado mayorista único en la Unión Europea», se encontraba la medida consistente en efectuar una amplia revisión de la Directiva 93/22/CEE del Consejo, con objeto de lograr unos mercados de servicios de inversión integrados y eficientes.

La Directiva 2003/6/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado), tuvo por objeto proporcionar un marco normativo común y completo a escala europea sobre esas materias, a la vez que abordar el establecimiento de unos criterios generales dirigidos a la actividad de análisis de inversiones. En relación con el análisis de inversiones, esta Directiva dispuso que los estados miembros debían contar con una adecuada regulación para asegurar que las personas responsables de la realización o difusión de análisis relativos a instrumentos financieros o a emisores de instrumentos financieros, así como las personas que elaborasen o difundieran otra información por la que se recomendara o se propusiera una estrategia de inversión, destinada a los canales de distribución o al público, se comportaran con una diligencia razonable, que asegurara que la información se presentara adecuadamente y que revelasen sus intereses o conflictos de interés sobre los instrumentos financieros a que se refiriese esa información (art. 6.5 Directiva 2003/6/CE). Se dejó a los estados miembros que eligieran la forma más adecuada de regulación de todas esas personas, incluidos los mecanismos de autorregulación (considerando n° 22).

El 22 de diciembre de 2003 la Comisión Europea, tras consultar al Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR), para recibir su asesoramiento técnico, consideró necesario el establecimiento de medidas de ejecución de la Directiva 2003/6/CE, mediante la adopción de tres disposiciones: el Reglamento (CE) n° 2273/2003 de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, en lo que

se refiere a las exenciones para los programas de recompra y la estabilización de instrumentos financieros; la Directiva 2003/124/CE de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, sobre la definición y revelación pública de la información privilegiada y la definición de manipulación del mercado, y la Directiva 2003/125/CE de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, sobre la presentación imparcial de las recomendaciones de inversión y la revelación de conflictos de intereses.

La Directiva 2003/125/CE definió la recomendación de inversión y reguló su contenido y los deberes de revelación de intereses. La «recomendación» (*recommendation*) se describió como la investigación u otra información que recomienda o sugiere una estrategia de inversión, de manera explícita o implícita, relacionada con uno o varios instrumentos financieros o con los emisores de éstos, incluido cualquier dictamen sobre el valor presente o futuro o sobre el precio de dichos instrumentos, cuyo destino sean los canales de distribución o el público (art. 1.3). Asimismo, consideró que los consejos de inversión (*investment advice*), en forma de recomendación personal a un cliente sobre una o más operaciones con instrumentos financieros (en especial las recomendaciones informales de inversión a corto plazo expresadas a los clientes, y procedentes de los servicios de venta o de los departamentos comerciales de una empresa de inversión o de una entidad de crédito), que no pudieran ser públicamente disponibles no debían considerarse como recomendaciones en el sentido de esta Directiva (considerando nº 3). Igualmente, se estimó que los dictámenes sobre un emisor o un instrumento financiero concretos, a una fecha determinada, que emitieran los organismos de calificación del grado de solvencia no constituían una recomendación en el sentido de esta Directiva, si bien se entendía que esos organismos de calificación del grado de solvencia debían plantearse la adopción de políticas y procedimientos internos concebidos para garantizar que las calificaciones del grado de solvencia que publicaran se presentasen de manera fiable y se revelasen adecuadamente los intereses o conflictos de intereses importantes relacionados con los instrumentos financieros o con los emisores a los que se refiriesen sus calificaciones (considerando nº 10).

La Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, conocida por su acrónimo MiFID (*Markets in Financial Instruments Directive*), 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, ha establecido el marco general de un régimen regulador de los mercados financieros en la Unión Europea (UE). Esta Directiva ha supuesto un cambio trascendental en la configuración y estruc-

tura de los mercados financieros en Europa y en el modo en el que sus participantes se organizan y actúan en ellos. En este último aspecto, la Directiva tiene como objetivo regular los requisitos organizativos de las empresas de servicios de inversión y sus normas de conducta.

La Directiva 2004/39/CE contiene una relación de servicios y actividades de inversión y otra de servicios auxiliares (art. 4 apartados 2 y 3 y anexo 1 secciones A y B). Como servicio y actividad de inversión se recoge el «asesoramiento en materia de inversión», (*investment advice*), entendiendo por tal la prestación de recomendaciones personalizadas a un cliente, sea a petición de éste o por iniciativa de la empresa de inversión, con respecto a una o más operaciones relativas a instrumentos financieros (art. 4.4 y anexo 1, sección A, 5). Se consideró que, dado que los inversores dependían cada vez más de las recomendaciones personalizadas, era conveniente incluir el asesoramiento en materia de inversión entre los servicios de inversión y, por tanto, así quedar sujeto a autorización (Considerando nº 3 y art. 5.1). Entre los servicios auxiliares se mencionan, entre otros: el de «informes de inversiones (*investment research*) y análisis financieros u otras formas de recomendación general relativa a las operaciones en instrumentos financieros» (3); y el de «asesoramiento a empresas en materia de estructura de capital, estrategia industrial y cuestiones afines, y asesoramiento y servicios en relación con las fusiones y la adquisición de empresas» (anexo 1 sección B, 5 y 3 respectivamente). Esta Directiva 2004/39/CE no es de aplicación a las personas que prestan «asesoramiento en materia de inversión» en el ejercicio de otra actividad profesional no regulada por ella, siempre que la prestación de dicho asesoramiento no esté específicamente remunerada (art. 2.1.j). La Directiva se refiere a empresas de inversión que presten únicamente asesoramiento en materia de inversión permitiendo que, en esos casos, la autoridad competente delegue funciones relacionadas con la autorización administrativa (art. 5.5); también dispone un trato diferenciado a esas empresas en relación con la dotación de capital (arts. 12 y 67).

La Comisión desarrolló la Directiva 2004/39/CE mediante dos disposiciones —nivel 2 del procedimiento Lamfalussy (4)—, de la misma fecha: el Reglamento (CE) 1287/2006, de la Comisión de 10 de agosto de 2006, por el que se aplica la Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a las obligaciones de las empresas de inversión 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 Directiva, y la Directiva 2006/73/CE de la Comisión, de 10 de agosto de 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 con-

diciones de funcionamiento de las empresas de inversión y términos definidos a efectos de dicha Directiva.

En los considerandos de la Directiva 2006/73/CE (5) se llama la atención sobre cómo, en relación con la elaboración de una política de conflictos de intereses, la empresa de inversión debe prestar una atención especial a las actividades de elaboración de informes y asesoramiento en materia de inversión (*investment research and advice*); en particular, se considera que esa atención resulta apropiada cuando la empresa, o una persona directa o indirectamente vinculada a la empresa por una relación de control, lleva a cabo una combinación de estas actividades con otras (considerando número 26, Directiva 2006/73/CE).

En la Directiva 2006/73/CE se abordan los significados y las diferencias entre una recomendación general (*general recommendation*, considerando nº 83), un «informe de inversiones» (*investment research*, art. 24.1), una comunicación publicitaria (*marketing communications*, artículo 24.2, 1º párr.) y un «asesoramiento en materia de inversión» (*investment advice*, art. 52 1º párr.).

La Directiva 2006/49/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito (refundición) dispone que, a efectos de esa Directiva, en la definición de «empresas de inversión» se han de exceptuar las empresas que están únicamente autorizadas a prestar el servicio de asesoramiento en materia de inversión (art. 3.1.b).

De especial importancia es el documento de CESR sobre el concepto de asesoramiento (*Understanding the definition of advice under MiFID*, CESR/09-665, 14 October 2009, aún no definitivo).

Tras haber abordado en las directivas sobre abuso de mercado la labor de los analistas y en la normativa MiFID la regulación del «asesoramiento en materia de inversión», se hacía necesario en el ámbito comunitario el establecimiento de reglas a la labor de las agencias de calificación crediticia (6), mediante un reglamento comunitario, dado el alcance global de las actividades que desarrollan y la necesidad de evitar diferencias en el mercado financiero único. El Reglamento (CE) número 1060/2009, del Parlamento europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre las agencias de calificación crediticia, establece las condiciones para la emisión de calificaciones crediticias y las normas relativas a la organización y actuación de las agencias de calificación crediticia, a fin de fomentar su independencia y evitar conflictos de intereses (art. 1 Reglamento (CE) número 1060/2009). El Reglamento define la «calificación crediticia» (*credit rating*) (7) y la distingue de los informes de inversiones (*investment research*) y de otras for-

mas de recomendación general (*general recommendation*), y de opiniones sobre el valor de un instrumento financiero (art. 3.2). Asimismo, dispone que las agencias de calificación crediticia no deben prestar servicios de consultoría o asesoramiento con respecto a la estructura social o jurídica a la entidad calificada o un tercero vinculado (anexo 1, sección B, punto 1, 1º párr.); si bien se permite que puedan prestar «servicios auxiliares» (anexo 1, sección B, punto 1, 2º párr.), pero han de velar para que la prestación de esos servicios no entre en conflicto de interés con las actividades de calificación crediticia (anexo 1, sección B, punto 1, 3º párr.).

2. La normativa nacional

La Ley 24/1988, de 28 julio, del Mercado de Valores, prescindió de la figura del agente mediador individual y la sustituyó por unas entidades financieras especializadas, las sociedades y agencias de valores, que se concebían como sociedades anónimas cuyo objeto social quedaba limitado a las actividades de inversión que se les atribuían y que se les reservaban (8), con alguna excepción. Entre las actividades que podían desarrollar estas entidades no se mencionaba específicamente la de asesoramiento en materia de inversión, ni el análisis de inversiones, ni el asesoramiento sobre la estructura de capital y operaciones afines (art. 71 LMV); sin embargo, a lo largo del texto se recogían alusiones al asesoramiento de inversiones. Dentro del título VII, dedicado a las normas de conducta (arts. 78-83), se dispuso que toda persona o entidad que actuara en un mercado de valores «asesorando» sobre inversiones de valores debía dar absoluta prioridad al interés de su cliente (art. 79 LMV). Asimismo, se señaló que toda entidad que prestara «servicios de asesoramiento sobre inversión» en los mercados de valores debía asegurarse de que la información derivada de esa actividad no estuviese al alcance del personal de la propia entidad que trabajara en otro sector de actividad, de manera que cada función se ejerciera de forma autónoma y sin posibilidad de que surgieran conflictos de interés entre ellas (art. 83 LMV).

El RD 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios, contenía un anexo en el que se recogía el Código General de Conducta de los Mercados de Valores; allí se establecieron someramente algunos principios y reglas dirigidas al análisis de inversiones. Así, las entidades que realizaran actividades de asesoramiento a sus clientes debían: comportarse leal, profesional e imparcialmente en la elaboración de informes; poner en conocimiento de sus clientes las vinculaciones relevantes, económicas o de cualquier otro tipo que fuesen a establecerse entre ellas y los proveedores de los productos objeto de asesoramiento; abstenerse de negociar para sí antes de divulgar un análisis que pudiera afectar al valor, y abs-

tenerse de distribuir análisis que contuvieran recomendaciones de inversiones con el exclusivo objeto de beneficiar a la propia entidad (artículo 5.7 del Código).

La «Carta circular» del Presidente de la CNMV, 10/1998, de 24 de noviembre, se refería a las «normas de conducta aplicables a la actividad de análisis y asesoramiento (*research*)» (9), y recogía un conjunto de reglas sobre los informes y sobre la conducta leal, imparcial y profesional de la entidad.

La Ley 37/1998, de 16 de noviembre (art. 5), modificó la LMV para introducir en nuestro ordenamiento la Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables. Se reconocieron como «empresas de servicios de inversión»: las sociedades de valores, las agencias de valores y las sociedades gestoras de carteras (art. 64.1), y se relacionaron los servicios de inversión y las actividades complementarias que podían prestar esas entidades. Entre las actividades complementarias se incluyó «el asesoramiento sobre inversiones» en uno o varios de los instrumentos previstos en la Ley y «el asesoramiento a empresas sobre estructura del capital, estrategia industrial y cuestiones afines, así como el asesoramiento y demás servicios en relación con fusiones y adquisiciones de empresas» (art. 63.2.f y d respectivamente). El régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión fue desarrollado a través del RD 867/2001, de 20 de julio.

La Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero, incorporó en los preceptos del título VII de la LMV («normas de conducta») reglas inspiradas en las que posteriormente aparecían definitivamente recogidas en la Directiva 2003/6/CE, de 3 de diciembre de 2002, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado). Esta Ley 44/2002, en lo que aquí interesa, introdujo deberes que afectan a los analistas de inversiones. Las referencias directas o indirectas a la actividad de análisis de inversiones aparecen en la nueva redacción de diversos preceptos: se extendió de forma expresa el ámbito subjetivo de aplicación de las normas de conducta a los analistas de inversiones en valores e instrumentos financieros (art. 78 LMV); se reforzaron las normas de conducta en las actividades de asesoramiento y análisis de valores e instrumentos financieros (art. 79.1.f, g y h LMV) (10); se incorporaron mejoras técnicas en materia de tráfico de información privilegiada (art. 81 LMV), y se reguló el régimen de «obligaciones de las entidades que prestan servicios de inversión o de asesoramiento de inversión» (art. 83 LMV).

Con posterioridad a esta modificación de la LMV, se presentó el «Informe de la Comisión Especial para el Fomento de la Transparencia y la Seguridad en los Mercados Financieros y en las Sociedades Cotizadas», de

8 de enero de 2003 («Informe Aldama»). A esta comisión se le había encomendado la tarea de analizar, entre otras cuestiones, las relaciones entre las sociedades emisoras de valores e instrumentos financieros admitidos a negociación en los mercados organizados y los analistas financieros. La sección quinta de este informe se dedicó a «Los prestadores de servicios profesionales», especialmente a los analistas y bancos de inversión, a las agencias de calificación y, con una somera mención, a los auditores. Se consideró que una de las cuestiones claves para la protección de los inversores era la objetividad de las recomendaciones y los análisis realizados por analistas financieros, bancos de inversión y agencias de calificación. En este informe se manifestó que la labor de los analistas debía estar marcada por la transparencia y la independencia, y para conseguir esas metas se recogían una serie de recomendaciones. Para alcanzar la independencia, se recomendaba, entre otras muchas, las siguientes medidas: establecer la separación física y del flujo de información entre los departamentos de análisis y de asesoramiento, que debían depender de direcciones generales distintas, y prohibir que los profesionales del departamento de asesoramiento de la entidad financiera pudieran revisar el informe antes de su publicación.

El RD 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolló la LMV en materia de abuso de mercado (modificado posteriormente por el RD 364/2007, de 16 de marzo), culminó la trasposición de la Directiva 2003/6/CE e incorporó las directivas 2003/124/CE y 2003/125/CE, ambas de 22 de diciembre de 2003, y la Directiva 2004/72/CE, de 29 de abril de 2004. En su capítulo IV se reguló la «presentación imparcial de las recomendaciones de inversión y de los conflictos de intereses» (arts. 10-16).

La Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la LMV, ha incorporado al ordenamiento español la Directiva 2004/39/CE, del Parlamento y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, la Directiva 2006/73/CE de la Comisión, de 10 de agosto de 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 a las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión y términos definidos a efectos de dicha Directiva, y la Directiva 2006/49/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito (12).

La Ley 47/2007 ha ampliado el catálogo de servicios de inversión al incorporar el asesoramiento en materia de inversión, entendido como la realización de recomendaciones personalizadas a un cliente sobre instrumentos financieros. La inclusión de esta actividad den-

tro de los servicios de inversión implica que su realización está reservada exclusivamente a las entidades debidamente autorizadas para su prestación.

En cuanto a las categorías de empresas de servicios de inversión, la Ley 47/2007 ha creado un nuevo tipo de empresa de servicio de inversión —la «empresa de asesoramiento financiero»—, autorizada para realizar exclusivamente como servicio de inversión el consistente en el asesoramiento en materia de inversión y, como servicios auxiliares: el de elaboración de informes de inversión y el de asesoramiento financiero-societario en general. La titularidad de esta modalidad de empresa puede corresponder a personas físicas y a personas jurídicas, con arreglo al régimen de autorización y funcionamiento que establece la propia Ley.

El RD 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de inversión y de las demás entidades que presten servicios de inversión (13) ha finalizado la transposición de la Directiva 2006/73/CE y completado el desarrollo reglamentario del régimen aplicable a las entidades que prestan servicios de inversión. Este RD unifica en un solo texto reglamentario el contenido del RD 867/2001, de 20 de julio, sobre el régimen jurídico de las empresas de inversión, y el del RD 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios. En lo que a este trabajo se refiere, hay que destacar de este RD diversas cuestiones. Al definir los servicios de inversión se concreta el concepto de «asesoramiento en materia de inversión» distinguiéndolo de otro tipo de recomendaciones que quedan fuera de su ámbito, y al desarrollar los servicios auxiliares, se detallan determinados aspectos del régimen aplicable a los informes de inversiones y demás recomendaciones de carácter general sobre instrumentos financieros. En cuanto al régimen de autorización para las empresas de asesoramiento financiero, se opta por establecer un régimen especial de autorización, dado el carácter y la naturaleza peculiar de las funciones que realizan estas empresas. Se recoge una amplia relación de requisitos de organización y el régimen financiero que han de cumplir las empresas de servicios de inversión en general, y unas reglas específicas para las empresas de asesoramiento financiero (título II). Se establecen obligaciones de información hacia los clientes y exigencias de clasificación y realización de un test de idoneidad con carácter previo a la prestación del servicio de asesoramiento en materia de inversión (título IV).

La CNMV, haciendo uso de la habilitación establecida en el RD 217/2008 (arts. 21 y 23), desarrolló, mediante la Circular 10/2008, de 30 de diciembre, sobre empresas de asesoramiento financiero, los requisitos organizativos exigibles a estas empresas, la documentación que ha de ser aportada a la CNMV para la obten-

ción de la autorización e inscripción y el régimen de algunas de las modificaciones posteriores a la inscripción en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (14).

La CNMV, en enero de 2009, ha publicado en su página web dos manuales para la «Solicitud de autorización e inscripción de empresas de asesoramiento financiero (EAFI)», uno para personas físicas y el otro para personas jurídicas.

Por tanto, la regulación de las empresas de asesoramiento financiero como empresas de servicios de inversión queda recogida (15) por la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (específicamente en el título V, Empresas de servicios de inversión, arts. 62 a 76 bis, y en el título VII, Normas de conducta, arts. 78 a 83 quater); por los reales decretos que desarrollan la Ley, especialmente por el RD 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 (específicamente en el título I, capítulo III, y en concreto en la sección 2ª, dedicada a la autorización y registro de las empresas de asesoramiento financiero, arts. 20 a 23), y por último por las resoluciones y circulares de la CNMV que puedan resultar aplicables, y especialmente por la Circular 10/2008, de 30 de diciembre, de la CNMV, sobre empresas de asesoramiento financiero (16).

La Ley 47/2007, de 19 de diciembre, dispuso que las entidades que prestaran servicios de inversión debían adaptar sus estatutos, programas de actividades y reglamentos internos de conducta a lo dispuesto en ella y en su normativa de desarrollo, en el plazo de seis meses a partir de su entrada en vigor (disp. transt. 1ª Ley 47/2007), que fue el 21 de diciembre de 2007. El RD 217/2008 estableció que las empresas que, a su fecha de entrada en vigor, el 17 de febrero de 2008, vinieran desarrollando la actividad de asesoramiento en materia de inversión debían solicitar la correspondiente autorización e inscripción en el registro de la CNMV en el plazo de un año desde esa fecha, sin perjuicio de lo dispuesto en la Ley 47/2007 (disp. transt. 1ª).

A 15 de diciembre de 2009, sólo hay trece empresas de asesoramiento financiero inscritas en el correspondiente registro de la CNMV: nueve sociedades de responsabilidad limitada, tres sociedades anónimas y una persona física (17).

III. EL ASESORAMIENTO EN MATERIA DE INVERSIÓN

1. Definición

El servicio de asesoramiento en materia de inversión es un servicio de inversión que consiste en la presta-

ción de recomendaciones personalizadas a un cliente, sea a petición de éste o por iniciativa de la empresa que lo presta, con respecto a una o más operaciones relativas a los instrumentos financieros que quedan comprendidos dentro del ámbito de la LMV (18). En relación con el asesoramiento en materia de inversión, habrá que delimitar cuál es su destino, cuál es el objeto analizado y cuál es su contenido.

Por recomendación «personal» hay que entender la recomendación realizada a una persona en su calidad de inversor o posible inversor, o en su calidad de representante o apoderado de aquél. Es indiferente si se ha originado como consecuencia de la petición del cliente o como consecuencia de la iniciativa de la empresa de asesoramiento financiero. No se considera recomendación personalizada la recomendación que se divulga exclusivamente a través de canales de distribución o al público (artículo 5.1.g RD 217/2008). El asesoramiento sobre instrumentos financieros ofrecido en un periódico, diario, una revista o cualquier otra publicación dirigida al público en general (incluido a través de Internet), o en cualquier emisión de radio o televisión, no debe considerarse que constituya una recomendación personal a efectos de la definición de «asesoramiento en materia de inversión» (*investment advice*) (considerando nº 79, Directiva 2006/73/CE).

El objeto de la recomendación es «una o más operaciones relativas a instrumentos financieros» señalados en el art. 2 LMV, comprendiendo, a tal efecto, a las operaciones sobre divisas (art. 64.7 LMV). Se excluyen las recomendaciones sobre los mercados de valores en general y las sectoriales, así como aquellas que versen sobre entidades o valores mobiliarios no cotizados. La recomendación personal debe ser aquella que se considere idónea para esa persona basándose en sus circunstancias personales, en concordancia con la evaluación de idoneidad practicada.

El asesoramiento en materia de inversión está restringido al asesoramiento sobre instrumentos financieros concretos, por lo que el asesoramiento genérico sobre un tipo de instrumento financiero no constituye asesoramiento en materia de inversión. Sin embargo, si una empresa de inversión asesora genéricamente a un cliente sobre un tipo de instrumento financiero que presenta como conveniente para ese cliente, o basado en la consideración de las circunstancias de éste, y ese asesoramiento no es conveniente para el cliente o no está basado en la consideración de sus circunstancias, puede que esté contraviniendo el requisito de actuar con honestidad, imparcialidad y profesionalidad con arreglo al interés óptimo de sus clientes (arts. 10 y 19.1 Directiva 2004/39/CE), y la exigencia de que la información que envíe una empresa de servicios de inversión a un cliente debe ser imparcial, clara y no engañosa (art. 19.2 Directiva 2004/39/CE; considerando nº 81, Directiva 2006/73/CE).

Los actos preparatorios para la prestación de cualquier servicio de inversión se han de considerar parte integrante de ese servicio o actividad; así se habrá de entender la prestación de asesoramiento genérico por parte de una empresa de servicios de inversión a clientes o posibles clientes antes, o en el curso, de la prestación del asesoramiento en materia de inversión (considerando nº 82, Directiva 2006/73/CE).

La recomendación personal debe consistir en una recomendación para realizar alguna de las siguientes acciones: a) comprar, vender, suscribir, canjear, reembolsar, mantener o asegurar un instrumento financiero específico; b) ejercitar o no ejercitar cualquier derecho conferido por un instrumento financiero determinado para comprar, vender, suscribir, canjear o reembolsar un instrumento financiero. La prestación del servicio finaliza en el momento en que se emite y pone a disposición del cliente la propuesta de inversión (Carrascosa y Guisasaola, 2008: 198).

2. Actividades afines y diferencias

2.1. La elaboración de informes de inversión, análisis financiero y recomendaciones generales

La LMV se refiere a la elaboración de informes, análisis financieros y otras formas de recomendación general relativas a las operaciones sobre instrumentos financieros en dos sedes diferentes: la primera es al relacionar los servicios auxiliares (art. 63.2.e LMV), la segunda es al regular las normas de conducta, en concreto dentro del capítulo II, dedicado al abuso de mercado (art. 83.2 LMV). Estas dos menciones tienen sus desarrollos reglamentarios separados: el RD 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 el RD 1333/2005, de 11 noviembre, por el que se desarrolla la LMV en materia de abuso de mercado.

Uno de los «servicios auxiliares» que las empresas de servicios de inversión pueden prestar conforme a su régimen jurídico específico es la «elaboración de informes de inversiones y análisis financieros u otras formas de recomendación general relativa a las operaciones sobre instrumentos financieros». La Ley entiende por «informes de inversiones y análisis financieros u otras formas de recomendación general» cualquier información que, sin tener en cuenta las circunstancias personales concretas del cliente al que vaya destinada, recomienda o proponga una estrategia de inversión, de forma explícita o implícita, sobre uno o varios instrumentos financieros o sobre los emisores de instrumentos financieros, incluyendo cualquier dictamen sobre el valor o el precio actual o futuro de tales instrumentos, siempre que la información esté destinada a los canales de dis-

tribución o al público (19) y que se cumplan las siguientes condiciones: a) que el informe de inversión se califique como tal, o como análisis financiero o cualquier término similar a éstos, o bien se presente como una explicación objetiva o independiente de aquellos emisores o instrumentos sobre los que efectúen recomendaciones; b) que, cuando la recomendación se haga por una empresa de servicios de inversión a un cliente no constituya el servicio de inversión denominado «asesoramiento en materia de inversión» (art. 63.2.e, 2º párrafo LMV y art. 5.2.e RD 217/2008).

El destino de la información será los canales de distribución o el público. El objeto de análisis serán instrumentos financieros o emisores de instrumentos financieros (art. 63.2.e LMV y art. 5.2.e RD 217/2008). A los efectos de determinar los instrumentos financieros, hay que referirse a los señalados en el art. 2 LMV. Estas recomendaciones consistirán en una estrategia de inversión de forma explícita (que puede sintetizarse en expresiones como «comprar», «mantener» o «vender») o implícita (refiriéndose a un precio objetivo o de alguna otra forma).

Las recomendaciones o informes también son definidos al regular la presentación imparcial de éstos y los conflictos de intereses que pueden surgir en relación con esta actividad. Desde este punto de vista, lo importante es el conjunto de deberes que se establecen para todos aquellos que puedan llevar a cabo esta actividad. Así, a estos efectos (los previstos en el art. 83.2 LMV), hay que entender por recomendación toda información destinada al público, relacionada con uno o varios valores o instrumentos financieros o con los emisores de éstos, incluido cualquier informe sobre el valor presente o futuro o sobre el precio de dichos instrumentos, que aconseje o sugiera una estrategia de inversión (art. 10.1, 1er párr. RD 1333/2005).

Los sujetos activos de esta recomendación quedan delimitados en la descripción de lo que hay que entender por «información que aconseje o sugiera una estrategia de inversión»: a) información elaborada por un analista independiente, una empresa de servicios de inversión, una entidad de crédito, por cualquier otra persona cuya principal actividad sea la elaboración de recomendaciones, así como por las personas físicas que trabajen para cualquiera de los anteriores con arreglo a un contrato de trabajo o de otra forma, que, directa o indirectamente, exprese una recomendación de inversión concreta sobre un instrumento financiero o sobre un emisor, y b) información elaborada por personas distintas a las anteriores que recomiende directamente una decisión de inversión concreta con respecto a un instrumento financiero (art. 10.1, 2º párr. RD 1333/2005).

Las recomendaciones generales, entre otras cuestiones (20), deben contener de manera clara y destacada la identidad de la persona responsable de su elabo-

ración (art. 10.3 RD 1333/2005). Si la persona que elabora o define la recomendación es una empresa de inversión o una entidad de crédito, en la recomendación hay que hacer referencia a la entidad supervisora (artículo 10.4 RD 1033/2005). En un lugar destacado, se debe dejar constancia de las vinculaciones relevantes, incluidas las relaciones comerciales, y de la participación estable que la entidad o el grupo mantenga o vaya a mantener con la empresa objeto del análisis, así como que el documento no constituye una oferta de venta o suscripción de valores (art. 83.2 LMV). En el caso en que estas recomendaciones no sean escritas, se debe hacer una referencia al lugar en el que la información exigida en los apartados anteriores está disponible fácil y directamente para el público, como, por ejemplo, la página web de la persona relevante (art. 10.5 RD 1333/2005).

2.2. La comercialización de servicios de inversión

La comercialización de servicios de inversión y la captación de clientes no constituyen en sí mismas servicios de inversión, son actividades previas a cada uno de los servicios de inversión correspondientes que pueden ser desarrolladas de forma separada a la prestación del servicio en sí (art. 63.4 LMV).

La normativa reguladora de los mercados de valores especifica que tienen la consideración de comunicación publicitaria, o comunicaciones de carácter comercial, las recomendaciones que no cumplan con los requisitos para ser considerados como los informes de inversión análisis financiero o recomendación general (antes descritos), ni como asesoramiento en materia de inversión (también descrito); en cuyo caso, las empresas de servicios de inversión que la presenten o difundan deben garantizar su identificación inequívoca como tal (art. 63.1.g LMV, artículo 5.2.e RD 217/2008 y norma 1ª.1, circular 10/2008 CNMV). La comunicación de carácter publicitario debe ser imparcial (21), clara y no engañosa, y debe ser identificable con claridad como tal (art. 79 bis 2 LMV). La recomendación que tenga el carácter de comunicación publicitaria debe contener una declaración clara y destacada (en el caso de recomendación oral, una medida de efecto equivalente) de que no se ha elaborado con sujeción a las disposiciones normativas orientadas a promover la independencia de los informes de inversiones, y de que no existe prohibición alguna que impida la negociación antes de la difusión del informe (art. 5.2.e RD 217/2008).

La comercialización de servicios de inversión y la captación de clientes sólo pueden realizarlas profesionalmente, por sí mismas o a través de los agentes, las entidades que estén autorizadas a prestar esos servicios (art. 64.7.2 LMV). Las empresas de asesoramiento financiero no pueden contratar agentes para el desempeño de sus funciones (norma 1ª.2, circular 10/2008 CNMV).

Cuando, tras la actividad de comercialización, se produce la prestación de un servicio de inversión, se aplicarán las normas que en cada caso correspondan. Si, como resultado de la actividad de comercialización, un cliente solicita la prestación de un servicio de inversión, habrá que realizar o no las evaluaciones de idoneidad o conveniencia en función del servicio de que se trate y las circunstancias que concurren en él (Espín, 2008: 185).

2.3. La emisión de calificaciones crediticias

Las calificaciones crediticias desempeñan un papel importante en los mercados de valores y en los mercados bancarios internacionales, pues los inversores, los emisores y las administraciones públicas las utilizan como uno de los elementos para adoptar decisiones fundadas en los ámbitos de inversión y de financiación. Las calificaciones crediticias han de ser independientes, objetivas y de adecuada calidad. La financiación de las empresas a través del mercado y el coste de ésta dependen de sus evaluaciones (considerando nº 1, reglamento (CE) nº 1060/2009). Las calificaciones crediticias permiten a los operadores del mercado ahorrarse el coste de estudiar un gran volumen de información financiera. La reputación de las agencias de calificación surge de la independencia de sus opiniones y del acierto en la evaluación.

A efectos comunitarios, se entiende por «calificación crediticia» un dictamen acerca de la solvencia de una entidad, una deuda u obligación financiera, una obligación, una acción preferente u otro instrumento financiero; o de un emisor de tal deuda u obligación financiera, obligación, acción preferente u otro instrumento financiero, emitido utilizando un sistema establecido y definido de clasificación de las categorías de calificación (artículo 3.1.a Reglamento (CE) nº 1060/2009). No se consideran calificaciones crediticias las recomendaciones en general, ni los informes de inversiones, ni otras formas de recomendación general como «compre», «venda» o «conserva» en relación con transacciones de instrumentos financieros y obligaciones financieras (art. 3.2.a y b Reglamento (CE) nº 1060/2009), ni las opiniones sobre el valor de un instrumento financiero o de una obligación financiera (art. 3.2.c Reglamento (CE) nº 1060/2009 y considerando nº 20, Reglamento (CE) nº 1060/2009).

Las calificaciones crediticias pueden ser solicitadas, y las no solicitadas (no emitidas a petición del emisor ni de la entidad calificada) deben identificarse y distinguirse claramente por los medios apropiados (considerando número 21, Reglamento (CE) nº 1060/2009).

Una «agencia de calificación crediticia» (22), en el ámbito comunitario, es una persona jurídica cuya ocupación incluye la emisión de calificaciones crediticias

con carácter profesional (art. 3.1.b Reglamento (CE) número 1060/2009). Las agencias pueden prestar otros servicios («servicios auxiliares»), tales como previsiones de mercado, estimaciones de la evolución económica, análisis de precios y otros análisis de datos generales, así como servicios de distribución conexos; evitando que estos servicios auxiliares entren en conflicto de intereses con las actividades de calificación crediticia. Las agencias de calificación crediticia no deben prestar a las entidades calificadas servicios de consultoría o asesoramiento con respecto a su estructura social o sus actividades (anexo 1, sección B.4, Reglamento (CE) nº 1060/2009).

Las agencias de calificación crediticia que emitan calificaciones crediticias en la Comunidad deben estar sujetas a inscripción en un registro (23). Este registro es el principal requisito previo para que las agencias de calificación crediticia emitan calificaciones destinadas a ser utilizadas a efectos de regulación en la Comunidad (24) (considerando nº 43, Reglamento (CE) número 1060/2009).

Las agencias de calificación no son asesores financieros, y sus calificaciones no deben interpretarse como una recomendación de compra o venta de un instrumento financiero. Su función es aportar una mera predicción sobre la probabilidad de que un emisor incumpla sus compromisos (Martínez-Pardo *et al.*, 2008: 26).

3. Entidades habilitadas para prestar el asesoramiento en materia de inversión

3.1. Reserva de actividad

Para que una persona o entidad pueda desarrollar, con carácter profesional, la actividad definida en la LMV como «asesoramiento en materia de inversión» en relación con los instrumentos financieros contemplados en el art. 2 de la LMV, comprendiendo a las operaciones sobre divisas», es necesario que cuente con la preceptiva autorización y que se halle inscrita en los correspondientes registros (arts. 64.7 y 63.1.g LMV).

Las sociedades de valores (art. 64.2 LMV y art. 6.1 RD 217/2008), las agencias de valores (art. 64.3 LMV y art. 6.2 RD 217/2008), las sociedades gestoras de carteras y las empresas de asesoramiento financiero pueden prestar «asesoramiento en materia de inversión» (art. 64.4 LMV y art. 6.3 RD 217/2008). Las entidades de crédito, aunque no son empresas de servicios de inversión, pueden realizar habitualmente los servicios de inversión y los servicios auxiliares, siempre que su régimen jurídico, sus estatutos y su autorización específica les habiliten para ello (art. 65.1 LMV); por tanto, también pueden prestar el servicio de asesoramiento en materia de inversión. Asimismo, a las

sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva que estén autorizadas para ello les son de aplicación las normas que regulan el asesoramiento en materia de inversión (art. 65.2 LMV).

Las empresas de asesoramiento financiero son empresas de servicios de inversión, y de entre éstos exclusivamente pueden prestar el servicio de asesoramiento en materia de inversión, además dos servicios auxiliares (25).

El Registro Mercantil y los demás registros públicos no deben inscribir a aquellas entidades cuyo objeto social no cumpla con esta reserva de actividad. Si se hubiesen practicado las inscripciones, serán nulas de pleno derecho (art. 64.9 LMV). Si el objeto social de una sociedad aparece redactado de forma genérica como de «asesoramiento financiero», no se debe efectuar la inscripción registral, pues en materia de actividades sociales hay que entender que el género comprende todas sus especies, por lo que en ese caso quedaría comprendida la actividad reservada por la LMV como «servicio de inversión». Las sociedades, que pretendan incluir como una de sus actividades el asesoramiento en materia de inversión en otros ámbitos distintos al referido en la LMV, deberán especificar que su actividad queda limitada a esos ámbitos, introduciendo una cláusula de exclusión especial que deje fuera del objeto social la actividad de asesoramiento en materia de inversión regulada y reservada por la Ley del Mercado de Valores.

Las personas o entidades que incumplan lo previsto en relación con la reserva de actividad del asesoramiento de inversiones tal y como se describe en la LMV serán requeridas para que cesen y, en su caso, sancionadas. A la CNMV le compete la formulación de los requerimientos, la imposición de las multas y la facultad para hacer advertencias públicas respecto a la existencia de esta conducta (art. 64.8 LMV). Los incumplimientos de la reserva de actividad y la realización por las empresas de servicios de inversión, o por cualquier persona física o jurídica de actividades para las que no están autorizadas, son catalogados como infracciones muy graves (art. 99.q LMV). La realización, con carácter ocasional o aislada, por las personas que presten servicios de inversión, de actividades para las que no están autorizadas son infracciones graves (art. 100.r, Ley del Mercado de Valores).

Por tanto, las empresas de asesoramiento financiero participan de la reserva de la actividad de asesoramiento en materia de inversión, pero no es una reserva absolutamente excluyente; además, el asesoramiento en materia de inversión es su actividad principal, pero además pueden realizar los servicios auxiliares mencionados.

3.2. Excepciones

La prestación del asesoramiento en materia de inversión tal como la describe la LMV no queda sometida a esa Ley cuando sea realizada por personas en el ámbito de una actividad profesional no regulada por la LMV, y siempre que la prestación de ese asesoramiento no esté específicamente remunerada (art. 62.3.g LMV y norma 1ª, Circular 10/2008 CNMV); tampoco es de aplicación la LMV cuando esa actividad es prestada de manera accesoria en el marco de una actividad profesional que esté regulada por disposiciones legales o reglamentarias o por un código deontológico profesional que no excluya la prestación de dicho servicio (art. 62.3.f LMV y norma 1ª.3, Circular 10/2008 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores) (26).

IV. LAS EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO

1. La actividad de las empresas de asesoramiento financiero

La LMV define las empresas de servicios de inversión atendiendo a su «actividad principal», que consiste en prestar «servicios de inversión», con carácter profesional, a terceros sobre los instrumentos financieros señalados en el art. 2 LMV (art. 62.1 LMV y art. 4.1 RD 217/2008), permitiéndose además que puedan realizar otros servicios que se califican como «servicios auxiliares» (arts. 62.2 y 64 LMV). Una de las clases de empresas de servicios de inversión es la de empresas de asesoramiento financiero (art. 64.1.d LMV y art. 4.2 RD 217/2008).

Las empresas de asesoramiento financiero son aquellas de servicios de inversión que, de forma habitual y profesional, exclusivamente pueden prestar como actividad principal el servicio de inversión descrito como «asesoramiento en materia de inversión» y, en su caso, los servicios auxiliares siguientes: a) el asesoramiento a empresas sobre estructura del capital, estrategia industrial y cuestiones afines, así como el asesoramiento y demás servicios en relación con fusiones y adquisiciones de empresas, y b) la elaboración de informes de inversiones y análisis financieros u otras formas de recomendación general relativa a las operaciones sobre instrumentos financieros (27) (art. 64.5 LMV, art. 6.4 RD 217/2008 y norma 1ª de la Circular 10/2008 CNMV). La actividad de «asesoramiento en materia de inversión» en relación con los instrumentos financieros contemplados en el artículo 2 LMV, comprendiendo a tal efecto a las operaciones sobre divisas, no se puede desarrollar con carácter profesional sin haber obtenido la preceptiva autorización y hallarse inscrito en el correspondiente registro administrativo (art. 64.7 LMV). En ningún caso se puede conceder la autorización de empre-

sa de asesoramiento financiero para la prestación únicamente de los servicios auxiliares (art. 66.2 LMV), pero esos dos servicios auxiliares pueden ser prestados por otras personas sin necesidad de autorización administrativa, ni ningún registro (arts. 64.7 LMV).

Las empresas de asesoramiento financiero pueden realizar el asesoramiento en materia de inversión referido a instrumentos no contemplados en el art. 2 LMV, siempre que se resuelvan en forma adecuada los posibles riesgos y conflictos de interés entre ellas y sus clientes, o los que puedan surgir entre los distintos clientes (art. 63.3 LMV y art. 10 RD 217/2008).

Las empresas de asesoramiento también pueden llevar a cabo otras actividades accesorias que supongan la prolongación de su negocio cuando ello no desvirtúe el objeto social exclusivo propio de estas empresas (artículo 63.3 LMV y art. 10 RD 217/2008).

Las empresas de asesoramiento financiero no pueden realizar operaciones sobre valores o efectivo en nombre propio, salvo para administrar su propio patrimonio. Tampoco están autorizadas a tener fondos o valores de clientes, por lo que no pueden colocarse en posición deudora con respecto a sus clientes (art. 64.5 3er párr. LMV). Como consecuencia de ello, las actividades que realizan «en ningún caso» están cubiertas por el Fondo de Garantía de Inversiones (art. 64.5 LMV), por lo que no es exigible a las empresas de asesoramiento financiero que se adhieran a él (art. 67.2.j LMV).

La comercialización de los servicios de inversión que prestan las empresas de asesoramiento financiero y la captación de clientes sólo pueden realizarlas profesionalmente ellas mismas (art. 64.7.2º párr. LMV), ya que no pueden contratar agentes para el desempeño de sus funciones (art. 21.1.o RD 217/2008 y norma 1ª.2, Circular 10/2008 CNMV) y sólo pueden delegar en terceros el ejercicio de funciones de tipo administrativo (28) (artículo 21.1.n RD 217/2008).

Las empresas de asesoramiento financiero no pueden ser agentes de otra empresa de servicios de inversión o entidad de crédito (norma 1ª.2, Circular 10/2008 CNMV).

2. Requisitos referidos al titular de la empresa

Los titulares de las empresas de asesoramiento financiero pueden ser personas físicas o jurídicas (art. 6.4 RD 217/2008), y en este caso pueden adoptar la forma de sociedad anónima o de sociedad de responsabilidad limitada.

La persona jurídica puede ser titular de una empresa de asesoramiento financiero como consecuencia de que,

una vez concedida la autorización administrativa, se constituya con ese objeto, o bien mediante la sustitución del objeto de una sociedad ya existente («transformación») (29).

2.1. Requisitos de las personas jurídicas

Para que una persona jurídica obtenga y conserve su autorización como empresa de asesoramiento financiero es necesario cumplir los siguientes requisitos (art. 67.2 LMV y art. 21.1 RD 217/2008):

a) La forma societaria será de sociedad de responsabilidad limitada o de sociedad anónima, en cuyo caso las acciones serán nominativas; y si es una sociedad de nueva creación, su constitución será mediante el procedimiento de fundación simultánea (art. 67.2.b y c LMV y art. 21.1.c y d RD 217/2008).

b) Su denominación deberá incluir la expresión «Empresa de Asesoramiento Financiero» o su abreviatura, «EAFI», estando reservadas una y otra para las entidades inscritas en el correspondiente registro de la CNMV, sin que ninguna otra entidad pueda utilizar esa denominación o esa abreviatura, ni otra denominación o abreviatura que induzca a confusión (30) (art. 64.6 LMV y arts. 14.1.b y 7 RD 217/2008), y quien lo incumpla será requerido para que cese y, en su caso, sancionado (31) (art. 64.8 Ley del Mercado de Valores).

c) El objeto social consistirá en la prestación exclusivamente del servicio de inversión descrito como «asesoramiento en materia de inversión» y los servicios auxiliares siguientes: a) el asesoramiento a empresas sobre estructura del capital, estrategia industrial y cuestiones afines, así como el asesoramiento y demás servicios en relación con fusiones y adquisiciones de empresas, y b) la elaboración de informes de inversiones y análisis financieros u otras formas de recomendación general relativa a las operaciones sobre instrumentos financieros (artículos 64.5 y 67.2.a LMV, arts. 6.4 y 21.1.a RD 217/2008 y norma 1ª.1 de la Circular 10/2008 CNMV).

d) La duración será por tiempo indefinido (art. 67.2.b LMV y art. 21.1.c RD 217/2008).

e) No se podrán reservar a los fundadores ventajas o remuneraciones especiales de clase alguna (art. 67.2.c LMV y art. 21.1.d RD 217/2008).

f) A efectos de exigencias de solvencia, se podrá optar por una de estas tres fórmulas: a) un capital social inicial de 50.000 euros, totalmente desembolsado en efectivo; b) un seguro de responsabilidad civil profesional, aval u otra garantía comparable para hacer frente a la responsabilidad por negligencia profesional en el ejer-

cicio de su actividad profesional en toda la Unión Europea, con una cobertura mínima de 1.000.000 de euros por reclamación de daños y un total de 1.500.000 euros anuales para todas las reclamaciones; c) una combinación de capital inicial y de seguro de responsabilidad civil profesional que dé lugar a un nivel de cobertura equivalente a las alternativas anteriores (art. 67.2.d LMV y arts. 21.1.e y 22.1 1^{er} párr. RD 217/2008). En caso de conversión («transformación») de una entidad ya constituida en una empresa de asesoramiento financiero se exige que los «recursos propios» (32) en el momento de la inscripción alcancen al menos la cuantía de 50.000 euros (33) (art. 22.1 último párr. RD 217/2008).

La LMV establece que para las empresas de servicios de inversión que únicamente estén autorizadas a prestar el servicio de asesoramiento en materia de inversión, sin mantener fondos o valores mobiliarios que pertenezcan a clientes, y que por esta razón nunca puedan hallarse en situación deudora respecto de dichos clientes, no son de aplicación las exigencias generales previstas para las empresas de servicios de inversión, que requieren un volumen de recursos propios proporcionado al de su actividad, al de los riesgos asumidos y, en su caso, al de los gastos de estructura (art. 70.1.a 1^{er} y 5^o párr. LMV). Por tanto, a las empresas de asesoramiento financiero no les son de aplicación esas normas relativas a los fondos propios (art. 1.7 Circular 12/2008 CNMV, de 30 de diciembre).

g) La estructura del órgano al que se confíe la administración podrá ser la de administrador único, la de tres (34) o más administradores solidarios (35) o un consejo de administración (36) (art. 67.2.e LMV, art. 14.1.e RD 217/2008).

h) Todos los administradores y, en su caso, los de la entidad dominante (37), los directores generales y quienes desarrollen funciones de alta dirección (38), así como quienes representen a consejeros personas jurídicas, deben tener reconocida honorabilidad empresarial o profesional (art. 67.2.f LMV y art. 21.1.f RD 217/2008). Concorre honorabilidad empresarial y profesional en quienes hayan venido observando una trayectoria personal de respeto a las leyes mercantiles u otras que regulen la actividad económica y la vida de los negocios, así como a las buenas prácticas comerciales y financieras (39). Esta honorabilidad se presumirá siempre cuando el socio sea una administración pública o entes dependientes de ella (art. 17.2 RD 217/2008).

i) El administrador único, los administradores o, en su caso, la mayoría de los miembros de su consejo de administración, y en todo caso tres de ellos, así como todos los directores generales y asimilados, deben contar con conocimientos y experiencia adecuados. Todos los consejeros ejecutivos y la mayoría de los miembros

de las comisiones delegadas del consejo de administración u órganos similares que tengan delegadas funciones ejecutivas deben tener esos conocimientos y experiencia (art. 67.2.g LMV y art. 21.1.f RD 217/2008).

Los conocimientos y experiencia exigibles deben referirse al mercado de valores y, en todo caso, a funciones de asesoramiento en materia de inversión, gestión de patrimonios, análisis u otros relacionados con el mercado de valores que resulten adecuadas para el ejercicio de sus funciones. Poseen conocimientos y experiencia adecuados para ejercer sus funciones en las empresas de asesoramiento financiero quienes, durante un plazo no inferior a tres años (40) hayan desempeñado funciones de administración, alta dirección, control o asesoramiento de entidades financieras, o funciones de similar responsabilidad en otras entidades públicas o privadas de dimensión al menos análoga a la entidad a la que pretendan acceder. A efectos de evaluar los conocimientos, se podrá considerar la posesión de títulos y certificaciones acreditativas de conocimientos en estas materias (41) (norma 3^a.1.e 3er párrafo Circular 10/2008 CNMV y art. 14.1.e y 2 RD 217/2008).

j) Los socios con participación significativa (42) deben ser considerados idóneos, teniendo en cuenta, entre otros factores: 1º) su honorabilidad empresarial y profesional, que se presumirá siempre cuando los socios sean administraciones públicas o entes de ellas dependientes (art. 17.2 RD 217/2008); 2º) los medios patrimoniales con que cuentan para atender los compromisos asumidos; 3º) la posibilidad de que la empresa de asesoramiento financiero 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 empresa puedan quedar afectados por el alto riesgo de aquéllas (artículo 21.1.h RD 217/2008 y art. 67.1.b Ley del Mercado de Valores).

k) Tener su domicilio social y su administración central en territorio nacional (art. 21.1.i RD 217/2008).

2.2. Requisitos de las personas físicas

Para que una persona física obtenga la correspondiente autorización para ser titular de una empresa de asesoramiento financiero (43) debe cumplir los siguientes requisitos:

a) Tener capacidad legal para ejercer el comercio (44) (art. 21.1.e RD 217/2008);

b) Tener la adecuada honorabilidad empresarial o profesional (arts. 67.4.a y 67.2.f LMV y art. 21.1.g RD 217/2008).

c) Contar con conocimientos y experiencia adecuados en el ámbito del mercado de valores, en concreto para el ejercicio de sus funciones (art. 67.4.b LMV y artículo 21.1.g RD 217/2008).

d) Cumplir con el requisito de idoneidad (art. 67.1.b último párr. LMV y art. 21.1.h RD 217/2008).

e) Tener un seguro de responsabilidad civil profesional, aval u otra garantía comparable para hacer frente a la responsabilidad por negligencia profesional en el ejercicio de su actividad profesional en toda la Unión Europea, con una cobertura mínima de 1.000.000 de euros por reclamación de daños y un total de 1.500.000 euros anuales para todas las reclamaciones (art. 22.2 y 21.1.e RD 217/2008 y art. 67.4.c Ley del Mercado de Valores).

f) Tener su residencia en España (art. 21.1.l RD 217/2008).

3. Requisitos de carácter empresarial

Tanto las personas físicas (45) como las personas jurídicas titulares de empresas de asesoramiento financiero deben cumplir con los siguientes requisitos de carácter empresarial:

a) Contar con medios técnicos y humanos, y definir políticas y procedimientos que permitan a los administradores de la sociedad o al empresario individual cumplir con sus obligaciones y asumir sus responsabilidades (norma 2ª Circular 10/2008 CNMV, art. 67.4.d y artículo 67.2.h LMV); en particular, mantener una estructura organizativa con medios personales y materiales proporcionados a la escala de su actividad y a la complejidad de los instrumentos sobre los que se asesore y con líneas de responsabilidad bien definidas, transparentes y coherentes (norma 2ª.a Circular 10/2008 CNMV, art. 21.1.i RD 217/2008, art. 70 ter.1 a LMV).

b) Establecer, o delegar en terceros, una función de cumplimiento normativo (46), para detectar cualquier riesgo de incumplimiento de las obligaciones impuestas por la normativa que les resulta de aplicación (norma 2ª.b Circular 10/2008 y art. 70 ter.1 b Ley del Mercado de Valores).

c) Disponer de, o delegar en terceros, un departamento o servicio especializado de atención al cliente, que tenga por objeto atender y resolver las quejas y reclamaciones que éstos presenten (norma 2ª.c Circular 10/2008 CNMV).

d) Disponer de, o delegar en terceros, una función de control de riesgos y auditoría, cuando resulte adecuado en función de la naturaleza, escala y complejidad de la actividad (47) (norma 2ª.d Circular 10/2008 CNMV y artículo 70 ter.2 a Ley del Mercado de Valores).

e) Realizar un seguimiento ordenado de su actividad y organización interna, para lo que deberán establecer y mantener los siguientes registros: a) registro de clientes, en el que conste la documentación acreditativa de, entre otros aspectos, que la empresa ha obtenido información suficiente sobre los conocimientos y experiencia, situación financiera y objetivos de inversión de los clientes; y que ha informado a los clientes, con carácter previo a la contratación del servicio, acerca del importe, delimitación y vigencia temporal y demás características del seguro de responsabilidad civil que tenga suscrito; b) registro de contratos u otros documentos que acrediten de forma fehaciente la recomendación personalizada realizada (48); c) registro de los conflictos de interés que hayan surgido o puedan surgir en el desarrollo de sus actividades; d) registro de operaciones personales de los administradores, empleados y apoderados o, en su caso, del empresario individual (norma 2ª.e Circular 10/2008 y art. 70 ter.1 1º párr. e Ley del Mercado de Valores).

f) Aprobar y mantener una política de gestión de conflictos de interés, adecuada al tamaño y complejidad de la actividad, que garantice la independencia de las actuaciones, identifique las circunstancias que puedan provocar conflictos potencialmente perjudiciales para clientes y establezca procedimientos y medidas para gestionar tales conflictos (norma 2ª.f Circular 10/2008 y art. 70 ter.1 d LMV). En la política de gestión de conflictos de interés, que ha de ser escrita, deben quedar claramente identificadas las siguientes circunstancias (49): en primer lugar, aquellas que pueden dar lugar a conflictos de interés entre los clientes y la empresa de asesoramiento financiero o su grupo, incluidos los administradores, directivos u otras personas vinculadas a ella por una relación de control, o entre los intereses de dos o más clientes, por encontrarse en alguna de las siguientes situaciones: 1ª) que se pueda obtener un beneficio financiero, o evitar una pérdida financiera, a costa del cliente (50); 2ª) que se tenga un interés en el resultado del servicio prestado distinto del interés del propio cliente en ese resultado, 3ª) que se tengan incentivos financieros o de cualquier otro tipo para favorecer los intereses de terceros clientes, frente a los propios intereses del cliente en cuestión, 4ª) que sea idéntica la actividad profesional a la del cliente, 5ª) que se reciba, o se vaya a recibir, de un tercero un incentivo en relación con el servicio prestado al cliente, en dinero, bienes o servicios, distinto de la comisión o retribución habitual por el servicio en cuestión (art. 44 RD 217/2008); en segundo lugar, aquellas derivadas de los cargos, responsabilidades o funciones ostentadas de forma simultánea en otras entidades por los administradores de la sociedad o el empresario individual, o por aquellas personas con las que éstos o la empresa de asesoramiento financiero mantenga un vínculo estrecho (51) (norma 2ª.f Circular 10/2008 CNMV).

g) Contar con procedimientos y órganos adecuados de control interno y de comunicación para prevenir e impedir operaciones relacionadas con el blanqueo de capitales (52) (norma 2ª.g Circular 10/2008 CNMV y art. 21.1.i RD 217/2008).

h) En caso de que la empresa de asesoramiento realice informes sobre inversiones, análisis financiero u otras formas de recomendación general, disponer de un reglamento interno de conducta que establezca un régimen de operaciones personales de los administradores, directivos, empleados y apoderados o, en su caso, del empresario individual y que se ajuste a la normativa relativa al «abuso de mercado» (53) en la LMV (norma 2ª.h Circular 10/2008, art. 21.1.k RD 217/2008 y capítulo II, título VII Ley del Mercado de Valores).

i) Si la empresa pretende elaborar informes sobre inversiones, debe disponer el cumplimiento de los requisitos organizativos adicionales previstos reglamentariamente para cuando una entidad presta ese servicio auxiliar (54) (norma 2ª.i Circular 10/2008 CNMV).

j) Contar con mecanismos de control y de seguridad en el ámbito informático y de procedimientos de control interno adecuados y planes de contingencias ante daños o catástrofes para garantizar, en caso de incidencias, la continuidad y regularidad en la prestación del servicio (norma 3ª.1.h Circular 10/2008 CNMV, artículo 67.4.d, art. 67.2.i y art. 70 ter.2.b LMV y artículo 21.1.k RD 217/2008);

k) Cumplir las normas de conducta previstas reglamentariamente (55) para quienes presten servicios de inversión (art. 21.1.j RD 217/2008);

l) Tener un plan de negocios previsto para el primer ejercicio, que acredite razonablemente que el proyecto de empresa de asesoramiento financiero es viable en el futuro (norma 3ª.1.i Circular 10/2008 CNMV, art. 67.2.k LMV y art. 21.1. m RD 217/2008);

m) Tener documentación adecuada sobre las condiciones y las funciones que vayan a ser subcontratadas, delegadas o externalizadas, de forma que pueda verificarse que este hecho no desnaturaliza o deja sin contenido la autorización solicitada; estas funciones delegadas solo podrán ser de «tipo administrativo» (artículo 67.2.l LMV y art. 21.1.n RD 217/2008).

4. Diferencias con los agentes de las empresas de servicios de inversión

Las empresas de servicios de inversión pueden designar agentes: para la promoción y comercialización de los servicios de inversión y los servicios auxiliares que

presten; y para la realización habitual frente a los clientes, en nombre y por cuenta de aquellas, los servicios consistentes en la recepción y transmisión de órdenes de clientes en relación con uno o más instrumentos financieros y en la colocación de instrumentos financieros; así como para prestar asesoramiento sobre los instrumentos financieros y los servicios de inversión que la empresa ofrezca (art. 65 bis 1 1º párr. LMV). Por tanto, una de las principales actividades de los agentes coincide con el que es el objeto principal de las empresas de asesoramiento financiero.

Los agentes de las empresas de servicios de inversión pueden llevar a cabo un asesoramiento limitado sobre los productos y servicios prestados por las empresas de servicios de inversión con las que están vinculados, ya que los agentes han de actuar en exclusiva para una sola empresa de servicios de inversión o para varias del mismo grupo (art. 65 bis 1 2º párr. LMV). La empresa de asesoramiento financiero puede recomendar cualquier producto financiero sin limitación alguna; el agente recomendará aquellos instrumentos que son ofrecidos por la empresa de servicios de inversión con la que se vincule.

Los agentes pueden desarrollar otras actividades, siempre que no entren en conflicto con el buen desempeño de sus funciones (art. 65 bis 1 2º párr. LMV). Las empresas de asesoramiento financiero tienen un objeto exclusivo.

Cualquier persona física o jurídica puede actuar como agente de una empresa de servicios de inversión, a excepción de: a) las personas físicas ligadas por una relación laboral a la propia entidad o a cualquier otra que preste servicios de inversión sobre los instrumentos previstos en el artículo 2 LMV; b) las personas físicas o jurídicas que actúen como agentes de otra empresa de servicios de inversión o como agentes de entidades de crédito que presten servicios de inversión, salvo que ambas entidades pertenezcan al mismo grupo (art. 24.2 RD 217/2008). La actuación como agente de las personas jurídicas queda condicionada a la compatibilidad de dicha actividad con su objeto social (artículo 24.3 RD 217/2008). Los agentes deben cumplir los requisitos de honorabilidad y poseer los conocimientos y experiencia generales, profesionales y comerciales apropiados para que puedan comunicar con precisión a sus clientes la información precisa sobre las inversiones propuestas (art. 65 bis 2 Ley del Mercado de Valores) (56).

Los agentes actúan por cuenta, y bajo responsabilidad plena e incondicional, de las empresas de servicios de inversión que los hubieran contratado (art. 65 bis 3 LMV), que serán las responsables del cumplimiento por aquéllos de todas las normas de ordenación y disciplina

del mercado de valores en los actos que realicen (artículo 25.1 RD 217/2008) (57). Las empresas de asesoramiento financiero responden frente al cliente, al que asesoran por cuenta propia; los agentes responden frente a la propia empresa de servicios de inversión (De la Peña, 2009: 263).

Los agentes no pueden ostentar representación de los inversores (art. 65 bis.1 2º párr. LMV), no pueden recibir de los clientes, ni siquiera transitoriamente, instrumentos financieros o dinero, ni percibir honorarios, comisiones o cualquier otro tipo de remuneración del cliente, tampoco pueden subdelegar sus actuaciones (art. 65 bis.4.3er párr. LMV y art. 25.4 y 5 RD 217/2008). Las empresas de asesoramiento financiero reciben de sus clientes sus comisiones, honorarios, pero no están autorizadas a tener fondos o valores de clientes, por lo que no pueden colocarse en posición deudora respecto de los clientes (art. 64.5 LMV).

Para que los agentes puedan iniciar su actividad, es requisito necesario que las empresas de servicios de inversión que contraten con ellos lo comuniquen a la CNMV, quien los inscribirá en el correspondiente registro (58), previa inscripción de los poderes en el Registro Mercantil, y una vez comprobado que el agente reúne acreditada honorabilidad y posee los conocimientos generales, comerciales y profesionales apropiados para poder comunicar con precisión al cliente o al posible cliente toda la información pertinente sobre el servicio propuesto (art. 65 bis 5 1er párr. LMV). Asimismo, cuando la empresa de servicios de inversión concluya su relación con un agente, debe comunicarlo inmediatamente a la CNMV para inscribirlo en el correspondiente registro (art. 65 bis 5 2º párr. LMV). Para que una empresa de asesoramiento financiero pueda prestar con carácter profesional o habitual a terceros el asesoramiento en materia de inversión, habrá de obtener la correspondiente autorización administrativa de la CNMV y hallarse inscrita en el correspondiente registro (art. 64.7 LMV, art. 801 RD 217/2008 y norma 1ª.2 1er párrafo Circular 10/2008 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores).

El ejercicio de la actividad de los agentes de las empresas de servicios de inversión está sometido a la supervisión de la CNMV, que puede establecer requisitos adicionales para la cobertura de los riesgos derivados de incumplimientos o fraudes provenientes de su actividad (art. 24.1 RD 217/2008). La CNMV podrá recabar de las empresas de servicios de inversión representadas y de sus agentes cuantas informaciones estime necesarias sobre los extremos relacionados con las materias objeto de su competencia (art. 26.1 RD 217/2008). Las empresas de asesoramiento financiero quedan sujetas al régimen de supervisión, inspección y sanción a cargo de la CNMV (art. 84.1.c Ley del Mercado de Valores).

V. LA AUTORIZACIÓN ADMINISTRATIVA Y EL REGISTRO

1. Consideraciones generales

La autorización para la creación de empresas de asesoramiento financiero corresponde otorgarla a la CNMV, a diferencia de la autorización de las otras empresas de servicios de inversión, que ha de ser otorgada por el Ministro de Economía y Hacienda, a propuesta de la CNMV (art. 66.1.1er párr. LMV y art. 20 RD 217/2008). Igualmente corresponde a la CNMV autorizar la transformación de una sociedad ya existente en una sociedad titular de empresa de asesoramiento financiero (cfr. artículo 12.1 RD 217/2008).

Esta autorización y hallarse inscrita en los correspondientes registros administrativos es necesario para poder prestar con carácter profesional (59) a terceros el asesoramiento en materia de inversión en relación con los instrumentos financieros contemplados en el artículo 2 LMV, comprendiendo a las operaciones sobre divisas (art. 64.7 LMV, art. 8.1 RD 217/2008 y norma 1ª.2.1er Circular 10/2008 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores).

Además de en el ámbito nacional, las empresas de asesoramiento financiero españolas pueden prestar los servicios de inversión y los servicios auxiliares para los que estén autorizadas en el territorio de otros estados miembros de la Unión Europea, a través del establecimiento de una sucursal o mediante la libre prestación de servicios (art. 71.1 LMV). Cuando se pretenda abrir una sucursal o prestar servicios sin sucursal en un Estado que no sea miembro de la Unión Europea, debe obtenerse previamente una autorización de la CNMV (artículo 71.4 1er párr. LMV). En el caso de que las empresas de servicios de inversión encuentren dificultades a la hora de establecerse o de prestar servicios de inversión en un Estado no miembro de la Unión Europea, la CNMV debe informar de ello a la Comisión Europea (art. 71.4 2º párr. Ley del Mercado de Valores).

2. La documentación

La solicitud de autorización de las empresas de asesoramiento financiero debe presentarse en los modelos que la CNMV tiene establecidos. En la página web de la CNMV, dentro de los modelos normativos, aparecen los dos manuales de solicitud de autorización de empresas de asesoramiento, uno para personas físicas y el otro para personas jurídicas (60). Las solicitudes de autorización e inscripción podrán ser realizadas directamente por el solicitante a la CNMV o mediante la representación de otras personas o entidades (61) (norma 3ª Circular 10/2008 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores).

Siguiendo el mismo criterio adoptado para la descripción de los requisitos, distinguiremos la documentación que se ha de aportar y aquellos documentos relativos al titular de la empresa, diferenciando entre personas jurídicas y personas físicas, de aquellos otros documentos relativos al ámbito empresarial (norma 3.^a Circular 10/2008 CNMV, y arts. 16, 21 y 22 RD 217/2008).

Los promotores de una empresa de asesoramiento financiero cuya titularidad se pretende que corresponda a una persona jurídica han de presentar la siguiente documentación:

a) Proyecto de estatutos sociales, que han de cumplir con los requisitos legales y reglamentarios mencionados con anterioridad y certificación registral negativa de denominación social propuesta (norma 3.^a 1.a Circular 10/2008 Comisión Nacional del Mercado de Valores).

b) Información sobre los requisitos financieros previstos: si se ha optado por la fórmula del capital social mínimo, éste deberá constar en el proyecto de estatutos; si se ha elegido la alternativa de suscripción del seguro de responsabilidad civil, se presentará proyecto de certificación según el modelo que tiene establecido la CNMV o información sobre el aval o garantía proyectados; si se ha decidido por una combinación de capital social y seguro de responsabilidad civil que dé lugar a una cobertura equivalente, hay que aportar un informe de experto independiente que acredite la equivalencia de la cobertura y el proyecto de certificación del seguro de responsabilidad civil (norma 3.^a 1.b Circular 10/2008 Comisión Nacional del Mercado de Valores).

c) Relación de administradores de la sociedad y, en su caso, de los de la entidad dominante, de quienes vayan a ejercer de directores generales o asimilados y de comisiones delegadas del consejo u órganos similares con funciones ejecutivas; información sobre su trayectoria y actividad profesional, con acreditación de su honorabilidad (conforme art. 14.1.e RD 217/2008). A efectos de evaluar los conocimientos, se pueden aportar títulos y certificaciones acreditativas de conocimientos de estas materias (62) (norma 3.^a 1.e Circular 10/2008 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores).

d) Relación de socios directos e indirectos, con acreditación de idoneidad para los socios con participación significativa (63) (conforme art. 67.1 b LMV, Norma 3.^a 1.f Circular 10/2008 CNMV): en el caso de personas físicas, mediante información sobre su trayectoria y actividad profesional, y si son personas jurídicas, mediante sus estatutos, las cuentas anuales e informe de gestión, si los hubiese, con los informes de auditoría de los dos últimos ejercicios, la composición de sus órganos de administración, la estructura detallada del grupo al que eventualmente pertenezcan y las participaciones en su

capital que, directa o indirectamente, representen un porcentaje superior al 5 por 100 (art. 16.1.d RD 217/2008).

Cuando se solicite la transformación de una entidad ya existente en una empresa de asesoramiento financiero, deben acompañarse, además, los siguientes documentos: a) un balance intermedio (64) auditado, cerrado no antes del último día del trimestre anterior al momento de presentación de la solicitud, con una mención expresa y detalle suficiente de las posibles contingencias que pudieran afectar a la valoración del patrimonio; b) las cuentas anuales auditadas de los últimos dos ejercicios o desde su creación, si ésta se hubiera producido durante este período; c) escritura pública de constitución de la entidad y sus modificaciones posteriores (art. 16.2 RD 217/2008); d) certificación de los administradores acreditativa de que la denominación, el objeto y el capital social cumplen los requisitos necesarios para constituirse como empresa de asesoramiento financiero; e) certificado de inexistencia de litigios (norma 3.^a 1.d Circular 10/2008 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores).

La documentación que ha de aportar el solicitante de la autorización de empresa de asesoramiento financiero cuando pretende actuar como empresario individual es la siguiente: a) declaración jurada en la que conste la residencia en España y la capacidad legal para ejercer el comercio (norma 3.^a 1.c Circular 10/2008 CNMV); b) información acerca de su trayectoria y actividad profesional (65) y acreditación de su honorabilidad (norma 3.^a 1.e Circular 10/2008 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores).

La documentación que se ha de adjuntar a la solicitud de autorización que versa sobre exigencias de carácter empresarial es la siguiente:

a) Programa de actividades en el que conste el servicio de asesoramiento de inversiones y, en su caso, los servicios auxiliares legalmente previstos, indicando sobre qué instrumentos se van a prestar (norma 3.^a 1.g Circular 10/2008 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores).

b) Descripción de la estructura organizativa, indicando en particular: 1) organigrama previsto para el desarrollo de la actividad, con información sobre los medios humanos y materiales previstos; 2) medidas para garantizar, en caso de incidencias, la continuidad y regularidad en la prestación de servicios, así como mecanismos de control y salvaguarda de sus sistemas informáticos y planes de contingencia ante daños o catástrofes; 3) sistemas de medición y valoración de los riesgos de los instrumentos financieros sobre los que asesore, y 4) descripción de las circunstancias que pudieran causar conflictos que menoscaben los intereses de los clientes, y compromiso que acredite que la empresa tiene previs-

to adoptar una política para su gestión, así como de cualesquiera otras que pudieran producirse en el desempeño de sus actividades (norma 3ª 1.h Circular 10/2008 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores).

c) Plan de negocios previsto para el primer ejercicio de actividad que acredite la viabilidad del negocio, en el que se indique el tipo de instrumentos sobre los que se prestará el servicio de asesoramiento, con referencia, en caso de ser conocido, al grupo financiero, emisor o comercializador del que procedan los canales de comercialización a utilizar para el desarrollo de la actividad y el tipo de clientes a los que se prestará asesoramiento. Asimismo, se harán constar los ingresos, por tipo de clientes, previstos para el primer ejercicio de actividad (norma 3ª 1.i Circular 10/2008 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores).

d) Declaración en la que se manifieste que se cuenta, desde el inicio de su actividad, con las medidas necesarias para prevenir e impedir operaciones relacionadas con el blanqueo de capitales (norma 3ª 1.j Circular 10/2008 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores).

e) Reglamento interno de conducta (norma 3ª 1.k Circular 10/2008 CNMV) ajustado a las normas reguladoras del mercado de valores; en particular, a las contenidas en el capítulo II del título VII de la LMV, sobre el abuso de mercado, y en el RD 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la LMV, en materia de abuso de mercado; así como un régimen de operaciones personales de los consejeros, directivos, empleados y apoderados de la empresa que garantice el cumplimiento de las normas de conducta (art. 21.1.k RD 217/2008).

f) Folleto informativo de tarifas en el que conste el importe, base de cálculo y fecha de devengo de la comisión que el cliente ha de pagar por el servicio de asesoramiento financiero, y que incluya cualquier coste o gasto asociado al mismo (norma 3ª 1.l Circular 10/2008 CNMV), así como, en su caso, de los servicios auxiliares.

g) Reglamento para la defensa del cliente (norma 3ª 1.m Circular 10/2008 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores).

La CNMV podrá solicitar adicionalmente a los promotores cuantas informaciones o aclaraciones a la documentación presentada estime oportunas, para verificar el cumplimiento de las condiciones y requisitos establecidos (art. 16.1 RD 217/2008 y norma 3ª Circular 10/2008 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores).

La obtención de la autorización como empresa de asesoramiento financiero por medio de declaraciones falsas o por otro medio irregular es infracción muy grave (art. 99.w Ley del Mercado de Valores).

3. La resolución y registro

La resolución de la CNMV sobre la solicitud de autorización será motivada y debe notificarse dentro de los tres meses siguientes a la recepción de la solicitud, o al momento en que se completó la documentación exigible, y, en todo caso, dentro de los seis meses siguientes a la recepción de la solicitud inicial. Cuando en ese plazo no sea notificada la resolución, puede entenderse desestimada la solicitud (66.1 2º párr. LMV y artículos 12.2 y 20 RD 217/2008).

En la autorización se hará constar que se trata de una empresa de asesoramiento financiero y que el servicio de inversión para el que se autoriza es el «asesoramiento en materia de inversión» y, en su caso, los servicios auxiliares que figuren en el programa de actividades (artículo 66.1.2º párr. LMV), que pueden ser: el de asesoramiento a empresas sobre estructura de capital, estrategia industrial y cuestiones afines y el de asesoramiento y demás servicios en relación con fusiones y adquisiciones de empresas, así como el de elaboración de informes de inversiones y análisis financiero u otras formas de recomendación general. La autorización no puede ser únicamente para la prestación de servicios auxiliares (art. 66.2 Ley del Mercado de Valores).

La CNMV sólo puede denegar la autorización para crear una empresa de asesoramiento financiero si concurre alguna de las siguientes causas (art. 67.1 LMV y arts. 17 y 21.2 RD 217/2008): a) en general, por incumplimiento de los requisitos legales y reglamentarios previstos para obtener y conservar la autorización (67.1.a LMV); b) cuando, para garantizar una gestión sana y prudente de la entidad, no se considere adecuada la idoneidad de los socios que vayan a tener una participación significativa o, en su caso, de la persona física que lo solicita como empresario individual (art. 67.1.b LMV); c) por la falta de transparencia en la estructura del grupo al que pueda pertenecer la empresa, o la existencia de vínculos estrechos (66) con otras empresas de servicios de inversión u otras personas físicas o jurídicas que impidan el ejercicio efectivo de las funciones de supervisión de la CNMV, y en general, la existencia de graves dificultades para inspeccionarla u obtener la información que la CNMV estime necesaria para el desarrollo de sus funciones supervisoras (67.1.c LMV); d) cuando las disposiciones legales, reglamentarias o administrativas de un Estado no miembro de la Unión Europea por las que se rijan las personas físicas o jurídicas con las que la empresa de inversión mantenga vínculos estrechos, o las dificultades que suponga su aplicación, impidan el ejercicio efectivo de las funciones de supervisión (67.1.d LMV); e) la falta de honorabilidad empresarial y profesional de los miembros del órgano de administración y de las personas que se encarguen de la dirección efectiva de la socie-

dad financiera mixta de cartera, cuando la empresa de servicios de inversión vaya a ser dependiente de aquélla como integrante de un conglomerado financiero (67) (67.1.e LMV); f) la existencia de graves conflictos de interés entre los cargos, responsabilidades o funciones ostentados por los miembros del órgano de administración de la empresa de asesoramiento financiero y otros cargos, responsabilidades o funciones que ostenten de forma simultánea (67.1.f Ley del Mercado de Valores).

Una vez que la CNMV concede la autorización para que una persona jurídica pueda actuar como empresa de asesoramiento financiero, los promotores deben constituir la correspondiente sociedad e inscribirla en el Registro Mercantil (68) o, si la sociedad ya existe, llevar a cabo las modificaciones estatutarias necesarias, entre ellas, sustituir su objeto social por el propio de estas empresas e inscribirlas en el Registro Mercantil; posteriormente, en ambos casos, inscribir la empresa en el registro correspondiente de la CNMV (art. 66.6 LMV y artículo 12.3 RD 217/2008).

Cuando el titular de la empresa de asesoramiento financiero sea una persona física, la autorización y la inscripción en el registro de la CNMV será simultánea (art. 20 RD 217/2008) y, a partir de ese momento, podrá iniciar su actividad (art. 66.6 LMV).

El Registro Mercantil y los demás registros públicos no deben inscribir a entidades cuyo objeto social o denominación resulten contrarios a lo previsto en la LMV. Si esas inscripciones se hubiesen practicado, serán nulas de pleno derecho (art. 64.9 LMV).

Si transcurre un año desde el día siguiente a la fecha de notificación de la resolución administrativa por la que se concedió la autorización sin que los promotores hayan solicitado la inscripción en el correspondiente registro de la CNMV, no se podrá practicar la inscripción en el registro de ésta y la autorización se declarará caducada (art. 66.7 LMV y art. 12.4 RD 217/2008).

4. La revocación

La autorización de las empresas de asesoramiento financiero puede ser revocada cuando se den los siguientes supuestos (69): a) si no se da comienzo a la actividad de asesoramiento en materia de inversión, dentro de los doce meses siguientes a la fecha de la notificación de la autorización, por causa imputable al interesado; b) si se renuncia expresamente a la autorización, independientemente de que se pretenda continuar con otro objeto social o se acuerde su disolución; c) si se interrumpe de hecho el servicio de asesoramiento en materia de inversión durante un período superior a

seis meses; d) si durante un año se realiza un volumen de actividad inferior al normal que pueda establecerse reglamentariamente; e) si incumple de forma sobrevinida cualquiera de los requisitos para la obtención de la autorización, salvo que se disponga otra cosa en relación con esos requisitos; f) si se incumplen grave y sistemáticamente las obligaciones de llevanza de registros (art. 73.f LMV y art. 70 ter.1.e LMV); g) si el titular de la empresa de asesoramiento financiero es declarado judicialmente en concurso; h) como sanción por la comisión de infracciones muy graves (art. 102.e LMV); i) cuando se dé alguna de las causas de disolución forzosa previstas en la LSA (art. 260) o en la LSRL (art. 104); j) si se obtuvo la autorización en virtud de declaraciones falsas o por otro medio irregular; k) excepcionalmente, si se acredita que la influencia ejercida por las personas que posean una participación significativa, por su falta de idoneidad, pueden influir en el detrimento de la gestión sana y prudente de la empresa, dañando gravemente su situación financiera (arts. 69.11.b y 73.II LMV, y art. 14.3.a RD 217/2008); l) por la falta de honorabilidad comercial o profesional de consejeros o directores, si éstos no cesan en sus cargos en el plazo de un mes contado desde el requerimiento de la CNMV (art. 14.3.b RD 217/2008 y 67.2.f, 3^{er} párr. Ley del Mercado de Valores) (70).

5. Las modificaciones

La CNMV, en virtud de mandato reglamentario, ha regulado el régimen relativo a las modificaciones posteriores a la inscripción de las empresas de asesoramiento financiero en el registro de la CNMV (art. 21.4 RD 217/2008 y norma 4^a Circular 10/2008 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores).

Toda alteración del inicial programa de actividades debe someterse al procedimiento de autorización (art. 11.1 1^{er} párr. RD 217/2008). Las empresas de asesoramiento financiero que pretendan ampliar su programa de actividades prestando algún nuevo servicio auxiliar de los que pueden formar parte de su objeto social deben comunicarlo a la CNMV con carácter previo al inicio de esas actividades, pudiendo ésta solicitar cuantas informaciones complementarias estime conveniente (norma 4^a.1 Circular 10/2008 CNMV). La CNMV puede denegar la modificación del programa de actividades si supone incumplir los requisitos legales y reglamentarios previstos para obtener y conservar la autorización (71); en concreto, si en el programa de actividades propuesto se estima insuficiente: la organización administrativa y contable de la entidad, los medios humanos y técnicos, los procedimientos de control interno o las normas de conducta, especialmente si éstas no resultan adecuadas para evitar los conflictos de interés que puedan surgir.

No requieren autorización, pero sí comunicación a la CNMV, las modificaciones del programa de actividades que se consideren de escasa relevancia: por afectar a servicios y actividades no reservadas, por alterar o reducir servicios y actividades ya autorizados, o por haber sido así consideradas por la CNMV en contestación a una consulta previa (art. 11.1 2º párr. RD 217/2008).

Los nombramientos de nuevos cargos de administración o dirección de las empresas de asesoramiento financiero y, en su caso, de sus entidades dominantes, deben ser objeto de comunicación previa a la CNMV. Ésta puede oponerse a ellos de forma motivada, en el plazo de tres meses desde la recepción de la comunicación, si considera que la persona no goza de la honorabilidad o experiencia suficiente o que existen motivos objetivos y demostrables para creer que los cambios pueden poner en peligro la adecuada y prudente gestión de la entidad o del grupo al que pertenezca (norma 4ª.2 Circular 10/2008 CNMV, se remite al art. 68.3 de la Ley del Mercado de Valores).

La adquisición de una participación significativa de una sociedad titular de una empresa de asesoramiento está sometida al régimen general previsto en la LMV (Norma 4ª.3 Circular 10/2008 CNMV, se remite al art. 69 LMV), al igual que los incrementos de las participaciones que supongan superar determinados umbrales (72).

VI. NORMAS DE CONDUCTA

1. Consideraciones generales

El título VII de la LMV lleva como epígrafe la expresión «Normas de conducta»: su articulado ha sido modificado con asiduidad y ampliado notablemente, en él se han agrupado un conjunto heterogéneo de disposiciones. Está compuesto por dos capítulos: el primero recoge las «Normas de conducta aplicables a quienes presten servicios de inversión» y el segundo contiene las disposiciones relativas al «Abuso de mercado». Su principal desarrollo reglamentario se encuentra recogido en el RD 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, en concreto en su título IV, nominado como «Normas de conducta aplicables a quienes presten servicios de inversión» (73) y en el RD 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la LMV en materia de abuso de mercado (modificado por RD 364/2007, de 16 de marzo).

Las empresas de servicios de inversión, y por tanto las empresas de asesoramiento financiero, están obligadas a respetar este conjunto normativo, así como las reglas contenidas en sus propios reglamentos internos

de conducta (art. 78.1 LMV). Sin perjuicio de que las empresas de asesoramiento financiero estén sometidas a todo este conjunto de normas de conducta, eludimos las referencias generales y vamos a centrar el estudio en aquellas reglas que tengan una especial relación con la actividad de asesoramiento en materia de inversión, aludiendo también a aquellas que se refieren más específicamente al servicio auxiliar consistente en el análisis de inversiones (74). Por ello, expondremos las siguientes cuestiones: los deberes de clasificar y evaluar a los clientes, los deberes de información, el conflicto de interés derivado del cobro de retrocesiones, los deberes de documentación contractual y, por último, las prácticas de abuso de mercado; en concreto, los deberes en relación con la información privilegiada, los deberes derivados de la elaboración de informes de inversiones y el deber de abstención de realizar prácticas de manipulación de mercado.

2. Clasificación y evaluación de clientes

La Ley 47/2007 ha introducido en la LMV de forma sistemática, para aquellos que prestan servicios de inversión, el deber que se sintetiza en el lema «conoce a tu cliente» para adecuar la protección del inversor a la naturaleza, características y circunstancias del mismo (75). Para realizar esta labor, se utilizan dos herramientas: la primera es la clasificación de los clientes, la segunda, su evaluación. En la LMV se han establecido los deberes de clasificar y de evaluar a los clientes en el capítulo I del título VII. Ambas labores cumplen una función instrumental, pues se configuran como el punto de partida para la aplicación eficiente del resto de deberes dispuestos para proteger al cliente.

Los deberes de clasificar y evaluar les corresponden a las entidades que prestan de forma habitual servicios de inversión sobre los instrumentos financieros definidos en la LMV (art. 78 bis LMV). Por tanto, las empresas de asesoramiento financiero tienen el deber de clasificar (76) y evaluar a sus clientes y a los posibles clientes (77).

Las empresas de asesoramiento financiero deben clasificar a los clientes efectivos o potenciales en función de la experiencia, conocimiento y cualificación que tengan para tomar sus propias decisiones de inversión y evaluar sus riesgos. La clasificación será en dos posibles categorías (78) de inversores: minorista (79) y profesional (80) (dentro de esta última se distingue una subespecie que es la contraparte elegible, pero no es aplicable al servicio de asesoramiento en materia de inversión, cfr. art. 78 ter.2 LMV). El mayor grado de protección les corresponde a los clientes minoristas (81). Las empresas de asesoramiento financiero deben establecer por escrito, y aplicar, políticas y procedimientos internos adecuados para clasificar a los clientes (art. 61.4 RD 217/2008).

Las empresas de asesoramiento financiero, en relación con el servicio de asesoramiento en materia de inversión (82), deben asegurarse en «todo» momento de disponer de «toda» la información necesaria sobre sus clientes (art. 79 bis.5 LMV) para poder recomendarles los servicios de inversión e instrumentos financieros que más les convengan (art. 79 bis.6 LMV). Esta información se obtendrá a través de la evaluación de idoneidad (83).

En el régimen de evaluación se parte del principio de buena fe; por ello las empresas de asesoramiento financiero tienen derecho a confiar en la información proporcionada por sus clientes o posibles clientes, a menos que sepan o deban saber que la información está manifiestamente desfasada, es inexacta o incompleta. Igualmente, basándose en el mismo principio, estas empresas no deben incitar a un cliente o posible cliente a no facilitar la información requerida a efectos de su evaluación (art. 74.3 y 2 RD 217/2008 y art. 37.3 y 2 Directiva 2006/73/CE).

Las empresas de asesoramiento financiero deben mantener un registro de la información obtenida para llevar a cabo la evaluación (84). Las evaluaciones y su registro quedan sometidas a las exigencias que se derivan de la Ley Orgánica 15/1999, de 13 de diciembre, de Protección de Datos de Carácter Personal (85).

Se ha de obtener información sobre el cliente o el potencial cliente en relación con los siguientes aspectos: a) sus conocimientos y su experiencia en el ámbito de inversión correspondiente al tipo de producto o de servicio concreto de que se trate; b) su situación financiera, y c) sus objetivos de inversión (art. 79 bis 6 LMV y artículo 19.4 Directiva 2004/39/CE). Toda esta información sobre el cliente permite a la entidad prestar «recomendaciones personalizadas» de inversión, lo que constituye la nota distintiva del asesoramiento en materia de inversión (artículo 63.1.g LMV y art. 5.1.g.3^{er} párr. RD 217/2008). La empresa de asesoramiento financiero debe solicitar esta información al cliente (art. 72.1^{er} párr. RD 217/2008), sin perjuicio de que pueda además utilizar aquella que se obtenga de sus propios archivos y sea adecuada.

En relación con el bloque de información relativo al conocimiento y la experiencia, hay que tener presente que se refiere al ámbito de inversión correspondiente al tipo de producto o de servicio concreto. Este análisis debe incluir información sobre: a) los tipos de servicios, transacciones e instrumentos financieros con que está familiarizado el cliente; b) la naturaleza, el volumen y la frecuencia de las operaciones del cliente sobre instrumentos financieros y el período durante el cual se han llevado a cabo, y c) el nivel de educación y la profesión actual y, en su caso, las profesiones anteriores que resulten relevantes (art. 74.1 RD 217/2008 y art. 37.1 Directiva 2006/73/CE). Toda esta información se podrá modu-

lar atendiendo a la naturaleza del cliente, a la naturaleza y al nivel del servicio y al tipo de producto u operación, incluyendo su complejidad y los riesgos que conlleva (art. 37.1 Directiva 2006/73/CE). En el caso de clientes profesionales, la empresa de asesoramiento financiero no tiene que obtener información sobre sus conocimientos y experiencia (art. 79 bis.6 LMV) en relación con los productos, operaciones y servicios para los cuales ha obtenido la clasificación como cliente profesional, pues en relación con ellos puede presumirse que el cliente cumple esa exigencia (art. 72.c RD 217/2008 y art. 35.2 Directiva 2006/37/CE).

La información relativa a la situación financiera del cliente o posible cliente incluirá información sobre la fuente y el nivel de sus ingresos periódicos, sus activos, incluidos activos líquidos, inversiones y bienes inmuebles, así como sus compromisos financieros periódicos (86) (art. 72.b.2^o párr. RD 217/2008 y art. 35.3 Directiva 2006/73/CE). A efectos de esta información, cuando la empresa de asesoramiento financiero preste el servicio de asesoramiento de inversión a un cliente profesional *per se* (87), puede asumir que éste puede soportar financieramente cualquier riesgo de inversión coherente con sus objetivos de inversión (art. 72.b.1^{er} párr. RD 217/2008 y art. 35.2.2 párr. Directiva 2006/73/CE), por lo que en la evaluación de idoneidad no sería necesario obtener información sobre este aspecto.

La información relativa a los objetivos de inversión del cliente o posible cliente ha de incluir información sobre el horizonte temporal deseado para la inversión, sus preferencias en relación con la asunción de riesgos, su perfil de riesgo y las finalidades de la inversión (88) (art. 72.a RD 217/2008 y art. 35.4 Directiva 2006/37/CE).

Basándose en el conocimiento de los datos esenciales del cliente y en la naturaleza y el alcance del servicio a prestar, la empresa de asesoramiento financiero debe disponer de una «base razonable para pensar» que la operación específica debe recomendarse porque cumple con los siguientes criterios: a) que es de tal naturaleza que el cliente cuenta con la experiencia y los conocimientos necesarios para comprender los riesgos que implica; b) que es de tal naturaleza que el cliente puede, desde el punto de vista financiero, asumir cualquier riesgo de inversión que sea coherente con sus objetivos de inversión; c) que responde a los objetivos de inversión del cliente (art. 72 RD 217/2008 y art. 35.1 Directiva 2006/37/CE) (89).

Si la entidad no obtiene la información requerida para poder evaluar la idoneidad, no debe recomendar servicios de inversión o instrumentos financieros al cliente o posible cliente (art. 79 bis.6 LMV).

Ni el ordenamiento nacional ni el comunitario hacen alusión explícita a la existencia de un período de tiem-

po máximo desde que se evalúa la idoneidad y se presta el servicio, pero hay que tener presente que las empresas de asesoramiento financiero deben asegurarse «en todo momento» de disponer de «toda» la información necesaria sobre sus clientes (art. 79 bis.5 LMV).

3. Deber de información

En todo momento, las empresas de asesoramiento financiero deben mantener adecuadamente informados a los clientes (art. 79 bis.1 Ley del Mercado de Valores).

La información que la empresa de asesoramiento financiero dirija a los clientes o posibles clientes debe ser imparcial, clara y no engañosa, incluso la de carácter publicitario, que debe ser claramente identificable como tal (art. 79 bis.2 LMV). La información dirigida a clientes minoristas, incluidos los clientes potenciales, o difundida de tal manera que probablemente sea recibida por los mismos, debe cumplir en particular las siguientes condiciones: a) debe incluir el nombre de la empresa de asesoramiento financiero; b) debe ser exacta y no destacar los beneficios potenciales de un servicio de inversión o de un instrumento financiero sin indicar también los riesgos pertinentes, de manera imparcial y visible; c) debe ser suficiente y presentarse de forma que resulte comprensible para cualquier integrante medio del grupo al que se dirige o para sus probables destinatarios; d) no debe ocultar, encubrir o minimizar ningún aspecto, declaración o advertencia importantes; e) si hace referencia a un régimen fiscal particular, debe aclararse de forma visible que ese régimen depende de las circunstancias individuales de cada cliente y que puede variar en el futuro; f) el nombre de la CNMV, o de otra autoridad competente, no debe incluirse de manera tal que pueda inducir a pensar que la autoridad aprueba o respalda los productos o los servicios (art. 60.1 RD 217/2008) (90).

A los clientes, incluidos los clientes potenciales, se les ha de proporcionar, de manera comprensible, información adecuada sobre la entidad y los servicios que presta (91), en su caso sobre el contrato (92), sobre los instrumentos financieros y las estrategias de inversión (93); sobre los centros de ejecución de órdenes y sobre los gastos y costes asociados (94) de modo que les permita comprender la naturaleza y los riesgos del servicio de inversión y del tipo específico de instrumento financiero que se ofrece, pudiendo, por tanto, tomar decisiones sobre las inversiones con conocimiento de causa (art. 79 bis.3 LMV).

4. Remuneración, retrocesiones y conflictos de interés

Los sistemas de remuneración de la actividad de asesoramiento en materia de inversión se pueden agrupar

en tres categorías: a) aquellos en que las comisiones de asesoramiento son satisfechas directamente por el beneficiario, sea éste un inversor o potencial inversor, o el agente de ellos; b) aquellos en que existe un sistema de retrocesiones por parte de las entidades recomendadas, cuando la recomendación concluye con la contratación de los instrumentos financieros recomendados; c) aquellos que combinan las dos alternativas anteriores (De la Peña, 2009: 258).

Tradicionalmente, una parte de los ingresos de los «asesores financieros» se derivaba de retrocesiones de las entidades con las que colaboran, en función de las ventas de instrumentos financieros generadas a esa entidad (Carrascosa y Guisasola, 2008: 198). Los sistemas de retribución basados en un régimen de retrocesiones (95) o en una fórmula mixta pueden no ser conciliables con la independencia perseguida para las «empresas de asesoramiento financiero» (96). Aceptar el mecanismo de las retrocesiones puede limitar el espectro de productos financieros susceptibles de ser recomendados y que estos no coincidan con el interés óptimo del inversor. Cabe cuestionarse si las retrocesiones pueden mermar la calidad del servicio y la independencia de un asesoramiento que debe basarse en el perfil de riesgo, la capacidad económica y los objetivos de inversión del cliente.

Las empresas de asesoramiento financiero están obligadas a organizarse y adoptar las medidas necesarias para detectar posibles conflictos de interés entre sus clientes y la propia empresa o su grupo (art. 70 quater.1 1^{er} párr. LMV). Al objeto de identificar esos conflictos de interés (97) (norma 2^a.e y f Circular 10/2008 CNMV), deben tener en cuenta, como criterio mínimo, si la empresa puede obtener un beneficio financiero a costa del cliente o tiene un interés en el resultado del servicio prestado distinto del interés del propio cliente en ese resultado (art. 44.a y b RD 217/2008) (98), pero no se considera suficiente que la empresa pueda obtener un beneficio, si no existe también un posible perjuicio (artículo 70 quater.1 2^o párr. Ley del Mercado de Valores).

La LMV dispone que las entidades que prestan servicios de inversión deben comportarse con diligencia y transparencia en interés de sus clientes, cuidando de esos intereses como si fueran propios (art. 79 1^{er} párrafo LMV). Así, considera que una empresa de servicios de inversión no actúa con diligencia y transparencia, y en interés de sus clientes, si en relación con la prestación de un servicio de inversión o auxiliar percibe algún honorario o comisión, o se recibe algún beneficio no monetario que no se ajuste a lo dispuesto en la LMV (art. 79 2^o párr. LMV). Reglamentariamente, se ha dispuesto que son incentivos (Santillán, 2008: 217; y Carrascosa y Guisasola, 2008: 198) permitidos los honorarios, comisiones o beneficios no monetarios ofrecidos por un terce-

ro, o por una persona que actúe por cuenta de aquél, cuando se cumplan las siguientes condiciones: a) antes de la prestación del servicio de inversión o servicio auxiliar debe revelarse claramente al cliente (99), de forma completa, exacta y comprensible, la existencia, naturaleza y cuantía, o su método de cálculo, de los honorarios, comisiones o beneficios no monetarios, pudiendo comunicar las condiciones esenciales de su sistema de incentivos de manera resumida, siempre que cuando el cliente lo solicite se efectúe una comunicación más detallada (100); b) el pago de los incentivos debe aumentar la calidad del servicio prestado al cliente (101) y no entorpecer el cumplimiento de la obligación de la empresa de actuar en el interés óptimo del cliente (art. 59.b RD 217/2008) (102). En este sentido la Directiva 2006/73/CE considera que, en relación con lo dispuesto para los incentivos, la recepción por parte de una empresa de inversión de una comisión por asesoramiento en materia de inversión o recomendaciones generales, en circunstancias en que el asesoramiento o las recomendaciones no adquieran un sesgo como consecuencia de esa comisión, debe considerarse que responde al propósito de aumentar la calidad del asesoramiento en materia de inversión prestado al cliente (considerando número 39 Directiva 2006/73/CE). Por tanto, aplicando todas estas reglas generales, entendemos que para las empresas de asesoramiento financiero las retrocesiones serán incentivos permitidos (103) siempre que se informe adecuadamente al cliente y supongan un aumento de la calidad del servicio prestado a éste.

La Circular 7/2008 de la CNMV contiene un modelo de documento (104) que ha de ser cumplimentado por las empresas de asesoramiento financiero aportando datos sobre su actividad. En él se distingue, dentro de los ingresos por comisiones percibidas, los correspondientes a «retrocesiones percibidas» (F.1.2).

5. Documentos contractuales

La LMV dispone la obligatoriedad de que los contratos de prestación de servicios de inversión celebrados con clientes minoristas consten por escrito, y las entidades que presten servicios de inversión deben crear un registro que incluya el contrato o contratos que tengan por objeto el acuerdo entre la empresa y el cliente, en los que deben concretarse los derechos y las obligaciones de las partes y demás condiciones en las que la empresa prestará el servicio al cliente. Para la prestación del servicio de asesoramiento en materia de inversión a dichos clientes, basta la constancia escrita o fehaciente de la recomendación personalizada (105) (art. 79 ter LMV) (106); pero debe existir un registro de asesoramiento financiero en el que quede constancia escrita o fehaciente de la recomendación personalizada a clientes minoristas, en el que se reseñe la información que

evidencie: el cliente minorista al que se ha prestado el asesoramiento, la recomendación y el instrumento financiero o la cartera que ha sido recomendado, haciendo constar, entre otros datos, la fecha de la recomendación (107).

6. Los deberes en relación con la información privilegiada

Si una empresa de asesoramiento financiero dispone de información privilegiada (108) sobre un instrumento financiero o sobre emisiones, y sabe que lo es o hubiera debido saberlo, debe abstenerse de realizar por cuenta propia, directa o indirectamente, las siguientes conductas: preparar o realizar con cargo a su propio patrimonio cualquier tipo de operación sobre esos instrumentos financieros o cualquier otro que los tenga como subyacente; comunicar dicha información a terceros, salvo en el ejercicio normal de su trabajo, profesión o cargo, y recomendar a un tercero que adquiera o ceda valores negociables o instrumentos financieros o que haga que otro los adquiera o ceda basándose en dicha información (art. 81.2 LMV), incluso en el caso de que se lleve a cabo en el ejercicio normal de su trabajo, profesión o cargo. Las empresas de asesoramiento financiero que posean información privilegiada tienen la obligación de salvaguardarla y, por tanto, deben adoptar las medidas adecuadas para evitar que pueda ser objeto de utilización abusiva o desleal, y, en su caso, deben tomar de inmediato las medidas para corregir las consecuencias que de ello se hubieran derivado (art. 81.4 LMV).

Las empresas de asesoramiento financiero, y en su caso los grupos a los que pertenezcan, teniendo en cuenta el servicio de inversión (asesoramiento en materia de inversión), los dos servicios auxiliares (el asesoramiento financiero-societario e industrial y la elaboración de informes de inversiones) que pueden prestar, e incluso la gestión de su propio patrimonio, deben establecer las medidas necesarias para impedir el flujo de información privilegiada entre sus distintas áreas de actividad, de forma que se garantice que cada una de éstas tome de manera autónoma sus decisiones referentes al ámbito de los mercados de valores y, asimismo, se eviten conflictos de interés. En particular, están obligadas a: a) establecer áreas separadas de actividad dentro de la entidad o del grupo al que pertenezcan, siempre que actúen simultáneamente en varias de ellas; b) establecer adecuadas barreras de información entre cada área separada y el resto de la organización, y entre cada una de las áreas separadas (109); c) definir un sistema de decisión que garantice que éstas se adopten autónomamente dentro del área separada; d) elaborar y mantener actualizada una lista de valores e instrumentos financieros sobre los que se dispone de información privilegiada, y una relación de personas y fechas en que hayan tenido acceso a tal información (art. 83.1 LMV).

En relación con la información privilegiada, los empresas de asesoramiento financiero tienen el deber de comunicar y colaborar con las autoridades judiciales y administrativas (art. 81.4 LMV).

7. Los deberes derivados de la elaboración de informes de inversiones

Las empresas de asesoramiento financiero, y en su caso los grupos a los que pertenezcan, si realizan, publican o difunden informes o recomendaciones (servicio auxiliar) sobre sociedades emisoras de valores o instrumentos financieros cotizados, deben comportarse de forma leal e imparcial. En sus informes, publicaciones o recomendaciones deberá dejarse constancia en lugar destacado de las vinculaciones relevantes, incluidas las relaciones comerciales, y de la participación estable que la entidad o el grupo mantenga o vaya a mantener con la empresa objeto del análisis, así como que el documento no constituye una oferta de venta o suscripción de valores (art. 83.2 LMV) (110). Las empresas de asesoramiento financiero deben contar con un reglamento interno de conducta ajustado a las normas reguladoras del mercado de valores, y en particular a las referentes al «abuso de mercado» específico para el caso de realizar informes sobre inversiones, análisis financieros u otras formas de recomendación general (111) (art. 83.3 LMV, art. 21.1.k RD 217/2008 y Norma 2ª h Circular 10/2008 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores).

8. El deber de abstención de realizar prácticas de manipulación de mercado

Las empresas de asesoramiento financiero deben abstenerse de la preparación o realización de prácticas que falseen la libre formación de precios (art. 83 ter.1 LMV). Entre las conductas consideradas como infracciones de esta prohibición, la que más se relaciona con la actividad de las empresas de asesoramiento financiero (teniendo en cuenta los tres servicios que pueden prestar) es la manipulación informativa basada en la divulgación de información (*disclosure-based*), que se describe como la difusión de informaciones a través de los medios de comunicación, incluido Internet, o a través de cualquier otro medio que proporcione o pueda proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a los instrumentos financieros, incluida la propagación de rumores o noticias falsas o engañosas, cuando la persona que los divulga supiera o hubiera debido saber que la información era falsa o engañosa (art. 83 ter.1.c LMV y art. 1.2.c Directiva 2003/6/CE). Esta conducta podría combinarse con actuaciones relativas a la gestión de su propio patrimonio por parte de la empresa de asesoramiento financiero o del grupo al que, en su caso, pertenecza (112).

NOTAS

(1) Abreviaturas: ap. Apartado; art. Artículo; CCom Código de Comercio; CDC Cuadernos de Derecho y Comercio; CE Comunidad Europea; CESR Comité Europeo de Reguladores de Valores; CNMV Comisión Nacional del Mercado de Valores; disp. transt. disposición transitoria; EAFI Empresa de Asesoramiento Financiero; EFPA European Financial Planning Association; exp. mot. exposición de motivos; IEAF Instituto Español de Analistas Financieros; IOSCO International Organization of Securities Commissions; ISD Investment Services Directive; LMV Ley 24/1988, de 28 julio, del Mercado de Valores; LSA Ley de Sociedades Anónimas; SRL Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada; MiFID Markets in Financial Instruments Directive; *op. cit.* obra citada; párr. párrafo.

(2) A nivel periodístico, se ha destacado, bajo el titular «Los asesores financieros ignoran el registro de la CNMV» (L.F., *Cinco Días*, 4 de noviembre de 2009: 35) el hecho de que, habiendo alrededor de 3.000 asesores financieros, muy pocos se hayan inscrito. DE LA PEÑA (2009: 264) señalaba que, según los datos oficiales del Consejo General de Colegios Economistas, a través del Registro de Economistas Asesores Financieros el número de asesores financieros se cifraba en unos 15.000.

(3) La consideración del análisis de inversión como un servicio auxiliar evita incluir en el ámbito de esa Directiva la investigación especializada e independiente, y permite centrar la atención en las entidades que combinan esta actividad con actividades de inversión, que es donde surgen más fácilmente los conflictos de intereses (sección IV.2 exp. mot. Propuesta de esta Directiva, 19.11.2002, COM (2002) 625 final). *Vid.* ESPIN (2006: 1412-1413).

(4) La Directiva 2004/39/CE es una disposición aprobada y desarrollada por el procedimiento Lamfalussy. Esta técnica legislativa se basa en la segmentación de la producción normativa en cuatro niveles: el nivel 1 es de principios «marco»; el nivel 2 es de medidas técnicas de ejecución; el nivel 3 es de cooperación entre reguladores y supervisores, de la que resultan guías y recomendaciones, y el nivel 4 tiene como fin velar por la correcta aplicación y ejecución. La Directiva 2004/39/CE es una norma de nivel 1, por lo que en ella se enuncian principios «marco» de ámbito general.

(5) La Directiva 2006/73/CE se configura como una Directiva «de máximos», pues dispone que los ordenamientos nacionales no deben añadir normas vinculantes suplementarias al incorporar y aplicar las normas en ella establecidas, excepto cuando ésta así lo prevea de manera expresa (considerando nº 7).

(6) Las agencias de calificación crediticia sólo estaban sujetas al Derecho comunitario en determinados ámbitos, en particular a través de la Directiva 2003/6/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado.

Con carácter voluntario, las agencias de calificación crediticia pueden aplicar, el Código de Conducta para las agencias de calificación crediticia (*Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*) publicado por la Organización Internacional de Comisiones de Valores (International Organization of Securities Commissions, IOSCO), en diciembre de 2004.

(7) *Vid.* art. 3.1.a, Reglamento (CE) nº 1060/2009.

(8) *Vid.* Exp. Mot. 12 y 13, y arts. 71 y 76 LMV, según texto de fecha 28 de julio de 1988.

(9) FERNÁNDEZ ARMESTO (1999). Esta Carta trataba sobre las actividades descritas en el art. 83 LMV y en el art. 5.7 del Código de Conducta, anexo al RD 629/1993.

(10) Las empresas de servicios de inversión, las entidades de crédito y las personas o entidades que actuaran en el mercado de valores sobre inversiones en valores debían atenerse, entre otros, a los

siguientes principios y requisitos: garantizar la igualdad de trato entre los clientes, evitando primar a unos frente a otros a la hora de distribuir las recomendaciones e informes (art. 79.1.f LMV, texto previo a la reforma de la Ley 47/2007); abstenerse de tomar posiciones por cuenta propia en valores o instrumentos financieros sobre los que se estuviera realizando un análisis específico, desde que se conocieran sus conclusiones hasta que se divulgara la recomendación o informe elaborado al respecto (art. 79.1.g, 1º párr. LMV, texto previo a la reforma de la Ley 47/2007); dejar constancia frente a los clientes de cualquier posible conflicto de intereses en relación con el asesoramiento o con el servicio de inversión que se prestase (art. 79.1.h, 1º párr. LMV, texto previo a la reforma de la Ley 47/2007). Todos estos principios, en cuanto fueran compatibles con la actividad que desarrollaran, también eran de aplicación a las personas o entidades que realizaran análisis de valores o instrumentos financieros (art. 79.1, último párr. LMV, texto previo a la reforma de la Ley 47/2007).

(11) Así, se dispuso la obligación de establecer separaciones funcionales al objeto de reforzar la prevención de los flujos indebidos de información privilegiada entre las distintas áreas de actividad, en concreto el área de análisis; se señalaron los principios generales del análisis de inversiones (el comportamiento leal e imparcial) y algunas de las menciones que debían constar destacadas en el informe (art. 83.2 LMV); se facultó al Ministro de Economía, y con su habilitación específica a la CNMV, para que estableciera medidas de carácter obligatorio en desarrollo de estas cuestiones, y en concreto la obligación de que estas entidades contaran con un reglamento interno de conducta específico para el servicio de asesoramiento de inversiones (artículo 83.3 LMV).

(12) La Ley 47/2007 ha tenido como objetivos principales los siguientes: 1º) la modernización de los mercados de valores mediante el reconocimiento de distintos sistemas para la ejecución de operaciones (los sistemas multilaterales de negociación y de internalización sistemática), la incorporación de nuevos instrumentos financieros negociables, la ampliación de los servicios de inversión (el asesoramiento en materia de inversión y la gestión de sistemas multilaterales de negociación) y de los servicios auxiliares (como es el de «elaboración de informes de inversiones y análisis financiero u otras formas de recomendación general») y la introducción de una nueva clase de empresa de servicios de inversión (la empresa de asesoramiento financiero); 2º) el refuerzo de las medidas dirigidas a la protección de los inversores; 3º) la adaptación de los requisitos de organización y financieros de las entidades que prestan servicios de inversión, y 4º) la mejora de las potestades supervisoras de la CNMV y la potenciación de los instrumentos para fomentar la cooperación nacional e internacional entre supervisores.

(13) Este RD también modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el RD 1309/2005, de 4 de noviembre.

(14) Su contenido se distribuye en cuatro normas dedicadas a: establecer su ámbito de aplicación por referencia a las empresas de asesoramiento financiero, reiterando su concepto, los servicios de inversión y auxiliares que pueden prestar, la reserva de actividad a su favor, y la posible prestación de servicios de asesoramiento al margen de aquella reserva (norma 1ª); fijar sus requisitos de organización, por referencia a los medios técnicos y humanos y las políticas y procedimientos adecuados para cumplir sus obligaciones y asumir sus responsabilidades (norma 2ª); determinar el contenido de la solicitud de autorización (norma 3ª), y determinar la forma en que deben comunicarse las modificaciones posteriores a la inscripción, consistentes en la ampliación del programa de actividades, nombramientos de nuevos cargos de administración o dirección y adquisición de participaciones significativas (norma 4ª).

(15) *Vid.* art. 4.1 RD 217/2008.

(16) Así, a título de ejemplo, la Resolución de la CNMV de 7 de octubre de 2009, sobre los registros mínimos a mantener por las empresas que presten servicios de inversión, y la Circular 7/2008, de

26 de noviembre, de la CNMV, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las empresas de servicios de inversión, sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva y sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo, en que se dispone que no es de aplicación a las empresas de asesoramiento financiero, que se ajustarán a lo previsto en el CCom, LSA y en el PGC a los efectos de presentación de cuentas anuales (norma 1ª.3 b, circular 7/2008 CNMV) y se recoge en su anexo VIII el modelo de estado de actividad de empresas de asesoramiento financiero.

(17) A 15 de diciembre de 2009 las empresas de asesoramiento financiero inscritas en el correspondiente registro de la CNMV son las siguientes: ABANTE CONSEJEROS FINANCIEROS INDEPENDIENTES, EAFI, S.A., fecha de registro 30/04/2009; JAVIER KESSLER, fecha de registro 05/06/2009; CAPITALIA FAMILIAR, EAFI, S.L., fecha de registro 05/06/2009; TROY CONSULTORES ASOCIADOS, EAFI, S.L., fecha de registro 31/07/2009; AD-HOC ASESORES FINANCIEROS EAFI, S.A., fecha de registro 05/08/2009; WEALTH SOLUTIONS, EAFI, S.L., fecha de registro 18/09/2009; 360 ALFA PARTNERS ADVISORS EAFI, S.L., fecha de registro 27/10/2009; VALOR OPTIMO EAFI, S.L., fecha de registro 30/10/2009; QUANTICA EMPRESA DE ASESORAMIENTO FINANCIERO INDEPENDIENTE EAFI, S.L., fecha de registro 30/10/2009; AFINET GLOBAL EAFI, S.A., fecha de registro 06/11/2009; ASESORES PATRIMONIALES NAVARRA C-2, EAFI, S.L., fecha de registro 27/11/2009; LAMOTHE & ZUNZUNEGUI EAFI, S.L., fecha de registro 27/11/2009 y DRACON PARTNERS, EAFI, S.L., fecha de registro 14/12/2009.

(18) *Vid.* art. 63.1.g LMV; art. 5.1.g RD 217/2008; norma 1ª circular 10/2008 CNMV, y art. 4.4 anexo I, sección A (5) de la Directiva 2004/39/CE.

(19) En este sentido, en la Directiva 2003/125/CE se señala que no pueden considerarse recomendaciones: los consejos de inversión, en forma de recomendación personal a un cliente, sobre una o más operaciones con instrumentos financieros que no puedan ser públicamente disponibles, en especial las recomendaciones informales de inversión a corto plazo expresadas a sus clientes y procedentes de los servicios de venta o de los departamentos comerciales de una empresa de servicios de inversión o de una entidad de crédito (considerando nº 3, Directiva 2003/125/CE).

(20) Para más detalle sobre las recomendaciones en general, *vid.* arts. 10-16 RD 1333/2005. Sobre el contenido del informe, *vid.* ESPÍN (2006: 1428 y ss.).

(21) La exigencia de imparcialidad para la información de carácter publicitario (art. 79 bis.2 LMV) es impropia.

(22) Las agencias de calificación crediticia deben divulgar en general el hecho de que están registradas de conformidad con el Reglamento (CE) nº 1060/2009, así como la siguiente información: 1) los conflictos reales y potenciales de intereses; 2) una lista de sus servicios auxiliares; 3) la política de la agencia de calificación crediticia con respecto a la publicación de las calificaciones de crédito y otra información conexa; 4) la naturaleza general de sus acuerdos de retribución; 5) los métodos y las descripciones de los modelos y las hipótesis fundamentales, matemáticas o de correlación, utilizados en sus actividades de calificación crediticia, y sus modificaciones significativas; 6) toda modificación significativa de sus sistemas, recursos o procesos, y 7) cuando proceda, su código de conducta (anexo 1, sección E, punto I Reglamento (CE) nº 1060/2009).

(23) El Reglamento (CE) nº 1060/2009, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre las agencias de calificación crediticia debe aplicarse a las calificaciones crediticias emitidas por las agencias de calificación registradas en la Comunidad (considerando nº 7, Reglamento (CE) nº 1060/2009).

(24) Se prevé en el Reglamento (CE) nº 1060/2009 el uso de las calificaciones crediticias emitidas en terceros países a efectos de regulación en la Comunidad, siempre y cuando respeten unos requisitos tan estrictos como los establecidos en el Reglamento. El Reglamen-

to introduce un régimen de refrendo que permite a las agencias de calificación crediticia establecidas en la Comunidad y registradas de conformidad con el Reglamento refrendar calificaciones crediticias emitidas en terceros países (considerando nº 13, Reglamento (CE) número 1060/2009).

(25) Los servicios auxiliares son los siguientes: a) el asesoramiento a empresas sobre estructura del capital, estrategia industrial y cuestiones afines, así como el asesoramiento y demás servicios en relación con fusiones y adquisiciones de empresas, y b) la elaboración de informes de inversiones y análisis financieros u otras formas de recomendación general relativa a las operaciones sobre instrumentos financieros (art. 64.5 LMV y arts. 21.1.a y 6.4 RD 217/2008, y norma 1ª.1 de la Circular 10/2008 CNMV).

(26) DE LA PEÑA (2009: 267) critica la existencia de estas excepciones a la regla general porque dificulta la consecución de un régimen garantista y especializado en lo que se refiere al asesoramiento financiero, y por tratar de forma distinta a profesionales a los que debía exigírseles una formación al menos similar.

(27) El hecho de que una empresa de asesoramiento financiero elabore y divulgue informes de inversiones implica la exigencia de requisitos organizativos adicionales (art. 47 RD 217/2008).

(28) La Circular 10/2008 recoge la posibilidad de delegar en terceros: la función de cumplimiento normativo, el servicio de atención al cliente y la función de control de riesgos y auditoría (norma 2ª.b, c y d).

(29) La operación de sustitución del objeto social y acomodación de estatutos para que cumplan las exigencias propias de una empresa de asesoramiento financiero es denominado de una forma imprecisa por nuestro ordenamiento, «transformación» (Vid. arts. 16.2 y 22.1 último párr. RD 217/2008 y norma 3ª.1.d, Circular 10/2008).

(30) El Registro Mercantil y los demás registros públicos no deben inscribir a aquellas entidades cuya denominación resulte contraria a lo señalado anteriormente, y si lo hubiesen hecho las inscripciones serán nulas de pleno derecho (art. 64.9 LMV)

(31) Es infracción grave el uso indebido de las denominaciones (art. 100.f LMV). A la CNMV le compete la formulación de los requerimientos, la imposición de las multas y la facultad para hacer advertencias públicas respecto a la existencia de esta conducta (art. 64.8 LMV).

(32) El art. 22.1 último párr. RD 217/2008 se refiere no al capital social, sino a los recursos propios.

(33) Para la conversión («transformación») de otras entidades en empresas de servicios de inversión se dispone que el desembolso de la diferencia entre el capital social mínimo y el patrimonio neto de la entidad que solicita la transformación sea en efectivo (art. 14.1.d 3º párrafo RD 217/2008).

(34) No pueden ser dos administradores (solidarios o mancomunados), ya que en el art. 67.2.e LMV sólo se contempla la posibilidad del administrador único o al menos tres administradores, o consejo de administración.

(35) El art. 67.2.e LMV dispone para la estructura del órgano de administración que, además de un administrador único, o de un consejo de administración, es posible que haya al menos tres administradores. De acuerdo con el RRM (art. 124.1.d y 185.1.d RRM), esta opción sólo cabe desarrollarla a través de la actuación solidaria.

(36) En caso de consejo de administración de una sociedad anónima, el número mínimo es de tres miembros (art. 136 LSA), y en el caso de una sociedad de responsabilidad limitada, el mínimo es de tres y el máximo de doce (art. 57 LSRL).

(37) Igualmente, se exigirá honorabilidad empresarial y profesional a los miembros del consejo de administración, y a las personas que se encarguen de la dirección efectiva de la sociedad financiera mixta de cartera, cuando la empresa de asesoramiento financiero vaya

a ser dependiente de aquélla como integrante de un conglomerado financiero (art. 67.2.f 4º párr. LMV).

(38) La alta dirección es aquella que está bajo la dependencia directa del órgano de administración o de comisiones ejecutivas o consejeros delegados (art. 67.2.f LMV).

(39) En todo caso, se entenderá que carecen de tal honorabilidad quienes en España o en el extranjero, tengan antecedentes penales por delitos dolosos, estén inhabilitados para ejercer cargos públicos o de administración o dirección de entidades financieras, o estén inhabilitados, conforme a la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal, mientras no haya concluido el período de inhabilitación fijado en la sentencia de calificación del concurso, y los quebrados y concursados no rehabilitados en procedimientos concursales anteriores a la entrada en vigor de la referida Ley (art. 67.2.f 3º párr. LMV).

(40) DE LA PEÑA (2009: 266) sostiene que los mercados financieros han cambiado muchísimo en los últimos años, por lo que muchos años de experiencia pueden no ser garantía suficiente para realizar labores de asesoramiento cuando se refieran a instrumentos financieros complejos de reciente creación.

(41) En el ámbito del mercado de valores, en España no ha existido una exigencia formal de certificación profesional para los especialistas financieros. Instituciones como el Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF), el Registro de Economistas Asesores Financieros (REAFI) del Consejo General de Colegios de Economistas y EFPA-España, delegación de *European Financial Planning Association* (EFPA), entre otras, ofrecen programas de formación que permiten obtener certificaciones financieras o títulos académicos con reconocimiento internacional.

En relación con las exigencias de certificación en otros países, *vid.* nota 62.

(42) A los efectos de la LMV, se entiende por participación significativa en una empresa de servicios de inversión española aquella que alcance, de forma directa o indirecta, al menos, un 10 por 100 del capital o de los derechos de voto de la empresa; también tienen la consideración de participación significativa aquella que, sin llegar al porcentaje señalado, permita ejercer una influencia notable en la empresa (art. 69.1 LMV).

(43) El empresario individual actúa con su nombre y, desde un punto de vista obligacional, no es necesario que añada la expresión de «empresa de asesoramiento financiero» o sus siglas, sin perjuicio de que a efectos administrativos o comerciales las use, como ocurre en el único caso de persona física inscrita en el correspondiente registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

(44) Tienen capacidad legal para el ejercicio habitual del comercio las personas mayores de edad y que tengan la libre disposición de sus bienes (art. 4 CCom).

(45) La LMV dispuso que reglamentariamente se establecerían los requisitos de organización interna exigibles a las empresas de asesoramiento financiero que fueran personas físicas (art. 70 ter.3 LMV); sin embargo, ni el RD 217/2008, ni la Circular 10/2008 CNMV hacen distinción entre el empresario social y el individual a efectos de organización empresarial (*vid.* art. 21.1.i RD 217/2008 y norma 2ª Circular 10/2008 CNMV).

(46) La organización de la empresa de asesoramiento financiero debe contar con una unidad que garantice el desarrollo de la función de cumplimiento normativo, que opere bajo el principio de independencia con respecto a aquellas áreas o unidades que desarrollen las actividades de prestación de servicios de inversión sobre las que gire el ejercicio de aquella función. Debe asegurarse la existencia de procedimientos y controles para garantizar que el personal cumple las decisiones adoptadas y las funciones encomendadas. La función de cumplimiento normativo debe controlar y evaluar regularmente la adecuación y eficacia de los procedimientos establecidos para la detec-

ción de riesgos y las medidas adoptadas para hacer frente a posibles deficiencias, así como asistir y asesorar a las personas competentes responsables de la realización de los servicios de inversión para el cumplimiento de las funciones (art. 70 ter.1 1º párr. a Ley del Mercado de Valores).

(47) La LMV establece que las empresas de servicios de inversión en general deben contar con un órgano de verificación que desempeñe la función de auditoría interna bajo el principio de independencia con respecto a aquellas áreas o unidades que desarrollen las actividades de prestación de servicios de inversión sobre las que gire el ejercicio de aquella función. La función de auditoría interna debe elaborar y mantener un plan de auditoría dirigido a examinar y evaluar la adecuación y eficacia de los sistemas, mecanismos de control interno y disposiciones de la empresa de servicios de inversión; asimismo, debe formular recomendaciones a partir de los trabajos realizados en su ejecución y verificar el cumplimiento de las mismas (art. 70 ter.2.a Ley del Mercado de Valores).

(48) La LMV establece que los contratos celebrados en general por las entidades que prestan los servicios de inversión con los clientes minoristas deben constar por escrito, pero para la prestación del servicio de asesoramiento en materia de inversión a dichos clientes basta la constancia escrita o fehaciente de la recomendación personalizada. (art. 79 ter 2º párr. Ley del Mercado de Valores).

La Resolución de la CNMV, de 7 de octubre de 2009, describe el «Registro de asesoramiento de inversión» (registro 21). Su contenido indicativo es la constancia escrita o fehaciente de la recomendación personalizada a clientes minoristas, en la que se reseña la información que evidencie: a) el cliente minorista al que se ha prestado el asesoramiento; b) la recomendación, y c) el instrumento financiero o la cartera que ha sido recomendado, haciendo constar, la fecha de la recomendación. Su momento indicativo de generación es el momento en que se facilite la recomendación, y su mantenimiento ha de ser de cinco años (art. 32 RD 217/2008).

(49) La Circular 10/2008 CNMV recoge, en su norma 2ª.f, el detalle de la «política de gestión de conflictos» específica para empresas de asesoramiento financiero. El art. 45 del RD 217/2008 desarrolla el detalle de la política de gestión de conflictos en general para las entidades que prestan servicios de inversión.

(50) A estos efectos, no hay que considerar suficiente que la empresa pueda obtener un beneficio, si no existe también un posible perjuicio para un cliente; o que un cliente pueda obtener una ganancia o evitar una pérdida, si no existe la posibilidad de pérdida concomitante de un cliente (art. 44 último párr. RD 217/2008).

(51) En relación con el concepto de vínculo estrecho, *vid.* art. 17.3 RD 217/2008 y art. 9.3 RD 1333/2005.

(52) Las empresas de asesoramiento deben contar con procedimientos y órganos adecuados de control interno y de comunicación para prevenir e impedir operaciones relacionadas con el blanqueo de capitales, en las condiciones establecidas en los artículos 11 y 12 del Reglamento de la Ley 19/1993, de 28 de diciembre, sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales, aprobado por el RD 925/1995, de 9 de junio (art. 21.1.i RD 217/2008).

(53) Bajo la expresión «abuso de mercado» se recogen un conjunto de normas de conducta en el capítulo II del título VII de la LMV (arts. 80 a 83 quater).

(54) En el art. 47 del RD 217/2008 se desarrollan los «Requisitos organizativos adicionales cuando una entidad que presta servicios de inversión elabora y divulga informes de inversiones».

(55) En el RD 217/2008 se recogen, en el título IV, las «Normas de conducta aplicables a quienes presten servicios de inversión».

(56) El RD 217/2008 señala que los agentes de las empresas de servicios de inversión deben cumplir unos requisitos previstos en el párrafo f) del apartado 1, así como, cuando se trata de personas jurí-

dicas, los previstos en los párrafos d) y e) de ese apartado con las adaptaciones precisas que, en su caso, determine el Ministro de Economía y Hacienda para las personas físicas y jurídicas (art. 24.4 RD 217/2008). Lo que no dice es el número del artículo al que se está refiriendo, pero debe ser el 14.

(57) Como consecuencia, es requisito previo al nombramiento de agentes que las empresas de servicios de inversión dispongan de los medios necesarios para controlar de forma efectiva la actuación de éstos y para hacer cumplir las normas y procedimientos internos que les resultan aplicables. Asimismo, deben asegurarse de que los agentes cumplan con los requisitos de honorabilidad y de conocimientos y experiencia; que no desarrollen actividades que puedan afectar negativamente a la prestación de los servicios encomendados y que informen a los clientes del nombre de la empresa de servicios de inversión a la que representan y de que actúan en su nombre y por su cuenta cuando se pongan en contacto, o antes de negociar con cualquier cliente o posible cliente (art. 65 bis 4 1er párr. LMV), así como del ámbito del poder recibido, que debe ser bastante para actuar en nombre y por cuenta suya en la prestación de servicios que se les encomienden (art. 65 bis 4 2º párr. LMV), y que debe ser exhibido a todos los clientes que lo soliciten (art. 26.2 RD 217/2008).

(58) Cuando una empresa de servicios de inversión española recurre a un agente vinculado establecido en otro estado miembro de la Unión Europea, el agente vinculado se inscribirá en el registro de la CNMV cuando el estado miembro en el que esté establecido no permita a sus empresas de servicios de inversión nacionales la utilización de agentes vinculados (art. 65 bis.5 3er párr. LMV).

(59) La Circular 10/2008 CNMV se refiere a «prestar con carácter profesional o habitual a terceros».

(60) El manual correspondiente a las personas físicas consta de cuatro apartados: 1) la solicitud en la que se recogen, entre otros, los datos generales y los requisitos financieros de la empresa de asesoramiento financiero, así como la declaración jurada de residencia y de capacidad legal, el cuestionario de honorabilidad y un modelo de certificación para el seguro de responsabilidad civil; 2) el programa de actividades, que incluye, entre otras cuestiones, la identificación del plan de negocio, con expresa referencia a la fuente de ingresos, así como el detalle de la delimitación del servicio de inversión, los servicios auxiliares y los instrumentos financieros que se pueden recomendar; 3) la estructura organizativa y los medios materiales, incluyendo una descripción de la posible estructura organizativa, de las funciones por departamento o área y de las medidas para prevenir el blanqueo de capitales y la gestión de conflictos de interés, y 4) las normas de conducta y relaciones con la clientela, incluyendo el reglamento de la defensa del cliente. El manual para personas jurídicas, además de los apartados señalados para las personas físicas, consta de una descripción del órgano de administración, y de la estructura accionarial y del grupo al que, en su caso, pertenezca la empresa de asesoramiento financiero.

(61) Conforme a lo dispuesto en la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común.

(62) La Norma 3ª de la Circular 10/2008 CNMV establece, por primera vez expresamente en el sector de empresas de servicios de inversión, la toma en consideración de certificaciones profesionales acreditativas de conocimientos. Estas certificaciones no son un requisito, pero sirven como instrumento para poder acreditar los conocimientos frente a la CNMV (MARTÍNEZ-PARDO *et al.*, 2008: 33).

Esta situación es diferente de la de países como el Reino Unido o EE.UU., en donde es necesario acreditar la experiencia profesional mediante la obtención previa de certificaciones expedidas por asociaciones profesionales reconocidas, sin las cuales el supervisor no permite el ejercicio de la profesión. Se ha considerado que sería una buena oportunidad para que el supervisor coordinase un proceso que permitiese establecer los estándares mínimos de formación exigibles

a los profesionales del asesoramiento financiero en España, facilitando un acercamiento de nuestro modelo de supervisión al modelo anglosajón. Para desarrollar esta idea, se sugirió el siguiente esquema: 1) determinar desde la CNMV, o a través de un «grupo de trabajo» creado al efecto, las exigencias de formación y cualificaciones de los profesionales del asesoramiento financiero; 2) otra opción sería delegar en una «institución autorizada» la responsabilidad de la formación y educación de la industria de servicios financieros, aplicando el modelo de formación que mejor se adapte a la situación española, bien asumiendo este papel un nuevo organismo delegado, como el británico Financial Services Skills Council (FSSC) o el americano Financial Industry Regulatory Authority (FINRA), o por una asociación profesional independiente previa delegación de la CNMV, como el modelo brasileño en el que es la propia Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC), la encargada; 3) establecido el modelo, sería necesario configurar un marco nacional integrado por estándares de profesionalidad, exámenes, sistemas de evaluación y código ético mínimo en el sector del asesoramiento financiero; 4) por último, habría que definir qué asociaciones o instituciones podrán ofrecer servicios de cualificación profesional financiera, certificados técnicos y cualquier otra cualificación apropiada para la industria de servicios financieros (MARTÍNEZ-PARDO *et al.*, 2008: 33-34).

(63) El art. 23 RD 217/2008, a efectos de la documentación que ha de acompañarse a la solicitud para empresa de asesoramiento financiero, no se remite a las normas generales, sino a aquellas que establezca la CNMV. Sin embargo, dado que la Circular 10/2008 CNMV no da detalles en relación con la acreditación de la idoneidad, podemos atenernos a lo dispuesto en general para las empresas de servicios de inversión en el art. 16.1.d RD 217/2008.

(64) Sobre estados financieros intermedios, *vid.* norma 7ª.2 y 3 Circular 7/2008 CNMV, de 26 de noviembre de 2008. El balance se formulará con los mismos criterios, estructura y forma que el que corresponde incluir en las cuentas anuales.

La Circular de la CNMV 7/2008, de 26 de noviembre de 2008, sobre normas contables, y que no es de aplicación a las empresas de asesoramiento financiero, señala que se ajustarán a lo previsto en el CCom, LSA y en el PGC a los efectos de prestación de cuentas anuales (norma 1ª.3 b Circular 7/2008 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores).

(65) Igualmente que para los administradores de una sociedad o para los directores generales, los conocimientos se podrán acreditar aportando títulos y certificaciones acreditativas de conocimientos (norma 3ª.1.e Circular 10/2008 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores).

(66) Por vínculos estrechos se entiende todo conjunto de dos o más personas físicas o jurídicas unidas mediante: a) el hecho de poseer de manera directa o indirecta, o mediante un vínculo de control, el 20 por 100 o más de los derechos de voto o del capital de una empresa, o b) un vínculo de control en los términos del artículo 4 LMV (artículo 17.3 RD 217/2008).

(67) *Vid.* definición de conglomerado financiero en el art. 2.1 Ley 5/2005, de 22 de abril, de supervisión de los conglomerados financieros y por la que se modifican otras leyes del sector financiero.

(68) Para la constitución, en todo aquello que no esté específicamente regulado en la LMV y en sus normas de desarrollo, habrá que atender a la LSA o a la LSRL, según la sociedad vaya a ser anónima o de responsabilidad limitada respectivamente.

(69) *Vid.* arts. 14.3 y 21.3 RD 217/2008 y art. 73 Ley del Mercado de Valores.

(70) No se considera falta de honorabilidad sobrevenida la mera circunstancia de que, estando en el ejercicio de su cargo, un consejero o director sea inculcado o procesado por delitos dolosos (artículo 14.3.b RD 217/2008 y 67.2.f 3er párr. Ley del Mercado de Valores).

(71) En concreto el art. 11.2 RD 217/2008 se refiere a las exigencias recogidas en los arts. 67.1, 70, 70 ter, 70 quáter y título VII LMV.

(72) Por tanto, toda persona física o jurídica que, por sí sola o actuando de forma concertada con otras, haya decidido adquirir, directa o indirectamente, una participación significativa en una empresa de asesoramiento financiero o incrementar, directa o indirectamente, la participación en la misma de tal forma que el porcentaje de derechos de voto o de capital poseído resulte igual o superior al 20, 30 ó 50 por 100, o que en virtud de la adquisición pueda llegar a controlar la empresa, lo notificará previamente a la CNMV, indicando la cuantía de la participación prevista (art. 69.4 2º párr. LMV). La CNMV dispondrá de un plazo de 60 días hábiles, a contar desde la fecha en que haya efectuado el acuse de recibo de la notificación, para realizar la evaluación y, en su caso, oponerse a la adquisición propuesta (artículo 69.6 1º párr. LMV); si no hay pronunciamiento en ese plazo, se entiende que no existe oposición (art. 69.6 2º párr. Ley del Mercado de Valores).

La CNMV, con la finalidad de garantizar una gestión sana y prudente de la empresa de asesoramiento financiero en la que se propone la adquisición, evaluará la idoneidad y la solidez financiera de la adquisición propuesta de acuerdo con los siguientes criterios: a) la honorabilidad comercial y profesional del adquirente potencial; b) la honorabilidad comercial y profesional y la experiencia de administradores y directivos que vayan a dirigir la actividad de la empresa de servicios de inversión como consecuencia de la adquisición propuesta; c) la solvencia financiera del adquirente potencial para atender los compromisos asumidos, en especial en relación con el tipo de actividad que se ejerza o esté previsto ejercer en la empresa de servicios de inversión en la que se propone la adquisición; d) la capacidad de la empresa de servicios de inversión de cumplir de forma duradera con las obligaciones establecidas en la normativa que le sea de aplicación. En particular, cuando proceda, evaluará si el grupo del que pasará a formar parte cuenta con una estructura que no impida ejercer una supervisión eficaz, y que permita proceder a un intercambio efectivo de información entre las autoridades competentes para llevar a cabo tal supervisión y determinar el reparto de responsabilidades entre las mismas, y e) que no existan indicios racionales que permitan suponer que: 1) en relación con la adquisición propuesta, se están efectuando, se han efectuado o intentado efectuar operaciones de blanqueo de dinero o financiación del terrorismo en el sentido previsto en la normativa de prevención de tales actividades, o, 2) la citada adquisición no pueda aumentar el riesgo de que se efectúen tales operaciones (art. 69.5 Ley del Mercado de Valores).

(73) Este título IV del RD 217/2008 abarca de art. 58 al 81, y está dividido en seis capítulos. Capítulo I: contrapartes elegibles, incentivos y obligaciones de información a clientes y clientes potenciales. Capítulo II: Tarifas aplicables a las comisiones. Capítulo III: Evaluación de la idoneidad y de la conveniencia. Capítulo IV: Documentos contractuales. Capítulo V: Ejecución óptima (obtención del mejor resultado posible). Capítulo VI: Tramitación de órdenes de clientes.

(74) Para ver con detalle este desarrollo, ESPÍN (2006: 1434-1443).

(75) Para un estudio sobre la clasificación y evaluación de los inversores, ESPÍN (2008: 164 y ss.).

(76) La LMV, al imponer a las empresas de servicios de inversión el deber de clasificación, lo dirige sólo sobre «sus clientes»; en cambio, cuando se establece ese mismo deber para las demás empresas que presten servicios de inversión, lo refiere «a los clientes a los que presten u ofrezcan dichos servicios» (art. 78 bis.1 LMV). Hay que entender que, en el caso de las empresas de servicios de inversión, el deber de clasificar se dirige igualmente tanto hacia los clientes a los que se les prestan servicios como a los clientes a los que se ofrezcan servicios, es decir, a los clientes y a los posibles clientes.

(77) Cliente, según la Directiva 2004/39/CE, es toda persona física o jurídica a quien una empresa de inversión presta servicios de inversión o servicios auxiliares (art. 4.1.10 Directiva 2004/39/CE). En la LMV no hay una definición de cliente, pero no se recoge ninguna

limitación; por ello hay que entender que el amplio concepto de la Directiva es plenamente aplicable al ordenamiento español. La LMV define al cliente potencial como 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 (art. 79 bis.3 LMV). De esta forma, se hace imprescindible el contacto directo, sin limitar el medio por el que se tenga, y a estos efectos es indiferente quién sea el que tome la iniciativa.

(78) La Ley no utiliza siempre la misma estructura clasificatoria. En el preámbulo V de la Ley 47/2007 se diferencian tres categorías de inversores: minoristas, profesionales y contrapartes elegibles. La LMV, en su artículo 78 bis, que lleva como epígrafe la expresión «clases de clientes», dispone que las entidades que prestan servicios de inversión clasificarán a sus clientes en profesionales y minoristas. La categoría de contraparte elegible se pospone al artículo 78 ter, que lleva como epígrafe «Operaciones con contrapartes elegibles». Después de analizar estas clasificaciones, hay que concluir que la contraparte elegible es una subespecie de los clientes profesionales. *Vid.*, sobre esta cuestión ESPIN (2008: 175-176). En todo caso, esta categoría está restringida exclusivamente a los servicios de inversión consistentes en la recepción y transmisión de órdenes de clientes, en la ejecución de órdenes por cuenta de clientes y en la negociación por cuenta propia (art. 78 ter.2 LMV).

(79) Los clientes minoristas se definen por exclusión: son todos aquellos que no se consideran profesionales (art. 78 bis.4 LMV y artículo 4.1.12 Directiva 2004/39/CE).

(80) La LMV lleva a cabo la delimitación del cliente profesional mediante una definición general y una posterior relación de entes que alcanzan esa consideración. La LMV describe a los clientes profesionales como aquellos a quienes se presume la experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y evaluar correctamente sus riesgos (art. 78 bis.2 LMV).

La Ley lleva a cabo esa enumeración estructurando a los clientes en cinco apartados, pero previamente cabe agruparlos en dos grandes grupos: un primer grupo en el que se encuentran los clientes profesionales *per se*, debido a su naturaleza o características (art. 78 bis.3.a) a d) LMV), y un segundo grupo que son considerados como tales previa solicitud, reuniendo determinados requisitos (art. 78 bis.3.e LMV). Para más detalle, *vid.* ESPIN (2008: 176 y ss.).

(81) En la LMV y en su desarrollo reglamentario aparece la distinción entre clientes minoristas y profesionales en relación con su régimen de derechos de información, registro y ejecución de órdenes. *Vid.* ESPIN (2008: 182-183).

(82) La LMV contempla tres alternativas de evaluación por parte de la entidad que presta el servicio de inversión en función de los servicios de inversión, de que se trate: cuando el servicio sea de asesoramiento en materia de inversión o de gestión de carteras, deberá evaluar la «idoneidad» de los servicios de inversión e instrumentos financieros para el cliente o posible cliente («evaluación de idoneidad»); cuando el servicio de inversión sea distinto a los mencionados anteriormente, deberá evaluar la «conveniencia» del servicio o del producto de inversión para el cliente o posible cliente («evaluación de conveniencia»), y por último, cuando el servicio se limite a la ejecución o recepción de órdenes del cliente sobre un producto no complejo, concurriendo además otras circunstancias, no deberá llevar a cabo necesariamente la evaluación (artículo 79 bis aps. 6 a 8 LMV). *Vid.* ESPIN (2008: 184).

(83) La evaluación de idoneidad se regula en el apartado 6 del artículo 79 bis de la LMV, que es desarrollado por el art. 72 RD 217/2008, lo que supone la transposición del art. 19.4 Directiva 2004/39/CE y arts. 35 y 37 Directiva 2006/73/CE.

(84) En la Resolución de la CNMV, de 7 de octubre de 2009, sobre los registros mínimos a mantener por las empresas que prestan servicios de inversión se recoge, en su anexo, un registro con el nº 4 que se denomina «Registro de evaluación de la idoneidad», cuyo contenido ha de ser la información o documentación a afectos de evaluar

la «idoneidad» en cuanto a los conocimientos y experiencia en el ámbito de inversión correspondiente al tipo concreto de producto o servicio, la situación financiera y los objetivos de inversión de los clientes o potenciales clientes. El mantenimiento de este registro será durante cinco años desde la evaluación.

(85) *Vid.* también sus normas de desarrollo, RD 1720/2007, de 21 de diciembre, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley Orgánica 15/1999, de 13 de diciembre, de Protección de Datos de Carácter Personal.

(86) De esta información debería deducirse, por ejemplo: su grado de endeudamiento y la necesidad de liquidez para hacer frente al pago de deudas, necesidades de hacer líquido todo o parte del importe invertido para atender a alguna necesidad o si desea acumular una suma específica para una fecha concreta.

(87) Sobre la expresión *per se vid.* nota 80.

(88) De estos datos deberían poder deducirse conclusiones como el porcentaje del capital invertido cuya pérdida estaría dispuesta a asumir el cliente.

(89) El análisis de toda esta información puede ser complejo; así, una operación puede resultar inadecuada a causa de los riesgos de los instrumentos financieros implicados, del tipo de operación, de las características de la orden o de la frecuencia de negociación. Una operación que resulta adecuada vista de forma aislada puede resultar inadecuada si la recomendación se realiza con una frecuencia que no favorece óptimamente los intereses del cliente (considerando número 57 Directiva 2006/73/CE).

(90) El RD 217/2008 establece los requisitos que se deben cumplir cuando se presenta determinado tipo de información, así: cuando la información compare servicios de inversión o auxiliares, instrumentos financieros o las personas que presten los servicios, cuando la información incluya resultados históricos de un servicio de inversión, de un instrumento financiero o de un índice financiero; cuando se incluyan resultados históricos simulados en el caso de instrumentos financieros o de índices financieros (art. 60.4 RD 217/2008), y cuando la información contenga datos sobre resultados futuros (art. 60.2-5 RD 217/2008).

(91) Las empresas de asesoramiento financiero deben proporcionar a los clientes minoristas, incluidos los potenciales, la siguiente información sobre la entidad y sobre los servicios que presta: a) el nombre y dirección de la empresa y todos los datos de contacto necesarios para permitir la comunicación efectiva del cliente con la empresa; b) los idiomas en los que el cliente podrá comunicarse con la empresa y recibir documentos y cualquier otra información de ésta; c) los medios de comunicación que deben utilizarse entre la empresa y el cliente; d) una declaración en la que se acredite la autorización administrativa de la empresa de asesoramiento financiero, que incluya el nombre y dirección de la autoridad competente que otorgó la autorización; e) la naturaleza, periodicidad y fecha de los informes sobre el servicio prestado que la entidad ha de remitir a sus clientes; f) una descripción, que podrá ser resumida, de la política de conflictos de interés de la empresa, si bien, a petición del cliente, en cualquier momento debe facilitarse más información sobre esta política, por medio de un soporte duradero o, a través de una página web, y cuando, en este segundo caso, no se den las circunstancias para considerarla como soporte duradero, se deben cumplir determinadas condiciones (art. 63.1 RD 217/2008).

(92) *Vid.* art. 62 RD 217/2008.

(93) La información referente a los instrumentos financieros y a las estrategias de inversión debe incluir orientaciones y advertencias apropiadas sobre los riesgos asociados a tales instrumentos o estrategias (art. 79 bis.3 3º párr. LMV).

Las empresas de asesoramiento financiero deben proporcionar a sus clientes, incluidos los potenciales, una descripción general de la natu-

raleza y riesgos de los instrumentos financieros, teniendo en cuenta, en particular, la clasificación del cliente como minorista o profesional. En la descripción se debe incluir una explicación de las características del tipo de instrumento financiero en cuestión y de los riesgos inherentes a ese instrumento, de una manera suficientemente detallada para permitir que el cliente pueda tomar decisiones de inversión fundadas.

En la explicación de los riesgos deben incluirse, cuando sea justificado en función del tipo de instrumento financiero en cuestión y de los conocimientos y perfil del cliente, la siguiente información: a) los riesgos conexos a ese tipo de instrumento financiero, incluida una explicación del apalancamiento y de sus efectos, y el riesgo de pérdida total de la inversión; b) la volatilidad del precio de ese tipo de instrumento financiero y cualquier limitación del mercado, o mercados, en que pueda negociarse; c) la posibilidad de que el inversor asuma, además del coste de adquisición del instrumento financiero en cuestión, compromisos financieros y otras obligaciones adicionales, incluidas posibles responsabilidades legales como consecuencia de la realización de transacciones sobre ese instrumento financiero; d) cualquier margen obligatorio que se hubiera establecido u otra obligación similar aplicable a ese tipo de instrumentos.

Cuando la empresa de asesoramiento proporcione a un cliente minorista, incluidos los potenciales, información sobre un instrumento financiero que sea objeto en ese momento de una oferta pública sujeta a la obligación de elaborar folleto, debe comunicarle la fecha en que el folleto se pondrá a disposición del público.

Cuando sea probable que los riesgos asociados a un instrumento financiero compuesto por dos o más instrumentos o servicios financieros sean mayores que el riesgo asociado a cada uno de esos instrumentos o servicios individualmente considerados, debe proporcionarse una descripción adecuada de cada uno de los instrumentos o servicios que integran el instrumento financiero en cuestión y una explicación de la forma en que la interacción entre los distintos componentes de ese instrumento financiero aumentan los riesgos.

Cuando el instrumento financiero incorpore una garantía de un tercero, debe proporcionarse información suficiente sobre el garante y la garantía para que el cliente minorista, incluido el potencial, pueda evaluar razonablemente la garantía aportada (art. 64 RD 217/2008).

(94) En relación con esta cuestión, la empresa de asesoramiento financiero debe proporcionar a los clientes minoristas, incluidos los potenciales, la siguiente información: a) el precio total que el cliente ha de pagar por el servicio de asesoramiento de inversiones o el servicio auxiliar correspondiente, incluyendo todos los honorarios, comisiones, costes y gastos asociados, y todos los impuestos a liquidar a través de la empresa, consignándose separadamente las comisiones cobradas por la empresa; b) cuando una parte del precio total deba pagarse en una divisa distinta del euro, debe indicarse la divisa y el contravalor y costes aplicables; c) una advertencia de la posibilidad de que surjan otros costes para el cliente, incluido el pago de impuestos, como consecuencia de transacciones vinculadas al servicio y que no se paguen a través de la empresa ni sean estipulados por ella; d) las modalidades de pago, así como cualquier otra cuestión que, directa o indirectamente, repercuta sobre el precio a pagar por el servicio (art. 66 RD 217/2008).

(95) Dentro del sistema de retrocesión plantean menos conflictos de interés potenciales las retrocesiones globales en función de la facturación generada que las retrocesiones específicas, según el producto concreto recomendado. *Vid.* CARRASCOSA y GUIASOLA (2008: 199) y MARTÍNEZ PARDO *et al.* (2008: 34).

(96) DE LA PEÑA (2009: 258-259) considera que el hecho de que la Circular 10/2008 CNMV, en su apartado i), obligue a las empresas de asesoramiento financiero a incluir en su plan de negocio «los canales de comercialización a utilizar en el desarrollo de la actividad» (norma 3ª.i) puede haber servido para entender que las comisiones de comercialización procedentes de las entidades cuyos productos recomienda las empresas de asesoramiento financiero son legítimas.

(97) En la Resolución de 7 de octubre de 2009, de la CNMV, sobre los registros mínimos a mantener por las empresas que presten servicios de inversión, se recoge con el nº 15 el Registro de conflictos de intereses, en el que ha de contenerse: información necesaria para identificar potenciales conflictos de interés, o conflicto de interés efectivamente producidos, e información sobre las medidas adoptadas a los efectos de paliar los conflictos potenciales o los efectivamente producidos.

(98) *Vid.* también art. 21.e Directiva 2006/73/CE, en desarrollo del art. 13 ap. 3 y art. 18 de la Directiva 2004/39/CE.

(99) DE LA PEÑA (2009) sostiene que la información debe proporcionarse al cliente antes de la prestación del servicio, permitiendo así que éste tome en conciencia sus decisiones de inversión o sus peticiones de asesoramiento. La normativa no establece formalismo al respecto, ni exige requisitos específicos; basta que la información se revele claramente al cliente, existiendo incluso la posibilidad de que dicha información se efectúe de forma resumida.

(100) Se entiende cumplida esta última obligación cuando la entidad ponga a disposición del cliente la información requerida a través de los canales de distribución de la entidad o en su página web, siempre que el cliente haya consentido esa forma de provisión de la información (art. 59.b RD 217/2008).

(101) DE LA PEÑA (2009: 259-260) señala que, en lo concerniente al aumento de la calidad, considerado requisito esencial a la hora de determinar si el cobro de incentivos está o no justificado para una situación de mercado concreta, el Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR) ha establecido una serie de pautas valorativas que deben ser comprobadas en cada caso, como son: a) valorar cuál es el beneficio que se espera para el cliente y cuál para la empresa; b) analizar si existen incentivos que pueden llevar a la empresa a no actuar en el mayor interés del cliente; c) tener en cuenta si existe algún tipo de vínculo o unión comercial entre la empresa y la entidad involucrada en el pago o cobro de los incentivos; d) considerar la naturaleza del bien recibido y de las circunstancias relativas al mismo.

(102) Estas disposiciones tienen su origen en la normativa comunitaria. *Vid.* art. 19.1 Directiva 2004/39/CE y art. 26 y considerando número 40 Directiva 2006/73/CE.

(103) En la Resolución de 7 de octubre de 2009, de la CNMV, se recoge con el nº 20 un Registro de información sobre incentivos en el que debe contenerse: copia de las comunicaciones realizadas a los clientes, generales o individualizadas, en relación con los incentivos otorgados o recibidos, y copia de las peticiones de los clientes respecto a la información sobre incentivos recibidos u otorgados. Este Registro no aparece entre los exigidos para las empresas de asesoramiento financiero en la Circular 10/2008 CNMV (norma 2ª.e). En todo caso, hay que tener en cuenta que en la Resolución de 7 de octubre de 2009, de la CNMV, se señala que «serán las propias entidades en cualquier caso las que deberán analizar, valorar, evaluar y concluir si los registros propuestos, los datos o información a consignar en ellos, así como el desglose de los mismos, son suficientes para, por un lado, posibilitar el debido cumplimiento de las obligaciones que les impone la normativa vigente en cada momento y, por otro, para que la autoridad supervisora pueda llevar a cabo convenientemente su labor, no pudiendo, por lo tanto, ampararse en el cumplimiento de levanza de los registros contenidos en la propuesta objeto de la presente Resolución para eximirse de la responsabilidad que pudiera derivarse de no resultar éstos suficientes o adecuados en función de las características particulares de la cada empresa».

(104) *Vid.* Estado SEAFI1, Información de Empresas de Asesoramiento Financiero, Modelo de estado de actividad de empresas de asesoramiento financiero (EAFI), anexo VIII, Circular 7/2008, de 26 de noviembre, de la CNMV, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las empresas de servicios de inversión, sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva y sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo.

(105) Según CARRASCOSA y GUIASOLA (2008: 197), la mayor parte de las entidades han optado por no contar con un soporte contractual específico con sus clientes para la prestación del servicio de asesoramiento. La realización, con carácter previo, de una evaluación de la idoneidad es un requisito que se ha de cubrir previamente a la prestación del servicio, pero su simple existencia no implica que se haya proporcionado de forma efectiva. Un indicio de que el servicio de asesoramiento ha sido prestado consiste en la existencia de una propuesta de inversión que incluya una recomendación personalizada: dirigida a un cliente concreto y en relación con un servicio de inversión o instrumento financiero específico.

(106) La Directiva 2006/73/CE estableció que, en el servicio de asesoramiento en materia de inversión, se exceptúa el deber que tienen las empresas de servicios de inversión de celebrar con el cliente minorista un contrato básico por escrito que establezca los derechos y obligaciones esenciales de la empresa y del cliente (art. 39 1er párrafo Directiva 2006/73/CE y considerando nº 41 Directiva 2006/73/CE).

(107) *Vid.* Registro nº 21 de asesoramiento de inversión, Resolución 7 de octubre de 2009, de la CNMV, sobre registros mínimos a mantener por las empresas que presten servicios de inversión.

(108) Se define como información privilegiada toda información de carácter concreto que se refiera, directa o indirectamente, a valores negociables o instrumentos financieros (incluidos aquéllos para los que se haya cursado una solicitud de admisión a negociación), o a emisores de esos valores o instrumentos financieros, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría influir, o hubiera influido de forma apreciable, sobre su cotización en un mercado o sistema organizado de contratación (art. 81 Ley del Mercado de Valores).

(109) Estas barreras pueden ser tangibles (separación física, acceso restringido, protección de archivos, códigos de trabajo o nombres en clave...) o intangibles (compromiso expreso y escrito de no transmitir información privilegiada a cualquier persona ajena a la propia área separada, salvo autorización).

(110) Este precepto se encuentra ampliamente desarrollado en el capítulo IV, «Presentación imparcial de las recomendaciones de inversiones y de los conflictos de intereses», del RD 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la LMV en materia de abuso de mercado.

(111) En el epígrafe del art. 83 LMV y en sus apartados 1º y 3º se alude a obligaciones de las entidades que presten «asesoramiento de inversión» y al reglamento interno de conducta específico del «servicio de asesoramiento de inversiones»; en estos casos, en nuestra opinión, la utilización de esta expresión no es en un sentido estricto. En cambio, en la Circular 10/2008 CNMV, consideramos que, con más precisión, se refiere al reglamento interno de conducta en caso de realizar «informes sobre inversiones, análisis financieros u otras formas de recomendación general» (norma 2ª h).

(112) El RD 1333/2005, partiendo de la definición básica señalada, incorpora como ejemplo de esa conducta el aprovecharse del acceso ocasional o periódico a los medios de comunicación tradicionales o electrónicos exponiendo una opinión sobre un instrumento financiero (o, de modo indirecto, sobre su emisor) después de haber tomado posiciones sobre ese instrumento financiero y haberse beneficiado de las repercusiones de la opinión expresada sobre el precio de dicho instrumento, sin haber comunicado simultáneamente ese conflicto de intereses a la opinión pública de manera adecuada y efectiva (art. 21.c RD1333/2005, siguiendo el planteamiento recogido del art. 1.2 último guión de la Directiva 2003/6/CE). *Vid.* ESPÍN (2006: 1438).

BIBLIOGRAFÍA

ANCIANO PARDO, C. (2009), «Empresas de asesoramiento financiero», *Banca y Finanzas*, nº 135: 34 y ss.

BELANDO GARIN, B. (2005), «Los análisis de valores. Entre la intervención pública y la autorregulación», *RDBB*, nº 99: 157 y ss.

BERNALDO DE QUIRÓS CABRERA, G. (2008), «El nuevo régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión. Principales novedades del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero», *RMV*, nº 3: 249 y ss.

CACHÓN BLANCO, J.E. (1994), «La relación jurídica de asesoramiento del mercado de valores. Especial referencia al contrato de asesoramiento del mercado de valores», *CDC*, nº 13: 101 y ss.

CARRASCOSA, A., y GUIASOLA, B. (2008), «Cuestiones prácticas en la aplicación de la MiFID», *Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos*, Papeles de la Fundación nº 27: 191 y ss.

COFFEY JR. J.C. (2006), *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, Oxford.

ESPÍN GUTIÉRREZ, C. (2006), «El análisis de inversiones y los conflictos de intereses», en AA.VV., *Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas (Estructura de gobierno y mercados)*, Tomo II, obra colectiva dirigida por F. RODRÍGUEZ ARTIGAS y otros, Pamplona: 1405 y ss.

— (2008), «La clasificación y la evaluación de los clientes-inversores en la reforma de la Ley del Mercado de Valores», *Ekonomiaz*, nº 66, *Claves del sistema financiero*: 164 y ss.

FERNÁNDEZ ARMESTO, J. (1999), «Carta circular 10/1998 de la CNMV dirigida a los presidentes de todas las empresas de servicios de inversión y entidades de crédito, de 24 de noviembre de 1998», en *Cartas circulares de la Comisión Nacional del Mercado de Valores*, Madrid: 99 y ss.

HERNÁNDEZ, G., y GUTIÉRREZ, S. (2008), «Valoración de la transposición de MiFID en España», *Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos*, Papeles de la Fundación nº 27: 181 y ss.

JIMÉNEZ FERNÁNDEZ, A. (2006), «Nuevas normas que afectan a los analistas», *Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos*. Papeles de la Fundación nº 17: 163 y ss.

LOSADA LÓPEZ, R. (2009), *Agencias de rating: hacia una nueva regulación*, Monografías CNMV, nº 34.

MARTÍNEZ-PARDO, R.; ZAPATA, F.J.; HERNÁNDEZ, G., y JIMÉNEZ, A. (2008), «Informe y conclusiones del Observatorio», *Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos*. Papeles de la Fundación nº 27: 13 y ss.

MATA MUÑOZ, ALMUDENA DE (2009), «La función de cumplimiento normativo en el ámbito de las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión: de Basilea II a MiFID y su transposición en España. El reconocimiento legislativo de una realidad práctica», *RDBB*, nº 113: 145 y ss.

MAZZUCHELLI y URQUIJO, J. (1996), «Protección al inversor por medio de las obligaciones de asesoramiento y aclaración del Banco frente a los clientes en el Derecho alemán», *RDBB*, nº 61: pp. 9 y ss.

PEÑA, L. DE LA (2009), «El asesoramiento financiero independiente: aproximación a las EAFI», *RMV*, nº 5: 253 y ss.

PEÑA, L. DE LA, y GONZÁLEZ, J. I., «¿Pueden las EAFI recibir retrocesiones de las gestoras?», *Funds People*, nº 6: p. 59.

POWELL, R. (1996), «La responsabilidad de los bancos en la concesión de crédito (*lender liability*) y el deber de diligencia en el asesoramiento bancario: el caso Verity», *RDBB*, nº 64, 1996: 1185 y ss.

RECALDE CASTELLS, A. (1993), «Responsabilidad del banco por los daños causados por motivo del asesoramiento a un cliente en materia de inversiones», *RDBB*, nº 51: pp. 892 y ss.

RODRIGO PEREDA DE PABLO, A. (2009), «El asesoramiento de inversiones y las empresas de asesoramiento financiero (la Circular 10/2008, de 30 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre empresas de asesoramiento financiero)», *RMV*, nº 4: 501 y ss.

- SANTILLÁN, I. (2008), «Algunas consideraciones acerca del estado de situación de la regulación exMiFID en Derecho español a la actividad de las empresas de servicios de inversión», *Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos*. Papeles de la Fundación nº 27: 213 y ss.
- TAPIA HERMIDA, A.J. (2009), «Crisis, regulación y supervisión de los mercados financieros. Reflexiones urgentes sobre el papel de los intermediarios que prestan servicios de inversión, las instituciones de inversión colectiva y las agencias de calificación crediticia», *RMV*, nº 5: 55 y ss.
- (2009), «Desarrollo del régimen reglamentario de las empresas de asesoramiento financiero: la Circular 10/2008 de la CNMV», *RDBB*, nº 113: 270 y ss.
- (2008), «Desarrollo reglamentario de la normativa sobre empresas de servicios de inversión: el Real Decreto 217/2008», *RDBB*, número 110: 260 y ss.
- 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», en AA.VV., *Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2007) (Informe completo)*, coord. por R. MARTÍNEZ-PARDO DEL VALLE y F.J. ZAPATA CIRUGEDA, Papeles de la Fundación de Estudios Financieros, nº 21, Madrid: 121 y ss.
- YBÁÑEZ, J., y GARCÍA FUERTES, G. (2009), «La nueva regulación europea de las agencias de rating», *RMV*, nº 5: 419 y ss.

Sistemas de negociación de instrumentos financieros en el mercado español

Emilio Díaz Ruiz

I. INTRODUCCIÓN

1. Significado de la negociación en la MiFID

La Directiva 2004/39 o MiFID (1), complementada por otra Directiva y un Reglamento (2), ambos de la Comisión (que serían, en la terminología del Plan de Acción de los Servicios Financieros, normas del segundo nivel, mientras que aquélla lo sería del primero), ha supuesto una modificación sustancial en los procesos de negociación, al establecer nuevos modelos de negociación secundaria, que queda sujeta ahora a numerosas y detalladas obligaciones para mejorar la transparencia en la formación y la publicidad de los precios y, sobre todo, para proteger los intereses de los inversores, si bien tomando en consideración las distintas circunstancias de éstos, para lo que obliga a los prestadores de servicios de inversión a clasificarlos siguiendo unas reglas muy precisas, si bien permite en todos los casos que los inversores exijan ser clasificados dentro de categorías que les otorguen más protección.

Aunque el contenido del conjunto de normas MiFID abarca casi todos los aspectos de la ordenación de los mercados de instrumentos financieros (incluso estableciendo una caracterización amplísima de qué ha de considerarse como tal, y que va mucho más allá de lo que establecía la Directiva de Servicios de Inversión (Directiva 93/22) que la precedió, que ya había supuesto la incorporación de este concepto como superador del anterior, de valor mobiliario), incide sustancialmente en el tema de la negociación (3) y, ya de forma más limitada, en aspectos de liquidación y compensación, no tocando para nada las actividades de contrapartida central (4).

A efectos de mejor comprender el contenido del presente trabajo, conviene delimitar qué entendemos por cada uno de estos conceptos, ya que me ocuparé exclusivamente de lo que en materia de negociación ha supuesto MiFID (5), pero no del resto de actividades de

los mercados arriba mencionadas. En este sentido, entenderemos por negociación la transmisión de órdenes de compra y de venta, y el cese de las mismas, pero no las actividades relativas a la cuantificación de las obligaciones de cobros y pagos en efectivo y de entrega y recepción de instrumentos financieros, con las compensaciones pertinentes para que se puedan hacer en base neta, en su caso, o los cálculos y operaciones necesarios para que se hagan en base bruta, que constituirían las operaciones de liquidación y compensación, ni la garantía del buen fin de las operaciones negociadas mediante la interposición de una entidad central que actúe como comprador para el vendedor y como vendedor para el comprador, que constituirían las actividades de contrapartida central.

En este sentido, MiFID no contiene una definición precisa de qué ha de entenderse por negociación, pero sí lo hace indirectamente al definir el concepto de «ejecución de órdenes por cuenta de clientes» (artículo 4.1.5), definiéndolas como «la conclusión de acuerdos de compra o venta de uno o más instrumentos financieros por cuenta de clientes», y luego, en el mismo artículo y apartado (números 14 y 15), cuando caracteriza los mercados regulados y los sistemas de negociación multilateral, refiriéndose a las operaciones de compra y venta que en ellos se reúnen. Así pues, la negociación puede quedar caracterizada, y a la vez limitada, por la oferta y la aceptación de órdenes en un sistema de negociación, ya que, como se verá más adelante, tanto los mercados secundarios organizados como los sistemas multilaterales de negociación son ahora sustancialmente sistemas (6) donde se negocia, es decir, se celebran contratos de compraventa mediante el cruce de órdenes sobre los mismos instrumentos y en las mismas condiciones (precio, entrega, etc.), pero de signo contrario (unas de compra y otras de venta).

Dentro de la legislación española interna (en puridad, la legislación comunitaria también es española, pero ema-

nada de fuentes distintas de las del Estado o las comunidades autónomas), la exposición de motivos de la Ley de Mercados de Valores (7) ya indicaba de forma reiterada que el objeto de los mercados de valores era la compraventa de valores negociables; la exposición de motivos de la Ley 37/1998 (8) también establece que «las operaciones de mercado se caracterizan por resultar de transmisiones a título de compraventa», pero añade «u otros negocios onerosos propios del mercado». Sin embargo, salvo en los mercados de instrumentos financieros derivados, en los demás sistemas de negociación de instrumentos financieros no existen otros negocios onerosos salvo las compraventas, ya que los préstamos de valores o eventualmente de instrumentos financieros, que se regulan someramente en la Ley del Mercado de Valores (9), en realidad, y aunque tengan reflejo en los sistemas, por cuanto generan apuntes de cambio de titularidad, no son de verdad operaciones de mercado, porque no se hacen a precios públicos ni existen obligaciones de transparencia, ni las demás que, respecto de las actividades u operaciones de negociación, caracterizan a aquellas transacciones que se llevan a cabo en los sistemas de negociación de instrumentos financieros.

En el preámbulo de la Ley 47/2007, de 19 de diciembre (10), que ha supuesto una muy profunda alteración de la Ley del Mercado de Valores para introducir los cambios exigidos para la transposición de MiFID, se hace referencia a la negociación, pero sin definirla, haciendo una referencia a las actividades de compensación y liquidación como íntimamente ligadas a la negociación, pero diferentes de aquélla. Y luego, en la nueva redacción del artículo 31, la Ley del Mercado de Valores, calcando prácticamente la redacción del correspondiente precepto de la Directiva 2004/39, vuelve a referirse a las compras y ventas de instrumentos financieros como el objeto de la negociación de los mercados regulados españoles, que continúa denominando mercados secundarios oficiales, como ya hiciera al trasponer la Directiva 93/22 siguiendo la práctica tradicional en nuestro país. Ya a lo largo de todo el capítulo I del título IV resulta evidente que, cuando se está tratando de caracterizar la negociación y las obligaciones y características que le son inherentes, se tiene siempre presente que se trata de operaciones de compra y venta de instrumentos financieros, y sólo de éstas.

2. Ampliación del objeto de la normativa

En el conjunto MiFID, y sobre todo en la Directiva 2004/39 (ya que en el resto de las normas MiFID el concepto de negociación, como tal, aunque sí el de las obligaciones de quienes intervienen en la misma, no se encuentra especialmente tratado), se especifica la tipología y las características de organización y funcionamiento de los sistemas de negociación. Al transponer

MiFID, la Ley del Mercado de Valores ha extendido su alcance, antes ya bastante amplio, aunque centrado en: a) la ordenación de los mercados primarios y secundarios de valores negociables; b) las normas a que debían sujetarse las emisiones y ofertas públicas en el mercado primario, y c) los principios de organización y funcionamiento de los mercados secundarios oficiales y del régimen de supervisión y actuación de los sujetos y entidades que en aquéllos intervenían. Por sucesivas reformas a estas materias se fueron incorporando: a) otros instrumentos financieros; b) la regulación de todos los sistemas españoles de negociación de instrumentos financieros (los sistemas organizados de negociación), y c) la prestación en España de servicios de inversión, que ya no está sustancialmente circunscrita a las actuaciones relacionadas con los mercados o sistemas organizados de negociación, sino que también incorpora ahora la negociación bilateral fuera de cualquier mercado, siempre que el objeto de dicha negociación sea una larga lista de instrumentos, negociados o no, que ahora se contiene en la nueva redacción del artículo 2 de la Ley del Mercado de Valores, cambio éste ya propiciado por la transposición de MiFID. Ahora se incorpora casi cualquier tipo de contrato sobre instrumentos derivados con subyacente financiero, o con subyacente no financiero cuando sea liquidable por diferencias o se negocie en un mercado secundario o en un sistema multilateral de negociación, o incluso cuando, siendo de liquidación por entregas y no teniendo fines comerciales, presente sin embargo las características de los derivados, así como los derivados de crédito, los contratos por diferencias y otros contratos sobre instrumentos derivados con subyacentes, tales como las variables climáticas, los derechos de emisión de CO₂, los costes de transportes, siempre también que sean liquidables por diferencias y que presenten las características típicas de los instrumentos derivados (11).

II. EL PRINCIPIO DE DESCENTRALIZACIÓN Y LOS DISTINTOS SISTEMAS DE NEGOCIACIÓN

1. La descentralización de órdenes

MiFID persigue, de forma declarada paladinamente en sus considerandos previos, cambios sustanciales en la negociación y contratación de instrumentos financieros, estableciendo un nuevo marco descentralizado y competitivo de sistemas de negociación o centros de ejecución, frente al anterior sistema de centralización de órdenes que la Directiva 93/22, precedente de la MiFID, había mantenido (12).

Antes de MiFID, y la consiguiente transposición por medio de la Ley 47/2007, las bolsas de valores gozaban en España de la exclusiva para la negociación de acciones y de todo tipo de valores que daban derecho a la

adquisición o suscripción de éstas. Cualquier operación de compraventa de acciones admitidas a cotización en una Bolsa debían luego registrarse en ella, aunque se hubieran acordado mediante concertación bilateral fuera del mercado; ahora, en virtud del principio de descentralización, se elimina cualquier tipo de exclusividad o privilegio para la negociación de algún tipo de valor en concreto o de cualquier otro instrumento financiero, y se establecen fundamentalmente tres sistemas de negociación diferente: los mercados regulados (en España mercados secundarios oficiales), los sistemas multilaterales de negociación (que, en realidad, vienen a ser una consagración de la práctica española de los llamados sistemas organizados de negociación) y la internalización sistemática de órdenes que pueden llevar a cabo las empresas de servicios de inversión, a los que hay que entender que debe añadirse la negociación bilateral fuera de cualquier sistema, aunque el instrumento esté admitido a negociación, pues la descentralización propuesta es absoluta.

Las razones que han justificado el principio de descentralización, y que se recogen tanto en los considerandos de la Directiva 2004/39 como en el preámbulo de la Ley 47/2007, son incentivar la competencia y, como consecuencia de ello, la innovación en la contratación de instrumentos financieros, la mayor adaptación a las necesidades de los inversores, que se lograría a través de sistemas como el de la internalización, y una mayor competencia que provocará una rebaja de costes. Por contra, algunos expertos han argumentado que un sistema centralizado sería mucho más eficiente, ya que, muy especialmente a través de la internalización sistemática, se produce una fragmentación de los mercados de valores, con un deterioro muy importante en el proceso de formación de precios (Adarraga y Ximénez, 2007: 195 y ss.) y una dispersión de la liquidez.

2. Las formas de negociación secundaria

En cuanto a los propios sistemas de negociación secundarios, la Directiva 2004/39 y, al transponerla, la Ley 47/2007, que modifica la LMV, establecen ahora tres sistemas con plataformas distintas para que puedan negociarse cualquiera de los instrumentos financieros que el artículo 2 de la LMV contempla de alguna manera organizada, aunque a distintos niveles (de hecho, sólo se denomina mercados secundarios organizados a los sujetos a reglas más estrictas, mientras que al resto de los sistemas no se les atribuye el carácter de «organizados», aunque sin duda lo estarán, porque tanto la Directiva 2004/39 como la Ley 47/2007 establecen para todos ellos requisitos organizativos, aunque de menor calado), sistemas que vienen constituidos por los mercados secundarios oficiales (que es a los únicos a los que, en terminología MiFID, se les daría el carácter de mercados secundarios organizados, o mercados regu-

lados), los sistemas multilaterales de negociación y los internalizadores sistemáticos.

La nueva caracterización de los mercados secundarios oficiales o regulados es su conversión en una clase más de sistemas de negociación o centros de ejecución autónomos, que compiten tanto con los demás mercados secundarios oficiales como con los sistemas multilaterales de negociación y los internalizadores sistemáticos, del mismo modo que todos ellos compiten entre sí, para la ejecución de operaciones sobre instrumentos financieros. En concreto, el artículo 31 de la LMV define a los mercados regulados como los sistemas multilaterales que permiten reunir los diversos intereses de compra y venta sobre instrumentos financieros para dar lugar a contratos sobre aquéllos, siempre que estén admitidos a negociación. Son mercados sujetos a normas de actuación muy desarrolladas y, en muchos aspectos, complejas, que requieren una autorización previa a su funcionamiento y están sujetos a una supervisión muy intensa.

Una novedad importante respecto de estos mercados regulados, o mercados secundarios oficiales, es que se refuerza la importancia de lo que MiFID denomina Reglamento del Mercado, que ahora viene a constituir un documento básico para su organización y funcionamiento, algo que, si bien no era desconocido respecto de alguno de los mercados secundarios oficiales ya existentes en España, como por ejemplo MEFF, sí lo era respecto de las bolsas de valores, que carecían de este Reglamento del Mercado y se regían por un conjunto de normas jurídicas en cuya elaboración no participaban (al menos, no formalmente, aunque en la práctica eran siempre consultadas), y por determinadas reglas o normas internas que normalmente se publicaban en forma de circulares o instrucciones operativas. Se refuerza también el papel de la sociedad rectora, que ahora puede incluso acordar la suspensión o exclusión de cotización de determinados instrumentos financieros cuando incumplan con lo previsto en el reglamento del mercado, y se elimina la distinción entre operaciones ordinarias y extraordinarias, así como las restricciones o condicionamientos para la realización de operaciones fuera de mercado y, desde luego, desaparece la obligación de registro posterior de las operaciones que no se hayan hecho a través de la negociación dentro del sistema.

En lo que a los sistemas multilaterales de negociación se refiere, son también sistemas que permiten reunir los diversos intereses de compra y venta sobre instrumentos financieros para dar lugar a contratos de compraventa, pero siempre según sus propias normas, que se manifiestan tanto en cuanto a las reglas de negociación como en cuanto a la admisión a negociación de instrumentos financieros, que no exige, por ejemplo, publicar folleto de admisión, ni elaborar cuentas anuales consolidadas conforme a las Normas Internaciona-

les de Información Financiera (NIIF) ni publicación de información conforme a las reglas de la directiva sobre transparencia (13). Tampoco se va a exigir autorización del Ministro de Economía y Hacienda, como sería el caso si se tratara de un mercado secundario oficial de ámbito nacional, o de las autoridades de las comunidades autónomas con competencia en la materia, si se tratara de mercados secundarios oficiales de actuación limitada a sólo una comunidad autónoma, sino que se sujetan a la simple verificación previa de la CNMV, si bien ésta está facultada para su supervisión.

Por último, los internalizadores sistemáticos son entidades de crédito o empresas de servicios de inversión que, al margen de cualquier otro sistema de negociación, sea un mercado secundario oficial o un sistema multilateral de negociación, ejecutan por cuenta propia, pero de forma organizada, frecuente y sistemática, órdenes de clientes sobre acciones (nótese que no sobre cualquier otro instrumento financiero), que tienen que estar admitidas a negociación en mercados secundarios oficiales (por tanto, tampoco bastaría que estuvieran sólo en sistemas multilaterales de negociación), por importes que no excedan determinados volúmenes estándares del mercado donde se negocie principalmente el valor. Para ser internalizador sistemático no hace falta autorización o verificación alguna, aparte de la de tener el carácter de entidad de crédito o empresa de servicios de inversión, pero sí hay que cumplir con determinados requisitos de transparencia previa y posterior a la negociación y con algunas obligaciones relativas a la ejecución de órdenes y a la protección de los intereses de los clientes.

En cualquier caso, estos tres sistemas de negociación de instrumentos financieros no están totalmente independizados unos de otros, pues el punto de referencia siguen siendo los mercados secundarios oficiales, aunque ya no exista el principio de centralización, por existir en ellos una mayor transparencia y una más perfecta fijación de precios. Esto supone, por ejemplo, que en caso de que un instrumento financiero resulte suspendido o excluido de negociación en un mercado secundario oficial donde estuviera admitido a cotización, se produce la automática suspensión o exclusión de la negociación de ese mismo instrumento en los sistemas multilaterales de negociación, o respecto de los internalizadores sistemáticos donde se llevara a cabo algún tipo de contratación sobre ellos.

Aun cuando la transposición de MiFID a nuestro ordenamiento, llevada a cabo en dos fases —primero mediante la Ley 47/2007 y, en lo que se refiere a las empresas de servicios de inversión, mediante 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— ya está

formalmente completada, al menos desde un punto de vista normativo, lo cierto es que aún estamos en un proceso de rodaje de los mercados. Todo ello, además, agravado por la crisis financiera, que, aunque fundamentalmente relativa al crédito, también ha afectado a la negociación de instrumentos financieros, con desplomes en las cotizaciones y en los volúmenes de negociación muy significativos que sólo poco a poco se han ido recuperando a lo largo del año 2009 (14), hace que no podamos todavía evaluar cómo afectará en el futuro próximo la existencia de estos tres sistemas a la negociación de instrumentos financieros en Europa, ya que el número de internalizadores sistemáticos registrados es muy pequeño, no se aprecia una clara constitución o creación de sistemas multilaterales de negociación, especialmente de negociación paneuropea (15), e incluso los pocos que se han creado, aunque parecían llamados a tener un gran éxito, lo cierto es que, transcurrido más de un año desde el comienzo de sus actuaciones en Europa, y varios meses desde su comienzo de operaciones en España, no lo han logrado de momento, habiendo quedado alguno de ellos, además, directamente afectado por la insolvencia de sus socios principales, en su mayoría grandes bancos de inversión internacionales (16).

III. NEGOCIACIÓN OVER THE COUNTER (OTC)

En realidad, en la medida en que negociar es poner en común una orden de compra y una de venta que tengan las mismas condiciones económicas sobre el mismo instrumento financiero, y con las mismas condiciones contractuales, puede hacerse directamente por el comprador y el vendedor o por intermediarios que actúen en nombre de uno u otro, o de ambos a la vez, cuando están autorizados para ello. Así, esta negociación se puede llevar a cabo a través de sistemas organizados que exigen normalización en cuanto a los términos contractuales y al objeto de la compraventa, o fuera de estos sistemas. A este segundo tipo de negociación es al que se conoce como negociación OTC. Hasta ahora, cuando se trataba de instrumentos negociados en mercados organizados españoles, y más específicamente de acciones, era preciso, si se quería acceder luego a los sistemas de compensación y liquidación, que la negociación se hiciera bien directamente a través de los sistemas de negociación (las bolsas de valores, si eran acciones, o los mercados de derivados o el mercado de renta fija privada, si se trataba de otro tipo de instrumentos financieros), bien mediante aplicaciones u otras operaciones especiales, pero siempre registrando luego la operación en el mercado, como si se hubiera realizado dentro del sistema, para lo que, además, debían cumplirse con unas reglas específicas sobre precios y volúmenes.

Como se ha adelantado, esto ya no es preciso, al menos desde un punto de vista teórico, ya que ello es

incompatible con la internalización sistemática (artículos 128 y siguientes de la LMV) y es contrario a la filosofía al respecto de MiFID, plasmada a estos efectos en los considerandos 34 (cuando menciona como utilizables los precios de los intermediarios, que se entienden distintos de los de los mercados organizados y los SMN), 44 (que es sólo aplicable, en cuanto a publicidad de operaciones, a las que los intermediarios lleven a cabo en los mercados, luego también pueden operar fuera de ellos), 51 (exonerando a los internalizadores de hacer públicas las cotizaciones para operaciones por encima de los volúmenes típicos del mercado) y 53 (que reconoce la posible existencia de mercados paralelos, de carácter *ad hoc* e irregular por encima de los volúmenes típicos). En este sentido, hay que dudar muy seriamente sobre la vigencia del Real Decreto 1.416/1991, de 27 de septiembre, sobre operaciones bursátiles especiales y sobre transmisión extrabursátil de valores cotizados y cambios medios ponderados, y sus órdenes ministeriales de desarrollo, ya que, aunque no formalmente derogado, ha quedado sin cobertura legal, que provenía de la antigua redacción de los artículos 36 y 38 de la LMV, pero cuya redacción actual ya no permite este desarrollo reglamentario; incluso sería contrario a lo que se establece en el artículo 36 LMV, que reconoce que puede haber operaciones sobre instrumentos financieros, incluso cotizados, pero que no «se efectúen en ese mercado con sujeción a sus reglas de funcionamiento», sin que esta circunstancia provoque ningún tipo de consecuencia jurídica negativa sobre su validez o cumplimiento.

Desde un punto de vista práctico, sin embargo, deben tenerse en cuenta otras consideraciones, ya que, en todo caso, el acceso a la compensación y liquidación no es, por el momento, libre, sino que en España sólo puede hacerse a través de las entidades adheridas a Iberclear, si se trata de valores u otros instrumentos financieros compensados o liquidados por esta entidad, o miembros liquidadores de MEF, para los derivados. Pues bien, las previsiones del art. 44 quinquies sólo se aplican a quienes sean miembros de un sistema de un mercado secundario oficial, no a quien haya negociado OTC, para lo que no hay previsión en sentido alguno, lo que tampoco se compadece con lo que se dispone en el artículo 34.1, primer párrafo, de la Directiva 2004/39, que exige que se dé acceso a las empresas de inversión de otros estados miembros a los mecanismos de compensación y liquidación y contrapartida central de su territorio, sin limitar el tipo de operaciones a liquidar. Hoy por hoy, el sistema de referencias de registro imperante en Iberclear, por otra parte, por imperativo de lo dispuesto en el Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de valores, hace muy difícil que se pueda llevar a cabo una operación OTC sobre valores admitidos a cotización en una Bolsa que se haya llevado a cabo de forma extrabursátil sin intervención de ésta. En MEF,

también por el momento, sólo se pueden liquidar los derivados negociados en ella misma (17).

La Ley del Mercado de Valores, en su redacción vigente tras la incorporación de MiFID, define como su objeto (artículo 1) la regulación de los sistemas españoles de negociación de instrumentos financieros, y la organización y funcionamiento de éstos y de los instrumentos financieros objeto de negociación y sus emisores, pero también, y esto es importante, la prestación en España de servicios de inversión. Pues bien, la intermediación en la negociación OTC relativa a instrumentos financieros es uno de los servicios de inversión, recogido en el artículo 63.1.a., ya que se consideran servicios de inversión a efectos de la Ley la recepción y transmisión de órdenes de clientes en relación con uno o más instrumentos financieros, incluida la puesta en contacto de dos o más inversores para que ejecuten operaciones entre sí sobre uno o más instrumentos financieros (este último inciso de la norma podría constituir uno de los aspectos de la internalización sistemática, que sin embargo se ha excluido de esta consideración, ya que sólo se califica de este modo cuando el internalizador actúa como principal, por lo que hay que considerarlo como servicio de intermediación en la negociación OTC).

Sin embargo, en cuanto al contenido mismo de la negociación OTC, nada dice la LMV, si bien, al considerarlo un servicio de inversión, lo sujeta a sus previsiones. Ello supone que se va a aplicar a este tipo de actividad, en cuanto a obligaciones frente a los clientes de quienes intermedien en la negociación OTC, lo dispuesto en el nuevo artículo 70 ter de la LMV, en lo que se refiere a obligaciones de mantenimiento de una estructura adecuada, cumplimiento normativo, obligación del personal de conocer obligaciones, riesgos y responsabilidades, llevanza de registros de todas las operaciones sobre valores e instrumentos financieros y servicios de inversión que presten, a cuyos efectos se aplicará también lo que se establece en el Reglamento 1.287/2006, al que este artículo de la LMV hace remisión expresa, de alguna forma innecesariamente, porque el Reglamento, como es sabido, es de aplicación directa.

Quienes intermedien en este tipo de negociación (es decir, fuera de mercados o de sistemas estructurados) también tienen la obligación de adoptar las medidas necesarias para la conservación de los instrumentos financieros depositados con ellos (o, en su caso, registrados con ellos, ya que los derivados no se depositan en estricto sentido), no pudiendo utilizarlos por cuenta propia salvo autorización de sus clientes, y deberán mantenerlos efectivamente separados de aquéllos que correspondan a posiciones por cuenta propia. Del mismo modo, les afecta la obligación de evitar los conflictos de interés, en los términos del artículo 70 quáter de la LMV, pero no estarán sujetos a las obligaciones de transpa-

rencia, que sólo se aplican respecto de los sistemas de negociación reconocidos en la Ley como tales.

Les son, sin embargo, de aplicación las normas sobre entrega a sus clientes de información en soporte duradero a que se refiere el artículo 3 del Real Decreto 217/2008, y tendrán que cumplir con las obligaciones de conocimiento y valoración de clientes (los llamados tests de idoneidad y de conveniencia, a los que me referiré después) en los casos y con las condiciones que para cualquier empresa de servicios de inversión se contienen en los artículos 58 y siguientes y 72 y siguientes del Real Decreto 217/2008, así como con las obligaciones de mejor ejecución contenidas en los artículos 77 y siguientes del mismo Real Decreto, todas ellas en desarrollo de los artículos 78 y siguientes de la LMV. No obstante, a todas estas obligaciones nos referiremos más adelante, ya que todas ellas son también de aplicación a la negociación en sistemas organizados, más intensamente en los mercados secundarios oficiales y en los sistemas multilaterales de negociación, que en estos aspectos se diferencian poco, y algo menos, aunque también son de aplicación de manera casi general, a los internalizadores sistemáticos.

IV. NEGOCIACIÓN EN SISTEMAS ESTRUCTURADOS

1. Los nuevos sistemas y formas de organización de la negociación

Ya se adelantó en la introducción que, dentro de la negociación organizada, tal y como viene configurada en la LMV tras la transposición de MiFID, debe diferenciarse entre la que se lleva a cabo en los llamados mercados secundarios oficiales (que equivalen a los que la Directiva 2004/39 denomina mercados regulados, conforme se dispone en los artículos 4.1.14 y 36 de ésta y en su transposición dentro de los artículos 31 y siguientes de la LMV) y la que se efectúa en los sistemas multilaterales de negociación (SMN). Respecto de los primeros, y aun cuando la legislación española sigue insistiendo en hablar de mercados secundarios oficiales de «valores», es claro ya que en estos mercados no sólo se negocian valores, sino otros instrumentos financieros, como es el caso de los mercados de futuros y opciones, que se recogen explícitamente dentro del listado de los mercados secundarios oficiales españoles en el artículo 31.2. LMV; y en este mismo sentido, el artículo 46 LMV establece también de forma expresa que en las bolsas de valores se pueden negociar valores, pero también cualquier otro tipo de instrumento financiero que sea apto para ello.

En cuanto a los sistemas multilaterales de negociación, son definidos en el artículo 1.1.15 de la Directiva MiFID, en su versión española, como «Sistemas de

Negociación Multilaterales» (*sic*) o SMN, denominación que se mantiene a lo largo de toda la directiva MiFID, en la que se utiliza siempre la abreviatura SMN, pero a los que en España la LMV, al quedar transpuesta la Directiva MiFID, ha denominado «Sistemas Multilaterales de Negociación» (artículos 118 y siguientes). Finalmente, debe tenerse en cuenta que los internalizadores sistemáticos de órdenes (artículo 4.1.7 de la Directiva 2004/39 y artículos 128 y siguientes de la LMV) no son realmente sistemas de negociación, aunque para quienes contraten con los internalizadores sistemáticos la situación pueda llegar a tener ciertas concomitancias, quedando además obligados, aunque en una medida más que significativamente inferior que los sistemas estructurados de negociación —sean mercados secundarios oficiales o SMN— a cumplir ciertas normas sobre información de precios y operaciones similares a las que se sujetan estos últimos. Cada uno de ellos cuenta con su régimen diferenciado, aunque existen normas comunes, especialmente entre los mercados oficiales secundarios y los sistemas multilaterales de negociación, por su condición de sistemas de negociación.

2. Los mercados secundarios oficiales

2.1. Nueva caracterización

Siguiendo casi a la letra lo dispuesto en la Directiva 2004/39, la LMV define los mercados secundarios oficiales como «sistemas multilaterales que permiten reunir los diversos intereses de compra y venta sobre instrumentos financieros para dar lugar a contratos con respecto a los instrumentos financieros admitidos a negociación, y que están autorizados y funcionan de forma regular» con sujeción a las normas establecidas en la Ley y en los reglamentos de desarrollo de ésta.

Se trata, pues, ya no tanto de mercados en el sentido tradicional como de sistemas de negociación, y en este sentido quedan equiparados a los sistemas multilaterales de negociación, como acertadamente señala Hernández Aler (2008: 275 y ss.), aunque la norma les permita seguir denominándose mercados y puedan incluso adoptar las formas tradicionales de negociación de los mercados de valores (por ejemplo, aunque no será lo normal, la negociación de viva voz en una determinada localización física). Lo que les va a diferenciar de los SMN es el nivel de exigencia en lo que se refiere a la admisión a negociación y a la participación en esta última, que en los mercados secundarios oficiales deberá ser muy superior, convirtiéndoles por tanto en los más controlados y, por ende, en los más seguros.

La LMV (art. 31.2) enumera los mercados secundarios oficiales a los que en España se reconoce ese carácter, pero de forma genérica, por categorías, según la

clase o tipo de mercado, aunque en algún caso se nombre al mercado por su propia denominación social o, al menos, por un nombre comercial o marca de servicios. En concreto, se consideran mercados secundarios oficiales a: a) las bolsas de valores; b) el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones (así, en mayúsculas, por lo que no cabe duda de que se está refiriendo al que hoy existe con este nombre y se regula en la propia LMV), mercado éste que, sin embargo, no es como tal un mercado, ya que no es un sistema que reúna los requisitos que establece el propio artículo 31.1 de la LMV (ni cabe en la definición del artículo 4 de la Directiva 2006/39), ya que aquí no se negocia nada, siendo más bien las operaciones que en él se realizan, y que en la actualidad, además, se llevan materialmente a cabo por Iberclear, operaciones de compensación y liquidación; la negociación de deuda pública en España es fundamentalmente OTC (aunque una pequeña parte se negocia en las bolsas de valores o en sistemas multilaterales de negociación, como SENAF); c) los mercados de futuros y opciones (que englobarían no sólo a los que tienen subyacente financiero, como son MEFF Renta Fija y MEFF Renta Variable, sino también a los de subyacente no financiero, como el mercados de futuros sobre el aceite de oliva o MFAO); d) el Mercado de Renta Fija, AIAF (designado así, por su nombre y también en mayúsculas), y e) «cualesquiera otros, de ámbito estatal, que, cumpliendo los requisitos previstos en el apartado 1, se autoricen en el marco de las previsiones de esta Ley y de su normativa de desarrollo, así como aquéllos de ámbito autonómico que autoricen las comunidades autónomas con competencia en la materia», por lo que deja abierta la posibilidad de creación de futuros mercados secundarios oficiales con un carácter distinto de los enumerados en el número 2 del artículo 31, que de todas maneras son categorías, por lo que podrá haber otras bolsas de valores, otros mercados de futuros y opciones, que entrarían dentro de la enumeración del precepto, aunque sea en lugares o con promotores diferentes, mientras que sólo habría un Mercado de Deuda Pública en Anotaciones y un Mercado de Renta Fija, AIAF), y además cualquier otro tipo de mercados donde se negocie cualquier tipo de instrumento financiero. Debe señalarse además que, al haberse eliminado cualquier exclusividad en la negociación (18), en principio, los mercados secundarios oficiales que se creen al amparo del último apartado del número 2 del artículo 31 LMV podrán negociar cualquier valor u otro instrumento financiero (lo que no podrán hacer, sin embargo, ni los mercados de futuros y opciones ni el de Deuda Pública en Anotaciones).

Sobre este particular, hasta ahora había existido una cierta especialización en cuanto a los instrumentos financieros que se negociaban en cada uno de los mercados, con reserva en exclusiva de la negociación de acciones y otros valores que dieran derecho a la suscripción o

compra de valores, exclusiva que se residenciaba en las bolsas de valores (19). El artículo 31.3 de la Ley prevé que en los mercados oficiales secundarios (en cualquiera de ellos) podrán negociarse valores y otros instrumentos financieros que por sus características sean aptos para ello, si bien luego establece que se hará en los términos previstos en la propia LMV y en sus disposiciones de desarrollo. Esto hace imposible, en la práctica, que sea así. Sirva de ejemplo lo que establece el Real Decreto 1.814/1991, de 20 de diciembre, por el que se regulan los mercados oficiales de futuros y opciones, ya que para que este tipo de instrumentos financieros se pudieran negociar en otros mercados —por ejemplo en las bolsas de valores—, debería cumplirse con lo que acerca del régimen de sociedad rectora, se establece en este Real Decreto, muy diferente de lo que para las sociedades rectoras de las bolsas de valores establece el Real Decreto 726/1989, de 23 de junio, sobre sociedades rectoras en miembros de las bolsas de valores, sociedad de bolsas y fianza colectiva, que hacen incompatible, mientras estas normas reglamentarias no se modificaran, que una sociedad rectora de bolsa pueda llevar a cabo las funciones que llevan las sociedades rectoras de los mercados de opciones y futuros en España, lo que exigiría una modificación sustancial de sus actividades, ya que implican llevar a cabo actividades de compensación, liquidación y contrapartida central. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que, a la vista de la definición de mercado regulado que se contiene en la Directiva 2004/39 y a lo dispuesto en el artículo 40 de esta misma Directiva, parece, aunque es una cuestión, en todo caso, que no puede decirse que aclare de forma terminante la redacción de estos preceptos, que se pretende que cualquier mercado regulado pueda admitir cualquier tipo de instrumento financiero para su negociación, sin que deba existir especialidad o reserva alguna.

Por último, debe señalarse que, conforme a lo dispuesto en el art. 47 de la Directiva 2004/39, los estados miembros deben elaborar una lista de los mercados regulados que en él tengan su domicilio social o, a falta de éste, su sede central, que deberán remitir al resto de los estados miembros y a la propia Comisión, quien publicará una lista en el DOUE, actualizándola al menos una vez al año (20).

2.2. Autorización y operativa

Los mercados secundarios oficiales requieren, antes del comienzo de sus actividades, obtener autorización del Ministro de Economía y Hacienda a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, salvo que se trate de mercados de ámbito autonómico, en los que la autorización debe provenir de la comunidad autónoma donde se hallen domiciliados y vayan a desarrollar sus actividades (hay que entender siempre que la comu-

nidad tenga competencias en la materia), y también previa propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, ya que la redacción del número 1 del artículo 31bis, no muy clara en cualquier caso a este respecto, lo único que parece hacer es sustituir la autorización del Ministro de Economía y Hacienda por la de la comunidad autónoma, pero sin excluir en este segundo caso la propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Todos los mercados secundarios oficiales de valores tienen que tener una sociedad rectora bajo la forma de sociedad anónima, cuyas funciones son organizar, vigilar el funcionamiento y supervisar el mercado. Los miembros de su consejo de administración y las personas que efectivamente dirijan las actividades y operaciones del mercado han de tener una reconocida honorabilidad empresarial o profesional y contar con conocimientos y experiencia adecuados en materias relacionadas con los mercados de valores, a la vez que sus accionistas deben ser idóneos. Además, tiene que tener un capital social y unos recursos propios mínimos que se establecen reglamentariamente (21).

Es importante que ahora todo mercado secundario oficial debe tener un reglamento de mercado, «que contendrá como mínimo las reglas aplicables en materia de instrumentos financieros negociables, miembros, régimen de garantías, negociación, registro, compensación y liquidación de transacciones y supervisiones, disciplina del mercado y medidas de carácter organizativo, relativas, entre otras materias, a los conflictos de interés y a la gestión de riesgos». Son dos cuestiones fundamentales las que se derivan de esta previsión (artículo 31bis.2.g LMV). Por un lado, que este reglamento del mercado es obligatorio en todos los mercados secundarios oficiales. Hasta ahora sólo era obligatorio para los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones por imposición del Real Decreto 1.814/1991. Existía de hecho, ante la orfandad normativa bajo la que se creó el mercado secundario oficial de valores de renta fija AIAF (si bien no en su orden de aprobación de 1991, en una posterior de 1995 se aprobó precisamente el reglamento de este mercado), pero no lo era ni para el Mercado Secundario Oficial de Deuda Pública anotada ni para las bolsas de valores (sin que pueda entenderse que el Reglamento de Bolsas, aprobado por Decreto 1.506/1967, de 30 de junio, formalmente vigente en lo que no se oponga en la normativa en vigor, pero cuyos preceptos, en su inmensa mayoría deben entenderse derogados por incompatibles con la Ley del Mercado de Valores y los reglamentos de desarrollo de la misma, constituya el reglamento al que se refiere el artículo 31bis.2.g de la Ley del Mercado de Valores). Este reglamento del mercado, además, se convierte en una pieza fundamental de la organización y funcionamiento del mercado secundario oficial al que se ha de aplicar, y se

trata de una norma que es de carácter obligatorio (en el Real Decreto 1.814/1991, se la considera norma de ordenación y disciplina del mercado) pero se elabora por la propia Sociedad Rectora, si bien para su validez y entrada en vigor, así como las de sus modificaciones, se exige la previa aprobación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores o de la comunidad autónoma con competencia en la materia (para los reglamentos de los mercados secundarios oficiales de opciones y futuros se exigía la aprobación, hasta ahora, del Ministro de Economía y Hacienda, de tal manera que ahora la Ley del Mercado de Valores ha rebajado el nivel de autorización). Por otro lado, las comunidades autónomas competentes en esta materia pueden establecer, respecto de los mercados de carácter autonómico, las normas o reglas adicionales que estimen oportunas para su mejor organización y funcionamiento (artículo 31bis.6 de la Ley del Mercado de Valores).

2.3. *Negociación*

Con independencia de la posibilidad de negociación de cualquier instrumento financiero, a la que acabamos de hacer referencia, la admisión a negociación de éstos en los mercados secundarios oficiales está sujeta a un doble control: por un lado, a la verificación previa de la CNMV (si bien, respecto de las bolsas de valores, y sólo en cuanto a los valores negociables y no a otro tipo de instrumentos financieros, la verificación de la CNMV para la admisión a cotización en una de ellas servirá para el resto) y, por otro, al acuerdo de la sociedad rectora del mercado de que se trate, a solicitud del emisor (por lo que habrá que entender que no cabe solicitud de un tercero), teniendo en cuenta siempre que la verificación de la CNMV se sustituirá por la de la comunidad autónoma de que se trate respecto de instrumentos financieros cotizados sólo en un mercado de ámbito autonómico.

No obstante, no existe discrecionalidad de las sociedades rectoras, sino que en sus reglamentos o normas complementarias deben establecer reglas claras y transparentes de admisión, de tal manera que los instrumentos financieros admitidos a cotización puedan ser negociados de modo correcto, ordenado y eficiente; si son valores negociables, además libremente transmisibles, y si se trata de instrumentos financieros derivados, hay que garantizar que la formulación del contrato objeto de negociación permita una correcta formación de precios y existan condiciones efectivas de liquidación. Además, las sociedades rectoras de los mercados deben hacer que éstos dispongan de mecanismos eficaces para comprobar el cumplimiento de las obligaciones legales por parte de los emisores de valores negociables o admitidos a negociación, el acceso a la información obligatoria por parte de sus miembros y el seguimiento del cumplimiento de las condiciones de

negociación respecto de todos los instrumentos financieros admitidos a ella.

Por otro lado, deberán cumplirse los requisitos de admisión a cotización de valores negociables, participaciones en organismos de inversión colectiva e instrumentos derivados que se establecen en los artículos 35, 36 y 37 del Reglamento 1.287/2006.

En este punto de la admisión a cotización existe una cierta contradicción entre lo dispuesto en los artículos 32.1 LMV, en su redacción por el Real Decreto Ley 5/2005 de 11 de marzo, que entre otras cuestiones transponía la Directiva 2003/71/CE sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores, y 32bis.3 LMV, en la redacción dada por la Ley 47/2007. Efectivamente, en el artículo 32.1 LMV se establece que la admisión a cotización se hará a solicitud del emisor; sin embargo, en el 32bis.3 LMV se prevé que un instrumento financiero admitido a cotización en un mercado secundario oficial o en un mercado regulado de otro estado miembro puede ser admitido posteriormente a cotización en otro mercado secundario oficial «aun sin el consentimiento del emisor», bastando con que el mercado secundario oficial informe al emisor de esta circunstancia, si bien en este caso el emisor no está obligado a facilitar directamente la información que se requiere en el artículo 32bis.2 LMV para la comprobación por parte de la sociedad rectora de que se cumple con todos los requisitos para que los valores negociables u otros instrumentos financieros admitidos a negociación precisamente se negocien, debiendo ser entonces la sociedad rectora del segundo mercado quien se ocupe de obtener y difundir esa información. La forma de cohonestar estos dos preceptos debe ser necesariamente que la primera admisión a cotización, cuando sea en España, exigirá que sea solicitada por el emisor, pero las admisiones a cotización siguientes, en España (sea éste el Estado miembro donde se admitió por primera vez, o el segundo o sucesivos, si la primera admisión se hizo en otro Estado) o fuera de nuestro país (conforme a la normativa de éste, que si es Estado miembro de la UE, será similar, pues la norma española no es sino transposición de MiFID, art. 40.5 de la Directiva 2004/39), podrán hacerse por cualquier interesado, siempre naturalmente con el consentimiento de la sociedad rectora de este segundo mercado donde se quieran cotizar, que aquí sí que podrá denegar la admisión cuando entienda que le va a ser imposible obtener o difundir la información obligatoria relativa al instrumento financiero en cuestión a que se refiere el artículo 32bis y su normativa reglamentaria de desarrollo.

Se otorga la posibilidad de suspender la negociación de un instrumento financiero cuando deje de cumplir con los requisitos legales y reglamentarios, salvo que la

decisión de suspensión pudiera causar un perjuicio grave a los intereses de los inversores o al funcionamiento ordenado del mercado, a la sociedad rectora del mercado secundario oficial donde se negocie. Esto es una atribución nueva, que proviene de las disposiciones de la Directiva 2004/39 (art. 41). Sin embargo, se mantiene la capacidad de suspensión en favor de la CNMV cuando se den similares circunstancias, y, en todo caso, cuando sea la sociedad rectora quien suspenda debe notificarlo de inmediato a la CNMV. En caso de suspensión, las entidades rectoras de los sistemas multilaterales de negociación y aquellas entidades que lleven a cabo procedimientos de internalización sistemática también están obligadas a suspender la negociación del instrumento financiero de que se trate (artículo 33 LMV). Las mismas reglas son aplicables para la exclusión de la negociación (artículo 34 LMV), sin perjuicio de las posibilidades que tiene el emisor de solicitar la exclusión de negociación cuando lo estime oportuno, ni de la obligatoriedad, en su caso, de lanzamiento de una oferta pública de adquisición de los valores afectados por la exclusión (artículo 34.5 LMV) (22).

Finalmente, en cuanto a las operaciones de los mercados secundarios oficiales, y como también se adelantó en la introducción, son aquellas que se hacen a título de compraventa, aunque también cualesquiera otros negocios onerosos de cada mercado, cuando se realicen sobre valores negociables otros instrumentos financieros admitidos a negociación y se efectúen en ese mercado con sujeción a sus reglas de funcionamiento. Cualquier otra transmisión a título oneroso diferente, o que se haga fuera de mercado, y cualquier transmisión a título lucrativo, se entiende que no tienen la consideración de operaciones de mercado, aunque los valores o instrumentos financieros sobre los que recaigan se encuentren admitidos a negociación en un mercado secundario oficial.

En realidad, esta definición se compadece mal con la que se contiene en el artículo 5 del Reglamento 1.287/2006 de la Comisión, teniendo además en cuenta que es norma de desarrollo de la MiFID en este ámbito; en él se establece de forma expresa que «las referencias a una operación se entenderán como referencias únicamente a la compra y venta de un instrumento financiero»; del mismo modo, las referencias que se contienen en la Directiva 2004/39 a lo que son órdenes y operaciones de mercado, siempre se refieren a acuerdos de compra o de venta de instrumentos financieros; véase, por ejemplo, el artículo 4.1.5, al definir la ejecución de órdenes por cuenta de clientes (23).

Por lo demás, las reglas específicas para los distintos tipos de mercados secundarios oficiales se desarrollan en capítulos específicos de la LMV, dedicándose los artículos 45 a 52.ter a las bolsas de valores, del

55 al 58 al Mercado de Deuda Pública en Anotaciones (curiosamente, en el artículo 55 se establece que tiene este mercado por objeto la negociación de valores de renta fija representados mediante anotaciones en cuenta emitidos por el Estado y otras entidades de derecho público; sin embargo, como es sabido, en realidad, este mercado no opera exactamente así, tratándose más bien de un sistema de registro que la propia LMV, en su artículo 57 defiere a Iberclear), el artículo 59 a los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones, y nada se dice del Mercado de Renta Fija AIAF dentro de la Ley, aparte de haberlo enumerado como un mercado secundario oficial. A los anteriores preceptos legales habrá que añadir los desarrollos reglamentarios de la LMV y, ahora para todos los mercados secundarios oficiales, lo que dispongan sus respectivos reglamentos de mercado.

2.4. La transparencia

El elemento fundamental de diferenciación entre los sistemas multilaterales de negociación y los internalizadores sistemáticos, respecto de los mercados secundarios oficiales, viene determinado por los requisitos de transparencia del mercado y de eficiencia en la formación de los precios. Sobre este tema se contienen diversas previsiones en el Reglamento 1.287/2006 (artículos 17 y siguientes), en los artículos 44 y 45 de la Directiva 2004/39 (en lo que se refiere a los mercados regulados; respecto de los SMN las normas se encuentran en los artículos 29 y 30, y en cuanto a los internalizadores sistemáticos fundamentalmente en el artículo 27) y en la LMV (artículo 43).

Los requisitos de transparencia se concretan, en lo que a los mercados secundarios oficiales se refiere, en la difusión de información respecto de las operaciones sobre acciones admitidas a negociación en ellos (es curioso que la LMV no se refiere a otros instrumentos financieros) en cuanto a las posiciones de compra y venta existentes en cada momento y a las operaciones ya concluidas en el mercado. En lo que al resto de instrumentos financieros se refiere, serán el Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación, la CNMV quienes determinen en qué se materializan estas obligaciones (24). Por otro lado, los mercados secundarios oficiales, previamente a la negociación, deben hacer pública la información sobre precios de compra y venta existentes en cada momento y la profundidad de las posiciones de negociación a esos precios, lo que deberán difundir a través de sus propios sistemas y ponerse a disposición del público «en condiciones comerciales razonables» (es decir, sin cobrar importes excesivos por encima del propio coste de elaboración de esos datos y de su difusión) y de forma continuada en el horario normal de negociación, si bien, a la vista del modelo de

mercado y al tipo y volúmenes de las órdenes, queda la CNMV facultada para eximir a algún mercado secundario oficial de publicar esta información, así como para no exigir la información antedicha en caso de operaciones de gran volumen en comparación con el volumen estándar del mercado para esas acciones en concreto o para ese tipo de acciones.

Respecto de la transparencia post-contractual, es preciso que los mercados secundarios oficiales hagan pública información sobre precio, volumen y hora de ejecución con respecto a las operaciones realizadas sobre acciones admitidas a cotización en ellos, que deberá también ponerse a disposición del público en condiciones comerciales razonables y, en la medida de lo posible, en tiempo real. También cabe la posibilidad de que la CNMV autorice aplazar la publicación de estos datos en función del tipo o volumen de las operaciones, sobre todo cuando sean de gran volumen por comparación con el estándar del mercado o con el tipo de acción de que se trate, si bien, antes del aplazamiento de la información, deben obtener de la CNMV aprobación sobre los métodos que van a utilizar para informar de forma diferida, métodos que deben estar a disposición del público y de los miembros del mercado de forma tal que puedan entenderlos fácilmente.

La CNMV, cuando autorice a algún mercado secundario oficial a no revelar la información en los términos estrictamente legales, tanto para la pre como para la post-contractual, debe dispensar el mismo trato a todos los demás mercados secundarios oficiales y sistemas multilaterales de negociación que se encuentren en las mismas circunstancias, de forma no discriminatoria.

Por su parte, las sociedades rectoras de los mercados secundarios oficiales deben posibilitar a los internalizadores sistemáticos la posibilidad de acceder, en condiciones comerciales razonables y de forma no discriminatoria, a los sistemas de difusión de información que tengan establecidos.

Además, cuando se trate de mercados secundarios oficiales de carácter autonómico, la comunidad autónoma en cuestión tendrá la posibilidad de establecer cualquier otro deber de información (artículo 43.8 LMV), pero aunque la redacción de la LMV es ésta, es decir «cualquier otro deber de información», debe entenderse que se trata de un deber «adicional», ya que los deberes de información establecidos en el artículo 43 de la LMV son inexcusables e inmodificables, por tratarse de una transposición de lo dispuesto en los artículos 44 y 45 de la Directiva 2004/39.

Por último, debe tenerse en cuenta lo dispuesto en los artículos 17 a 20, inclusive, del Reglamento 1.287/2006, referidos a la transparencia pre-negociación y post-nego-

ciación, tanto de mercados regulados como de sistemas multilaterales de negociación, que a efectos de este Reglamento tienen idéntico tratamiento. En estos preceptos del Reglamento se detallan los contenidos de la información sobre cada acción admitida a negociación en un mercado regulado (y hay que entender que también respecto de un sistema multilateral de negociación donde se negocien las admitidas a negociación en aquél), con obligaciones muy detalladas, que incluyen incluso la elaboración de cuadros con su contenido, del mismo modo que se establecen las reglas a las que deben atenerse las autoridades competentes, en el caso español, la CNMV (no las comunidades autónomas, dado que éstas sólo pueden imponer obligación adicional y, por tanto, no la contemplada en la Directiva 2004/39, y en consecuencia pueden también dispensar en los términos que estimen oportunos, con la discrecionalidad contemplada en su caso en las normas autonómicas aplicable, de cumplir con estas obligaciones adicionales que ellas mismas hayan impuesto), incluidas las reglas de exención respecto de las operaciones de elevado volumen.

3. Los sistemas multilaterales de negociación

3.1. Comparación con los mercados regulados

El considerando 6 de la Directiva 2004/39 se refiere a las definiciones de mercado regulado y de sistema multilateral de negociación indicando que «deben alinearse estrechamente entre sí para reflejar que cubren las mismas funciones de negociación organizada». Por eso, cuando se definen sistema de negociación multilateral o SMN (recordemos que se ha alterado el orden del adjetivo en la Ley del Mercado de Valores) y mercado regulado en el artículo 4, ambas definiciones son muy similares. Así, mercado regulado se define como «sistema multilateral, operado o gestionado por un gestor del mercado, que reúne o brinda la posibilidad de 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 al contrato con respecto a los instrumentos financieros admitidos a negociación conforme a sus normas o sistemas, y que está autorizado y funciona de forma regular», mientras que sistema de negociación multilateral es el «sistema multilateral, operado por una empresa de inversión o por un gestor del mercado, que permite reunir -dentro del sistema y según normas no discrecionales- los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contratos».

Vemos, pues, que el contenido de las dos definiciones es sustancialmente el mismo y las diferencias son más bien de detalle, pero no esenciales. Por un lado, el

mercado regulado solamente puede estar gestionado por un gestor del mercado, que no sólo lo puede gestionar sino también operarlo (25); el sistema multilateral, sin embargo, está operado por una empresa de inversión o por un gestor de mercado, es decir, se elimina la referencia a gestionado (no se entiende muy bien por qué, aunque sin duda por el menor peso reglamentario y de supervisión que el gestor del SMN tiene frente al gestor de un mercado regulado) y, por otro lado, se establece que no sólo puede estar operado por un gestor del mercado (equivalente a una sociedad rectora), sino también por una simple empresa de servicios de inversión que tenga como parte de su actividad propia la prestación de este servicio. Otra diferencia es que en la definición de mercado regulado se dice que el sistema «reúne o brinda la posibilidad de reunir», mientras que el sistema de negociación multilateral «permite reunir», lo cual tampoco parece que sea una diferencia sustancial, porque si permite reunir y se reúne acabará sucediendo lo mismo que en un mercado regular. Una tercera diferencia radicaría en que el mercado regulado se rige «según sus normas», mientras que el sistema multilateral de negociación se rige «según normas», de donde parece que en los mercados secundarios oficiales, o mercados regulados, las normas deben siempre haberse elaborado o aprobado por la sociedad rectora de forma necesaria, mientras que en los SMN esto puede no ser así.

La mayor diferencia se observa en la definición del mercado regulado, cuando se indica que los contratos a los que da lugar esa puesta en común de intereses tienen como objeto «los instrumentos financieros admitidos a negociación conforme a sus normas o sistemas», especificación que no se encuentra en la definición de sistema de negociación multilateral, de donde parece deducirse que estos últimos no admiten a negociación instrumento financiero alguno, sino que debe tratarse siempre de un instrumento financiero negociado en un mercado regulado previamente de tal manera que en el SMN lo único que habrá será una negociación en paralelo. Sin embargo, lo cierto es que cuando, en el título II de la Directiva 2004/39, se regulan los sistemas multilaterales de negociación, no se exige en modo alguno que los instrumentos financieros negociados en éstos se encuentren previa y necesariamente admitidos a negociación en un mercado regulado, sino que cabría perfectamente que se negociaran directa y exclusivamente en el sistema multilateral de negociación (26) de que se trate (véase el artículo 14 de la Directiva 2004/39, que regula el proceso de negociación y conclusión de operaciones en un SMN), por lo que debe descartarse la anterior conclusión.

Así, la diferencia conceptual entre ambos sistemas de negociación es mínima, y se encuentra en la forma en que se negocia en unos y otros, y en la supervisión

que el organismo rector ejerce sobre la operativa y el cumplimiento normativo, a la vez que en la forma en que éste es a su vez supervisado por las autoridades competentes, donde se observa claramente una mayor formalidad en la negociación y una mayor intensidad en la supervisión en los mercados regulados.

3.2. Autorización y operativa

La normativa española de transposición ha incorporado un título XI a la Ley del Mercado de Valores, cuyo capítulo I se consagra a los sistemas multilaterales de negociación, y el capítulo II a disposiciones comunes a éstos y a los mercados secundarios oficiales, si bien este último contiene un único artículo (el 127) relativo sobre todo a medidas coercitivas, por lo que no es de especial relevancia en cuanto a la organización y funcionamiento de los sistemas o de los mercados secundarios.

La norma española es mucho más detallada en cuanto a los requisitos que debe tener un sistema multilateral de negociación para ser considerado como tal que lo que dispone la MiFID. Por un lado, establece que la operación del sistema debe estar conferida a una empresa de servicios de inversión o a una sociedad rectora de un mercado secundario oficial, aunque añade también que o a «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 ciento por ciento 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». En esta definición se observan varias cuestiones que, por un lado, parecen clarificar la Directiva 2004/39, y por otro, se apartan ligeramente de ella, aunque no necesariamente de forma contradictoria.

Por un lado, aunque habla de sistema operado, después se refiere a gestión del sistema, de donde parece deducirse que la Ley del Mercado de Valores (muy razonablemente, por otra parte) equipara operación y gestión, por lo que no existe diferencia entre un mercado secundario y un sistema multilateral de negociación en este sentido. En segundo lugar, se refiere a la contratación «dentro del sistema y según sus normas», es decir, también está estableciendo que las normas deben emanar del propio sistema. En realidad, aunque aquí se aparta de la redacción literal de la Directiva 2004/39, a la que antes nos referimos, no es contraria a ella, pues nada impide que se aclare en este sentido la redacción de aquélla, porque allí no se prohíbe ni se da indicación de qué normas deben ser éstas, por lo cual, lo único que hace la ley española es aclarar que son las propias normas del SMN, como, por otra parte, es también lógico.

La única diferencia es que permite que el organismo rector no sólo pueda ser una empresa de servicios de inversión o una sociedad rectora, sino también una entidad específicamente constituida al efecto por una o varias rectoras, que deben poseer la totalidad de su capital social, y que tiene que tener ese objeto social exclusivo. En este punto sí que se genera una duda importante. Si la gestión de un sistema multilateral de negociación es un servicio de inversión, (anexo I, sección a, apartado 8 de la Directiva MiFID), necesariamente quien lo gestione u opere debe tener el carácter de empresa de servicios de inversión (o entidad de crédito habilitada al efecto) o de sociedad rectora, y ninguna otra entidad podrá llevarlo a cabo sin infringir lo dispuesto en la Directiva MiFID. Por tanto, habrá que entender que, cuando una o varias rectoras constituyan una entidad al efecto de gestionar un sistema multilateral de negociación, esta entidad deberá, necesariamente, adoptar la forma de empresa de servicios de inversión.

A pesar del paralelismo entre mercados secundarios oficiales y sistemas multilaterales de negociación, el nivel de autorización es significativamente inferior respecto de estos últimos. En principio, su constitución es libre, si bien sujeta a una verificación previa de la CNMV sobre si la empresa de servicios de inversión o la sociedad rectora del mercado secundario oficial o entidad constituida al efecto tiene las autorizaciones necesarias para operar así, y reúne los requisitos de acceso que se contienen en los artículos 66 y 67 LMV. Es por esto, sin duda, por lo que se ha eliminado una doble autorización, ya que para ser empresa de servicios de inversión o sociedad rectora hace falta autorización del Ministro de Economía, autorización que contempla un programa de actividades y un objeto social en el que debe estar incluida, para poder prestar estos servicios, la gestión de sistemas multilaterales de negociación, por lo que ahora la CNMV lo único que tiene que confirmar es que esto es así, es decir, que se trata de una entidad que puede prestar el servicio de inversión de gestión de un sistema multilateral de negociación (artículo 63.1.h).

La entidad rectora del sistema es responsable de la organización y funcionamiento de éste, y deber tener además los medios necesarios para gestionarlo, es decir, parece que no puede subcontratar la prestación de los servicios esenciales (habrá que entender que aquéllos que sean meramente accesorios, sí). A su vez, estas entidades deben elaborar un reglamento de funcionamiento para gestionar el sistema, reglamento que debe ser autorizado por la CNMV y someterse a un régimen de publicidad que se determinará reglamentariamente, pero necesariamente con inscripción en el correspondiente registro de la CNMV (que debe entenderse que deberá hacerse accesible al público en general en este punto). El contenido del reglamento, detallado en el número 3 del artículo 120 LMV, debe registrarse por criterios transpa-

rentes, objetivos y no discriminatorios, y regular, al menos, los instrumentos financieros que pueden negociarse, la información que estará disponible, los tipos de miembros, el régimen de garantías, cómo se accede a la condición de miembro, modalidades de transacciones, supuestos de interrupción, suspensión y exclusión de la negociación, reglas de difusión de información previa y post-contractual, métodos previstos o admisibles de liquidación y compensación, en su caso, si va a existir entidad de contrapartida central u otro mecanismo similar, métodos de supervisión y control de la observancia del reglamento, normas de disciplina para los supuestos de incumplimiento (independientes de las sanciones administrativas que pudieran proceder) y procedimientos de comunicación a la CNMV de las incidencias o conductas que puedan constituir infracciones de la legislación aplicable, incluida la del propio reglamento.

Es de destacar que, en las operaciones realizadas entre los miembros o entre el sistema y sus miembros, no se aplicarán las normas sobre protección a los clientes que se contienen en los artículos 79bis, 79ter y 79sexies de la LMV, sin perjuicio de que los miembros sí deban cumplirlas respecto de sus clientes en la ejecución de las órdenes de éstos.

3.3. *Transparencia*

Los sistemas multilaterales de negociación deben asegurarse de que existe información pública disponible para permitir a los usuarios formarse una opinión sobre los instrumentos negociados en el sistema, teniendo en cuenta la naturaleza de los que van a ser sus usuarios y los instrumentos que en él se negocien. Se reitera el principio de que las entidades emisoras de los valores negociables admitidos a cotización en un mercado secundario oficial que también se negocien en un SMN no están obligadas a proporcionar información inicial ni puesta al día de ésta de forma continuada, si no aceptaron esta segunda negociación.

Una obligación adicional de las entidades rectoras de un sistema multilateral de negociación es adoptar las medidas necesarias para facilitar la liquidación eficiente de las operaciones realizadas en el sistema, informando claramente a los usuarios del nivel y contenido de la responsabilidad que la entidad asume en dicha liquidación.

Por último, existen obligaciones de transparencia anteriores y posteriores a la negociación, que son muy similares a las establecidas para los mercados secundarios oficiales (Robles, 2007: 51-56). Los sistemas multilaterales de negociación están obligados a difundir información públicamente sobre las operaciones sobre acciones admitidas a negociación en el sistema, siem-

pre que a la vez se encuentren negociadas en mercados regulados, relativas a las publicaciones de compra y venta existentes en cada momento. Nótese que no se debe difundir esa información sobre otro tipo de instrumentos financieros, salvo que el Ministro de Economía y Hacienda extienda esta obligación, ni tampoco cuando se trate de acciones negociadas sólo en el sistema, salvo también que el Ministro de Economía así lo estableciera. Quedaría, sin embargo, excluida en todo caso la relativa a las acciones que se negocien en más de un sistema multilateral de negociación, pero en ningún mercado secundario oficial.

Respecto del contenido de la información pública mínima, se referirá a los precios corrientes de compra y venta existentes en cada momento y a la profundidad de las posiciones de negociación a esos precios, debiendo esta información ponerse a disposición del público en condiciones comerciales razonables y de forma continua en el horario normal de negociación. En cuanto a los requisitos de transparencia posteriores a la negociación, sólo respecto a acciones admitidas a negociación en el sistema que además lo sean en otros mercados regulados, de nuevo con la posibilidad de que el Ministro de Economía y Hacienda extienda esta obligación, debe hacerse pública información sobre las operaciones ya concluidas que contenga precios, volúmenes y hora de ejecución, información que debe ponerse a disposición de público en condiciones comerciales razonables y en tiempo real, siempre que sea posible, aunque no hará falta publicar estos datos cuando las operaciones que se realicen en un sistema multilateral de negociación se hagan públicas mediante los sistemas de un mercado secundario oficial u otro mercado regulado. Como ocurría con los mercados secundarios, la CNMV puede, en condiciones similares a las allí expuestas, exonerar de publicar información pre-contractual o permitir aplazar la publicación de las operaciones ya realizadas. También pueden las comunidades autónomas establecer requisitos adicionales de transparencia para los mercados que tengan ámbito exclusivamente autonómico, en las mismas condiciones expuestas al tratar de los mercados secundarios oficiales.

A su vez, el Reglamento 1.287/2006 también contiene reglas específicas sobre transparencia, en sus artículos 17 a 20 para la pre-contractual y 27 a 30 para la post-contractual, que tienen contenido equivalente para los dos tipos de sistemas de negociación.

4. Internalizadores sistemáticos

4.1. *Caracterización*

La Directiva 2004/39 define los internalizadores sistemáticos como empresas de inversión que, de forma

organizada, frecuente y sistemática, negocian por cuenta propia la ejecución de órdenes de clientes al margen de cualquier otro sistema organizado, sea un SMN o un mercado regulado.

No estamos, pues, ya ante sistemas de negociación, sino ante empresas de servicios de inversión o entidades de crédito que prestan servicios de inversión que ejecutan, por cuenta propia y frente a sus clientes, siempre al margen de un mercado secundario oficial o de otro mercado regulado comunitario o de cualquier sistema multilateral de negociación, operaciones derivadas de órdenes de clientes sobre acciones admitidas a negociación en mercados regulados (por tanto, no cuando sean sólo en sistemas multilaterales de negociación), siempre que lleven a cabo este tipo de actividades de forma organizada, frecuente y sistemática (artículo 128.1 LMV).

También existe una delimitación negativa, es decir, que no se considerará que se actúa como internalizador sistemático cuando, aparte de no llevarse a cabo de forma organizada, frecuente y sistemática, se limita a una negociación en base bilateral ad hoc e irregular entre contrapartes mayoristas, por volúmenes superiores al estándar del mercado o cuando las operaciones se desarrollan fuera de los sistemas utilizados habitualmente por la empresa para las actividades que lleva a cabo como internalizador sistemático, es decir, si hay negociaciones bilaterales con otro profesional por volúmenes altos o por canales diferentes a los que se utilizan para la internalización sistemática.

Existen limitaciones en cuanto a la actuación de los internalizadores sistemáticos, por cuanto las órdenes de los clientes tienen que tener un importe igual o inferior al volumen estándar del mercado que corresponda al valor en cuestión, volumen estándar calculado a escala comunitaria, y sujeto a una serie de reglas de cálculo que se contienen en la propia LMV (art. 128) y en el Reglamento 1.287/2006 (arts. 22 a 26), con obligación de la CNMV de publicar circulares sobre la categoría de acciones respecto de las que se puede ejercitar internalización sistemática y demás circunstancias necesarias para que quienes la lleven a cabo puedan cumplir con las obligaciones legales (circulares no publicadas hasta ahora).

Sin embargo, el artículo 21 del Reglamento 1.287/2006 contiene una caracterización distinta de la internalización sistemática. Por un lado (artículo 21.1), y siguiendo en este punto estrictamente la definición de internalizador sistemático que se contiene en el artículo 4.1.7 de la Directiva 2004/39, no se limita a las órdenes de clientes sobre acciones admitidas a negociación en mercados regulados, sino también en sistemas multilaterales de negociación. Por tanto, aquí la LMV no se acomoda a MiFID, si bien, como quiera que el Reglamento

1.287/2006 es de aplicación directa, queda solventada por este medio esta discrepancia, por lo que los internalizadores sistemáticos, también en España, podrán contratar cuando se trate de acciones negociadas en sistemas multilaterales de negociación.

Aclara el Reglamento 1287/2006 que se entenderá no sólo que la actividad de internalización sistemática debe hacerse de forma organizada, frecuente y sistemática, sino que tendrá que suponer un aspecto comercial importante para el internalizador, siguiendo normas o procedimientos no discrecionales, llevada a cabo por personal o mediante sistemas técnicos automatizados asignados a este fin, y como actividad disponible para los clientes de forma regular o continua (art. 21).

4.2. Operativa

Los internalizadores podrán dejar de actuar como tales respecto de una o más acciones siempre que lo anuncien previamente utilizando los mismos canales de información que usaron para publicar sus cotizaciones o, si no fuera posible, utilizando un canal que sea igualmente accesible para sus clientes y otros participantes en el mercado (debe entenderse que, en general, en cualquier sistema donde esos valores se coticen).

Además (artículo 24 del Reglamento 1287/2006) se obliga a los internalizadores sistemáticos a mantener, para cada acción líquida respecto de la que llevan a cabo esta actividad, una cotización o cotizaciones que tengan un precio cercano a cotizaciones comparables para la misma acción en otros sistemas de negociación, y un registro de sus precios de cotización, que se mantendrán durante un periodo mínimo de doce meses. Asimismo, se contienen reglas sobre la ejecución de órdenes a los efectos de determinar si se trata de operaciones únicas o múltiples, si suponen riesgos considerablemente excesivos respecto de lo que sería normal y sobre qué ha de entenderse por volumen habitualmente realizado por un inversor minorista, que se fija en 7.500 euros.

En cuanto a la ejecución de órdenes en sí misma, como quiera que operan por cuenta propia, contiene la Ley (artículo 130 LMV) algunas precauciones de protección a los inversores, contrapartes de los internalizadores sistemáticos, especialmente a los minoristas, pero a la vez otorgando una flexibilidad mayor que si se tratara de operaciones de mercado. Así, aunque no quedan exonerados de cumplir con lo que dispone el artículo 79.sexies de la LMV, los internalizadores sistemáticos deben ejecutar las órdenes que reciban de sus clientes minoristas a los precios cotizados en firme y en vigor en el momento de la recepción de la orden, obligación que también se aplicaría a los clientes profesionales contraparte, si bien podrán ejecutarlas a precio mejor que

el ofrecido en firme en caso justificado, siempre que este precio se encuentre en un intervalo de carácter público (no se explica qué quiere decir con este carácter público, aunque debe entenderse que se refiere a que será de conocimiento público) próximo a las condiciones de mercado, y siempre que las órdenes sean de un volumen mayor al volumen habitualmente realizado por un inversor minorista.

Cuando se trata de operaciones en las que se ejecutan compraventas sobre varios valores, pero son parte de una única operación, o en caso de órdenes sujetas a condiciones distintas del precio actual de mercado, los internalizadores sistemáticos pueden también, además, ejecutar órdenes procedentes de sus clientes profesionales a precios distintos de los cotizados, y sin cumplir con la regla de que el precio se encuentre dentro de un intervalo de carácter público próximo a las condiciones de mercado o por volumen mayor al que realiza un inversor minorista.

Si las acciones objeto de la internalización sistemática tienen un mercado líquido, los internalizadores deberán hacer públicas cotizaciones en firme con carácter general, de tal manera que los posibles interesados las puedan conocer de forma fácil y tengan acceso a ellas en condiciones comerciales razonables. Si no existe mercado líquido, los internalizadores podrán limitarse a difundir sus cotizaciones en firme a sus clientes, pero sólo a petición de éstos. Los internalizadores también tienen la capacidad de decidir el volumen o volúmenes de las órdenes para las que dan cotización, y si es respecto de una acción concreta, incluyendo uno o varios precios de compra y/o uno o varios precios de venta para uno o varios tamaños de orden inferiores al volumen estándar del mercado para la acción en concreto. Los precios de cotización deben reflejar las condiciones vigentes en el mercado para dicha acción; debe entenderse como mercado aquí los sistemas en que se encuentren negociadas estas acciones. La difusión de los precios se efectuará de forma regular y continua durante el horario normal de negociación, pudiendo actualizarse en cualquier momento, incluso retirarla en circunstancias excepcionales.

Se confiere una cierta flexibilidad a los internalizadores sistemáticos, ya que pueden elegir, basándose en la política comercial que lleven a cabo, y siempre que lo hagan de forma objetiva y no discriminatoria, a qué inversores dan acceso a sus cotizaciones, siempre que tengan unas normas claras que lo regulen. Además, pueden suspender o negarse a entablar relaciones comerciales con un determinado inversor en función de consideraciones comerciales, siempre que tengan carácter objetivo, como, por ejemplo (artículo 131 LMV), por razón de la situación financiera del inversor, el riesgo de contrapartida o el de la liquidación final de la operación.

También pueden limitar el número de operaciones de un mismo cliente que se comprometen a ejecutar a los precios en firme anunciados, a fin de limitar el riesgo derivado de quedar expuestos a operaciones múltiples de un mismo cliente, y limitar también el número total de operaciones de distintos clientes que ejecutarían al mismo tiempo cuando el volumen de las órdenes recibidas exceda considerablemente el que sería normal (27).

Se contienen, por último, algunas normas específicas sobre órdenes que reciben internalizadores sistemáticos que cotizan una sola acción o con cotización más elevada que el volumen estándar de mercado o cuando se dan cotizaciones para distintos volúmenes y se reciben órdenes comprendidas entre dichos volúmenes.

4.3. *Transparencia*

Por otra parte (artículo 129 LMV y artículo 25.3 del Reglamento 1.287/2006), se establecen algunas obligaciones pre y post-contractuales respecto de los internalizadores sistemáticos. Por una parte, si un internalizador sistemático limita el número o volúmenes de órdenes que se compromete a ejecutar, lo tiene que establecer de forma escrita (debe entenderse que también sirve la vía informática) y ponerlo a disposición de los clientes y posibles clientes, con indicación de las medidas destinadas a impedir que esta limitación se traduzca en un trato discriminatorio hacia cualquiera de ellos.

En cuanto a la información post-contractual, los internalizadores sistemáticos deben hacer público el volumen y el precio de las operaciones que han llevado a cabo fuera de los mercados regulados o sistemas multilaterales de negociación, siempre que se trate de acciones negociadas en aquéllos, así como la hora en que se han concluido, haciendo pública esta información lo antes posible, de manera fácilmente accesible y en condiciones razonables para los interesados, pudiendo ser autorizados a aplazar la información, en las mismas condiciones que los SMN y los mercados secundarios oficiales, mediante autorización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

V. SUJETOS DE LA NEGOCIACIÓN

El número de los participantes en la negociación de instrumentos financieros, tanto en mercados secundarios como en sistemas multilaterales de negociación, no ha cambiado sustancialmente sobre la que existía con anterioridad, y en lo que a internalización sistemática se refiere, quienes pueden hacerla son entidades que ya podían prestar servicios de inversión y ser miembros de los mercados secundarios oficiales (no estrictamente

de los SMN, por cuanto no existían, pero sí de lo que fue su precedente español, los SON).

1. Rectores

Desde el punto de vista de las entidades rectoras, los mercados secundarios oficiales siguen teniendo necesidad de una sociedad rectora especializada (cuyos requisitos de capital, estructura y organizativos no han variado), los sistemas multilaterales de negociación pueden tener como rectora o a una sociedad especializada o a una empresa de servicios de inversión (del mismo modo que sucedía con los equivalentes *avant la lettre* en el ordenamiento español, sistemas organizados de negociación, aunque respecto de éstos la entidad rectora sólo podía ser una empresa de servicios de inversión, y no una entidad rectora específica con un carácter diferenciado), y quienes pueden prestar servicios de internalización sistemática son, como ya se ha visto, solamente empresas de servicios de inversión o entidades de crédito.

2. Intermediarios y miembros

Por otra parte, ahora parece que cada mercado secundario oficial o cada sistema multilateral de negociación determinará libremente (aunque, desde luego, sin posibilidad de discriminar subjetivamente) quiénes pueden ser miembros de sus sistemas de negociación, pero, en la medida en la que se trate de intermediar a favor o por cuenta de terceros, necesariamente deben ser entidades habilitadas a prestar servicios de inversión, y en España sólo pueden hacerlo las entidades de crédito o las empresas de servicios de inversión.

Hay que entender que es el mismo régimen en toda la Unión Europea, por virtud de lo que dispone la MiFID, ya que, al definir los servicios de inversión, incluye la necesidad de que quienes los presten estén especialmente habilitados para ello cuando lo lleven a cabo como profesión o actividad habitual (artículo 5 de la Directiva 2004/39), y debe entenderse que la negociación como miembro de un sistema multilateral de negociación o de un mercado regulado con carácter habitual o profesional es siempre una prestación de servicios de inversión (conforme a lo dispuesto en los apartados 1, 2 y 3 de la sección A del anexo I de la Directiva 2004/39 y, en el ámbito del Derecho interno español, conforme a lo que dispone el artículo 63.1 apartados a), b) y c) de la LMV).

Así pues, y teniendo en cuenta las limitaciones que la propia LMV impone al conjunto de las empresas de servicios de inversión sobre los servicios que pueden prestar, no podrán participar en la negociación por cuenta propia más que las sociedades de valores y las entida-

des de crédito, o entidades equivalentes dentro del ámbito de la Unión Europea, en los términos de la Directiva 2.000/12/CE, si bien se debe permitir el acceso al mercado, aunque parece que no para que presten servicios de inversión a terceros, sino sólo para negociar por cuenta propia (ex artículo 42.3 de la Directiva 2004/39), a personas que sean idóneas o posean un nivel suficiente de aptitud y competencia en materia de negociación, en su caso, con medidas de organización adecuadas y que dispongan de recursos suficientes para el cumplimiento de sus obligaciones, siempre en función de los mecanismos financieros que el mercado regulado pueda haber establecido para liquidar las operaciones (28).

Con más razón, aunque la anterior normativa es aplicable sólo a los mercados regulados, también se aplicará a los sistemas multilaterales de negociación la última de las posibilidades indicadas, ya que en éstos, sujetos a menores exigencias organizativas, la determinación de quiénes sean sus miembros viene fijada fundamentalmente por el propio SMN, si bien, siempre, teniendo en cuenta que la prestación de servicios de inversión es una actividad regulada y exclusiva de quienes están habilitados para ello.

En cualquier caso, la aceptación como miembros o participantes de un mercado regulado o de un sistema multilateral de negociación no se les puede imponer a sus entidades rectoras, ya que es una facultad del mercado o del sistema decidir a quién acepta, si bien no podrán actuar de forma discriminatoria. La Ley del Mercado de Valores parece sólo contemplar como posibles prestadores de servicios de inversión, incluida la negociación por cuenta propia (que está incluida en el apartado 1 del artículo 63, y por tanto es de las que suponen necesidad absoluta de estar habilitado para ello, conforme al artículo 64.7 y, en cuanto a las entidades de crédito, al artículo 65 de la LMV), a las empresas de servicios de inversión y a las entidades de crédito. No obstante, cuando la LMV regula determinados mercados secundarios, incluye la posibilidad de que haya otro tipo de entidades que participen como miembros. Así, por ejemplo, en el artículo 59.3 se establece que también pueden ser miembros de los mercados de opciones y futuros, aunque sólo para negociar por cuenta propia o por cuenta de entidades de su grupo, determinadas personas jurídicas que reúnan los requisitos establecidos bien en las normas de desarrollo de la LMV, bien en los reglamentos del mercado de estos mercados secundarios oficiales. También existe una previsión similar en el artículo 58 LMV respecto del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, en que se establece que podrán ser entidades gestoras quienes cumplan los requisitos que establezca el reglamento del mercado.

Por su parte, la norma general sobre miembros de los mercados secundarios oficiales, contenida en el artícu-

lo 37 LMV, hace una enumeración de los potenciales miembros que incluye: a) las empresas de servicios de inversión habilitadas para negociar por cuenta propia o ejecutar órdenes de terceros; b) las entidades de crédito españolas; c) las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito autorizadas en otros estados miembros de la Unión Europea que estén autorizadas para ejecutar órdenes de terceros o para negociar por cuenta propia (esto tanto mediante sucursal como mediante acceso remoto); d) las empresas de servicios de inversión y entidades de crédito autorizadas en un estado no miembro de la Unión Europea que reúnan los requisitos que exige la ley española para las empresas de servicios de inversión o las entidades de crédito que vayan a prestar servicios de inversión, y que además estén facultadas para hacerlo así en su país de origen (aunque cabe que el Ministro de Economía y Hacienda deniegue su acceso por falta de reciprocidad); e) la Administración General del Estado; f) la Tesorería General de la Seguridad Social y el Banco de España, y (g) aquellas entidades que reúnan los requisitos que hemos visto se establecían en el artículo 5 de la Directiva 2004/39, siendo la sociedad rectora del mercado secundario oficial quien puede determinar si reúnen o no los requisitos necesarios.

Respecto de los sistemas multilaterales de negociación, existe una remisión específica a lo dispuesto en el artículo 37, apartados 2 y 3 LMV en el artículo 120 de la misma Ley, donde se regulan las entidades rectoras y el reglamento del sistema y su contenido, y así, en el número 3 (i) c) se indica que en el reglamento del mercado se establecerán los tipos de miembros, que deberán pertenecer a algunas de las clases que se contemplan en los antedichos apartados del artículo 37, que es el que se refiere a los miembros de los mercados secundarios oficiales, como acabamos de ver, por lo que pueden ser miembros de unos y otros los mismos tipos de entidades.

La novedad más importante en este sentido es, quizá, que se recalca la posibilidad de que las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito comunitarias puedan hacerse miembros remotos de cualquier mercado secundario español o de cualquier sistema multilateral de negociación domiciliado en España, sin obligación de tener un establecimiento permanente en nuestro país. La única limitación viene dada por que esto sea posible conforme a los «procedimientos de negociación o los sistemas del mercado en cuestión», pues si estos requiriesen una presencia física para la realización de operaciones, no podría ser así.

Debe tenerse en cuenta que no se está dando una facultad o posibilidad discrecional a las entidades que operen o gestionen los sistemas multilaterales de negociación, o los mercados secundarios oficiales, para que

decidan si alguna de estas empresas o entidades de crédito comunitarias tiene que tener presencia, ya que sólo podrán verse impedidas al acceso remoto cuando los propios procedimientos técnicos y la estructura del mercado haga esto imposible (por ejemplo, cuando se trate de negociación en corros, con necesaria presencia física, o cuando el procedimiento de liquidación exija necesariamente la recepción de algún tipo de documento por entrega física o circunstancias similares, que, en todo caso, serán muy excepcionales, teniendo en cuenta la tendencia abrumadora seguida por la inmensa mayoría de sistemas multilaterales de negociación y de mercados secundarios oficiales de utilizar medios electrónicos, con los que se puede operar a distancia sin problema alguno).

La cuestión del acceso remoto ha sido considerada con atención por MiFID, y así el artículo 33.1.b de la Directiva 2004/39 establece de forma expresa esta posibilidad, en términos que han sido casi literalmente copiados por la Ley del Mercado de Valores (art. 38 LMV), y contiene el mismo artículo de la Directiva 2004/39 un apartado 2 en el que se establece la prohibición a los estados miembros de imponer cualquier tipo de requisito legal o administrativo adicional para poder tener ese acceso remoto. Sin embargo no existe un derecho similar respecto de los sistemas de contrapartida central, compensación y liquidación, en los que el acceso remoto no está previsto en la Directiva 2004/39 (véanse sus artículos 34 y 35), sin perjuicio de que sí que se establezca el derecho a acceder a los mismos y, algo mucho más importante y que sí que supone una revolución (aunque excede el ámbito de nuestro análisis, por tratarse de operaciones distintas a la negociación), que es el derecho a escoger con qué sistema de compensación y liquidación o contrapartida central se quieren compensar o liquidar las operaciones negociadas en cualquier mercado secundario oficial o sistema multilateral de negociación; lo que no supone, sin embargo, que quienes operen o gestionen los sistemas de compensación o liquidación de valores o de contrapartida central vengán obligados a facilitar los servicios que se soliciten por quienes hayan negociado, ya que pueden oponerse por motivos comerciales legítimos (artículo 34.3 de la Directiva 2004/39), tales como la solvencia insuficiente del solicitante, las limitaciones técnicas y similares circunstancias. Eso sí, quienes operen o gestionen un sistema multilateral de negociación o en un mercado secundario oficial, aunque vienen obligados a facilitar a sus miembros que elijan dónde quieren compensar y liquidar, sólo podrán ejercitar este derecho cuando existan vínculos y mecanismos de conexión entre el sistema de negociación y la entidad donde se pretendan compensar y liquidar, y la autoridad supervisora del sistema de negociación (en España, la CNMV) reconozca que las condiciones técnicas permitirán «el funcionamiento armónico y ordenado de los mercados

financieros» (art. 34.2 de la Directiva 2004/39 y arts. 44 *quáter* y 44 *quinquies* Ley del Mercado de Valores) (29).

En consecuencia, la regla general para las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito comunitarias es que podrán acceder a los mercados secundarios oficiales y a los sistemas multilaterales de negociación españoles de forma remota sin traba o problema alguno; cuestión distinta es la liquidación, pues para llevarla a cabo puede precisarse algún tipo de presencia o, al menos, algún tipo de relación contractual con alguien que tenga presencia física en España (30). A efectos de superar esta limitación, la Comisión ha estado incentivando activamente la posibilidad de liquidación y compensación a distancia, a lo que las entidades de compensación y liquidación comunitarias han respondido con el proyecto *Link Up Markets*, que ha producido incluso la constitución de una sociedad anónima al efecto, domiciliada en España, y que pondrá en marcha una plataforma tecnológica central que permitirá la interconexión entre las cámaras de compensación y liquidación de instrumentos financieros que se han adherido al proyecto (Benito Naveira, 2008: 267 y ss.).

3. Clientes

Cuestión más novedosa que la de quiénes pueden ser miembros de los sistemas de negociación es el conjunto de nuevas normas que regulan la relación de éstos con sus clientes, cuando dichos miembros actúan por cuenta de terceros. Aunque también excede el puro ámbito de lo que constituye estrictamente la negociación, es una cuestión tan vinculada a ésta, y de tanta relevancia, que haré aunque sea un mínimo esbozo del nuevo régimen que la MiFID ha venido a establecer.

Hasta ahora, las relaciones entre las empresas de servicios de inversión y su clientela se encontraban sustancialmente recogidas en el Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios, y en las órdenes ministeriales de 25 de octubre de 1995 y 7 de octubre de 1999, a su vez desarrolladas parcialmente por circulares de la CNMV (hoy derogados).

Una vez terminada la transposición de la Directiva MiFID, estas normas se contienen hoy en los artículos 78 a 79 sexts. de la Ley del Mercado de Valores y en el Real Decreto 217/2008, muy especialmente en los artículos 39 a 47 y en su título IV. El origen de estas normas protectoras hay que encontrarlo a su vez en los artículos 19 a 24 y en el anexo II de la Directiva 2004/39, y en los artículos 27 y siguientes y 35 y siguientes de la Directiva 2.006/73.

Todas estas normas del conjunto MiFID han sido transpuestas en los preceptos legales y reglamentarios

enunciados más arriba. Por otra parte, y siendo como son de directa aplicación, por tratarse de un reglamento comunitario, también deben significarse los artículos 7 y 8 del Reglamento 1.287/2006, sobre registro de órdenes de clientes y de operaciones llevadas a cabo por cuenta de éstos.

Sin embargo, para no extendernos excesivamente en este punto, nos centraremos en el elemento más novedoso del conjunto MiFID y, su transposición al ordenamiento español, que es el de la categorización de clientes. Respecto de la clientela, quienes presten servicios de inversión, entre ellos los de negociación por cuenta ajena, deben seguir las normas de conducta que se recogen en la LMV, las que se contengan en los propios reglamentos internos de conducta del prestador de los servicios y, lo que es una obligación por encima de las que vienen exigidas por la MiFID, en los códigos de conducta que apruebe el Gobierno o, con habilitación de éste, el Ministro de Economía y Hacienda a propuesta de la CNMV (códigos que, por el momento, no se han aprobado; del mismo modo, los reglamentos internos de conducta tampoco vienen exigidos por la normativa MiFID, pero eran una tradición en nuestro ordenamiento, que sí se recogían en el Real Decreto 629/1993).

Pues bien, esas normas se aplicarán con distinta intensidad dependiendo de la clasificación o categoría del cliente a quien se presten los servicios.

3.1. Clasificación de la clientela

Antes de comenzar la prestación de servicios de inversión y, en lo que nos afecta, de transmitir alguna orden por cuenta de un cliente, es necesario proceder a su clasificación. Los clientes pueden clasificarse como profesionales o como minoristas; así lo establece el artículo 78 bis LMV, pero sin olvidar que, aunque no se encuentren dentro de las clasificaciones que contempla este precepto, existe la posibilidad de una tercera clasificación, aplicable a quienes, por su especial estatus, derivado de que tienen conocimientos y prácticas financieras al menos equivalentes a las de quienes prestan los servicios de inversión, se les otorga una categoría especial y separada, a la que se denomina de «contrapartes elegibles», y obsérvese que esta denominación no es caprichosa, sino que precisamente se está queriendo diferenciar a éstos de los que la MiFID considera auténticos clientes, aunque a las contrapartes elegibles también se les presten servicios de inversión, pero son servicios que se hacen frente a entidades, de ahí el nombre de «contrapartes» que se da a quienes, como se ha adelantado, se les considera en un plano total de igualdad con quienes prestan los servicios de inversión, y por eso no requieren la especial protección que sí se va a dar a los que se considera o

clasifica como «clientes», que tienen una protección especial, más intensa si son minoristas y menos si son profesionales.

La Directiva 2004/39 contiene la caracterización de los clientes profesionales en su anexo II, cuyo contenido ha sido transpuesto mediante la introducción del nuevo artículo 78 bis LMV. La transposición se ha hecho de forma más clara que en la Directiva 2004/39. En ambas normas se define al cliente profesional como aquél que posee experiencia, conocimientos y cualificación suficientes para tomar sus propias decisiones de inversión y evaluar correctamente los riesgos que éstas implican, y luego establecen que tendrán específicamente el carácter de clientes profesionales una serie de entidades que se enumeran seguidamente. La redacción de la Directiva 2004/39, que no es especialmente brillante en muchos aspectos, especialmente su traducción o versión española, hace que surjan muchas dudas, lo que me inclina a preferir la redacción de la norma de transposición española.

En concreto, conforme a la LMV, son clientes profesionales los que se enumeran en la lista del apartado 3 del artículo 78bis, que incluye las entidades financieras y otras personas jurídicas que, para poder operar en mercados financieros, tienen que ser específicamente autorizadas por un Estado, sea miembro o no de la Unión Europea (lo que en España incluiría a las entidades de crédito, las empresas de servicios de inversión, las compañías de seguros, las instituciones de inversión colectiva y sus sociedades gestoras, los fondos de pensiones y sus sociedades gestoras, los fondos de titulización y sus sociedades gestoras, aquéllas entidades que operen habitualmente con materias primas y con derivados en materias primas y los operadores que contraten en nombre propio, así como cualquier otro inversor institucional, debe entenderse que equiparable a los anteriores). También las entidades y administraciones regionales (hay que entender que en España debemos referirnos más bien a las comunidades autónomas), organismos públicos que gestionen la deuda pública, bancos centrales y organismos internacionales o supranacionales de carácter financiero (se enumeran algunos específicamente, tales como el Banco Europeo de Inversiones). Por último, también los empresarios que, individualmente, es decir, no en grupo consolidado, reúnan al menos dos de las siguientes condiciones: a) que el total de las partidas del activo sea igual o superior a 20 millones de euros; b) que el importe de su cifra anual de negocio sea igual o superior a 40 millones de euros, y c) que sus recursos propios sean iguales o superiores a dos millones de euros. El análisis de si se reúnen estas condiciones deberá ser llevado a cabo por el propio prestador de los servicios, quien, en cualquier caso, será responsable frente al propio cliente si esto no fuera así, aun cuando haya sido el cliente

quien le haya solicitado que se le considere como contraparte elegible.

Además, también podrán ser clasificados como profesionales otros inversores institucionales, no enumerados en los apartados anteriores, siempre que tengan como actividad habitual invertir en valores u otros instrumentos financieros, tales como las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras.

Finalmente, aunque a priori no tendrían este carácter, también podrá adquirirlo cualquier cliente siempre que, con carácter previo a la celebración del contrato, renuncie de forma expresa a su tratamiento como cliente minorista (y, hay que entender, con mayor motivo, como contraparte elegible si éste fuera el caso), pero esta renuncia queda sujeta a que el prestador de los servicios evalúe la experiencia y conocimientos del cliente respecto de las operaciones y servicios que solicite, de tal manera que razonablemente se pueda concluir que dicho cliente puede tomar sus propias decisiones de inversión y que comprende los riesgos que éstas implican, debiendo cumplirse al menos dos de los siguientes requisitos: a) que el cliente haya realizado operaciones de volumen significativo en el mercado de valores con una frecuencia media de más de diez por trimestre durante los cuatro trimestres anteriores; b) que el valor del efectivo y valores depositados (no nos dice la norma con quién, pero debe entenderse que no sólo se deben computar los que tenga depositados con quien hace la evaluación) sea superior a 500.000 euros, o c) que el cliente ocupe, o haya ocupado, durante al menos un año un cargo profesional en el sector financiero que requiera conocimiento sobre las operaciones o servicios previstos. Respecto a este último requisito, cabe la duda de si estos clientes deben ser, por tanto, sólo personas físicas o si pudieran ser personas jurídicas, siempre que sus órganos de administración o dirección estén compuestos mayoritariamente por personas que reúnan estos requisitos o, alternativamente, que las reúnan aquellas personas que vayan a tomar las decisiones de inversión de ese cliente. Parece que esta última es la interpretación más correcta, ya que, en caso contrario, se daría lo absurdo de que las personas físicas podrían renunciar a ese tratamiento mientras que las personas jurídicas no, a menos que reunieran los dos requisitos previos pero nunca este tercero, cuando lo más frecuente será precisamente que sean las personas jurídicas quienes estén interesadas en el tratamiento como cliente profesional, que si les da menor información y en algún aspecto también menor protección, les deja una mayor libertad de actuación, y son quienes tienen, además, la posibilidad de contratar profesionales con los conocimientos y experiencia requeridos; incluso cuando se trate de personas físicas que quieran operar con este carácter, lo normal será que quieran operar interponiendo una persona jurídica, fundamentalmente

para limitar la potencial responsabilidad. Por otro lado, el nivel de protección, en la medida en que los órganos de dirección y administración de la persona jurídica tengan personas que reúnan los conocimientos y experiencia indicados, o cuando las decisiones de inversión se confíen a quien sí los tenga, cubre suficientemente al cliente a efectos de conocimiento de riesgos y su evaluación.

Son clientes minoristas todos aquellos que no sean profesionales (ni contrapartes elegibles); y son contrapartes elegibles una serie de entidades que se enumeran en el artículo 78 ter.1, y que sustancialmente coinciden con el listado de clientes profesionales; incluso puede solicitar ser clasificados dentro de esta categoría el cliente minorista que lo desee, siempre que reúna los requisitos que acabamos de ver más arriba para ser tratado como profesional, si bien, en este caso, sólo podrá considerarse contraparte elegible «en lo relativo a los servicios u operaciones para los que pueda ser tratada como cliente profesional».

Ahora bien, la categoría normal o tipo de cliente es la de cliente minorista, por lo que cualquier contraparte elegible puede solicitar ser tratado como cliente profesional o en su caso, minorista, y cualquier cliente profesional puede también exigir ser tratado como cliente minorista, esto ya sea con carácter general o sólo para determinado tipo de operaciones o una operación específica en concreto, sin necesidad de justificación alguna o explicación de ninguna clase.

3.2. *Evaluación de la idoneidad y conveniencia de los productos de inversión*

Cualquiera que sea la clase del cliente, los prestadores de servicios de inversión están obligados a prestarlos con diligencia y transparencia, siempre en interés de los clientes, cuidando de sus intereses como si fueran propios y cumpliendo la normativa aplicable en cada caso. Además, tienen que cumplir con una serie de obligaciones de información (artículo 79.bis LMV) de registro de contratos (artículo 79.ter LMV) (31) y, en lo que más afecta a la negociación, una serie de obligaciones relativas a la gestión y ejecución de órdenes que implican la obligación de obtener el mejor resultado posible para las operaciones de los clientes, teniendo en cuenta todos los factores que sean relevantes para la ejecución de la orden, para lo que habrán necesariamente de disponer de procedimientos y sistemas de gestión de órdenes que permitan su rápida y correcta ejecución y posterior asignación, sin perjuicio o discriminación para ningún cliente (artículo 79 sext. LMV), lo que obligará a las empresas de servicios de inversión a tener una política de ejecución de órdenes donde se definan las ponderaciones que se atribuyen al precio, costes, rapidez

y eficiencia en la ejecución y liquidación, y a cualquier otro elemento que juzguen relevante para la ejecución de la orden, política de la que deben informar a los clientes, solicitando su consentimiento, antes de aplicársela.

De las obligaciones anteriores quedan exonerados los prestadores de servicios de inversión cuando sus contrapartes sean elegibles (art. 78.ter LMV), pero no cuando sean profesionales. Obligación común a cualquier tipo de cliente, incluso frente a las contrapartes elegibles, es la de crear un registro que incluya el contrato o contratos que tengan por objeto el acuerdo entre el cliente y el prestador de los servicios, y donde se concreten las obligaciones de cada una de las partes, debiendo ser estos contratos necesariamente celebrados por escrito cuando se trate de clientes minoristas, al menos cuando se refieran a la negociación. Sólo hay excepciones a las obligaciones de información y de registro cuando el servicio de inversión sea parte de un producto financiero ya sujeto a otras disposiciones comunitarias o a estándares europeos comunes para entidades de crédito y para el crédito al consumo referentes a la evaluación de riesgos de los clientes o de los requisitos de información, en cuyo caso habrá que cumplir estas últimas.

La diferencia de trato entre los clientes profesionales y los minoristas está en el nivel de detalle de la información de la que debe proveérseles, mucho mayor para los clientes minoristas (véanse los artículos 62, 63, 64.3, y 66 del Real Decreto 217/2008) que cuando se trate de un cliente profesional (véanse, por ejemplo, los artículos 65.1 y 68 del mismo Real Decreto).

Por otro lado, existe la obligación de evaluar al cliente, en el sentido de determinar la idoneidad y conveniencia de determinadas inversiones. Cuando una empresa de servicios de inversión asesore en materia de inversiones o lleve a cabo gestión de carteras de sus clientes, debe obtener, previamente a la realización de cualquier operación, la información necesaria para evaluar, de forma razonablemente completa, si la transacción específica puede recomendarse a un cliente o si una operación en concreto se puede llevar a cabo cuando se está gestionando su cartera, considerando específicamente si la operación en cuestión: a) responde a los objetivos de inversión del cliente, incluido el horizonte temporal, preferentes en relación a la asunción de riesgos (clientes conservadores, agresivos, etc.), perfil de riesgos (renta variable, renta fija) y las finalidades de inversión (ahorro, obtención de rentas, etc.); b) es de una naturaleza tal que el cliente, desde el punto de vista financiero (es decir, teniendo en cuenta su patrimonio y sus objetivos de inversión), puede asumir el riesgo que la referida inversión conlleve, si bien cuando el asesoramiento es a un cliente profesional de los que tiene esta categoría por se, y no por haber solicitado ser conside-

rados como tales, se presume que la entidad en cuestión puede asumir cualquier riesgo de inversión (sin embargo, para el resto, deben obtener información sobre la situación financiera del cliente, que incluirá normalmente, la referida al origen y nivel de sus ingresos periódicos, de su patrimonio, incluyendo cuáles son activos líquidos, cuáles inversiones y cuáles bienes inmuebles, y sus compromisos financieros periódicos), y c) es de una naturaleza tal que el cliente cuenta con la experiencia y los conocimientos necesarios para comprender los riesgos que implica (y, si se trata de una gestión de cartera, las consecuencias que puede tener para su cartera), si bien, respecto de los clientes profesionales, se puede asimismo asumir que tienen esos conocimientos y experiencia.

Se obliga a las empresas que prestan los servicios de inversión a abstenerse de recomendar cualquier servicio de inversión o instrumento financiero al cliente, o posible cliente, o a gestionar su cartera, mientras no tengan la información necesaria para evaluar la idoneidad del cliente en cuestión.

Cuando se trate de operaciones distintas de las de asesoramiento financiero o gestión de carteras, debe, no obstante, evaluarse la conveniencia de la inversión para el cliente, a cuyos efectos se ha de determinar si éste tiene los conocimientos y experiencia necesarios para comprender los riesgos inherentes al producto o al servicio de inversión ofertado o demandado, pero cuando se trate de clientes profesionales no hace falta hacer esta evaluación, pues se presume que los conocen (32).

3.3. Otras protecciones de los clientes

Por otro lado, se incluyen los deberes de actuar en el mejor interés de los clientes, como ya se dijo, en la ejecución de cualquier orden y no sólo cuando se prestan los servicios de gestión de cartera, sino también cuando se prestan los de mera recepción y transmisión de órdenes, es decir, cuando no se presta necesariamente asesoramiento, y esto obliga a los prestadores de servicios de inversión a obtener el mejor resultado posible (la denominada «ejecución óptima»), debiendo a estos efectos tomar en consideración diversos factores, y muy fundamentalmente el perfil del cliente, las características de la orden que haya transmitido, las del instrumento financiero objeto de la orden y la de los centros de ejecución a los que puede dirigirse la orden; y cuando exista más de un centro posible de ejecución de ésta, las comisiones y costes que se generen para el prestador de los servicios que no hayan sido detallados en su política de ejecución de órdenes (véanse los artículos 77 y 78 RD 217/2008), explicando además específicamente a los clientes minoristas el peso que se atribuye a los

distintos factores de evaluación de una orden para determinar cuál es la mejor ejecución, tal y como se contienen en la política de ejecución de órdenes, si bien esto basta que se haga a través de la página web o por medio de un soporte duradero, aunque no sea por escrito (arts. 78 y 79 RD 217/2008).

Respecto de la tramitación de las órdenes, deben cumplirse determinados requisitos que faciliten el registro y atribución rápido y preciso de éstas, informando inmediatamente al cliente minorista de las dificultades que pueda haber para la ejecución, y si se está a cargo no sólo de la negociación, sino también de la liquidación, adoptando las medidas que sean razonables para garantizar la recepción de los instrumentos financieros o de los fondos, o su aplicación para la liquidación de la orden, evitando las acumulaciones de órdenes salvo que se considere razonablemente que no perjudican al conjunto de los clientes afectados y se les informe de que podrían verse afectados en relación con una orden en concreto, a la vez que se adopte o aplique de una manera efectiva una política de atribución de órdenes que prevea la atribución equitativa de éstas y las transacciones acumuladas de forma precisa, con reglas que eviten perjuicio a los clientes, incluso cuando se trate de ejecuciones parciales. Siempre se dará prioridad a las operaciones del cliente cuando la acumulación se haya hecho con órdenes propias, salvo que se pueda demostrar de manera razonable que sin la acumulación no se hubiera podido ejecutar la orden o no en términos tan ventajosos, en cuyo caso se puede hacer la distribución proporcional (véanse artículos 80 y 81 del Real Decreto 217/2008).

VI. CONCLUSIONES

1. La forma de negociar organizadamente se ha modificado a fondo, ya que se ha consagrado un principio que era ajeno a la mayoría de los mercados de instrumentos financieros, cual es el de la descentralización.
2. Se ha creado una figura en nuestro ordenamiento que era desconocida, la del internalizador sistemático, que puede provocar centros de contratación muy autónomos para profesionales especializados.
3. Se consagran unos mercados secundarios más flexibles, los SMN, que no eran desconocidos en España (aunque sí en muchos otros países de la UE), pues no se diferencian en gran medida de los SON.
4. La negociación transfronteriza resulta incentivada en gran medida con el fomento de la negociación remota; queda pendiente, en gran parte, para que ésta sea real, una mayor coordinación de la compensación y la liquidación en el seno de la Unión Europea.

5. La negociación se ha hecho más compleja, sobre todo en sus elementos preparatorios, porque la relación entre empresas de servicios de inversión y clientela se ha sujetado a un conjunto numeroso de normas, en algunos casos quizás demasiado estrictas, pero todas ellas encaminadas a proteger los intereses de los clientes que reciben servicios de inversión, y a obligar a que las empresas que los prestan adopten una serie de medidas que, por un lado, sin duda tienen un reflejo en una mayor transparencia en la propia negociación, y por otro, tienden a subordinar sus propios intereses—dado que las empresas de servicios de inversión son, en numerosas ocasiones, no sólo prestadores de los servicios, sino también operadores por cuenta propia— a los de su clientela para que ésta en todo caso resulte no sólo no perjudicada, sino con un trato preeminente sobre los intereses del prestador de los servicios.

NOTAS

(1) Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las directivas 85/611/CEE, del Consejo, y 2000/12/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo, esta última sobre los servicios de inversión.

(2) La Directiva 2006/73/CE de la Comisión, de 10 de agosto, y el Reglamento 1.287/2006 de la Comisión, de la misma fecha.

(3) Sobre este particular, existe numerosa bibliografía; puede verse, entre muchos otros DÍAZ RUIZ (1996; 2005; 2008a).

(4) Sobre la cuestión de la compensación y liquidación de valores en Europa, puede verse Comisión Nacional del Mercado de Valores y del Banco de España (2007).

(5) A lo largo del presente trabajo, por MiFID se entenderá no sólo la Directiva original, 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, sino también la Directiva 2006/73/CE y el Reglamento 1.287/2006, salvo que se indique específicamente otra cosa.

(6) Ya hace notar este cambio de caracterización de mercados a sistemas Gloria HERNÁNDEZ ALER (2008: 275-277).

(7) En su redacción original, contenida en la Ley 24/1988, párrafos 2 y 6.

(8) Por la que se transpuso la Directiva 93/22/CEE, de Servicios de Inversión, antecesora, como se dicho, de la MiFID, modificando profundamente la Ley del Mercado de Valores.

(9) Art. 36.3, que ni siquiera tiene la pretensión de regular todos los préstamos de valores.

(10) Una descripción general de las modificaciones introducidas por MiFID y su ley de transposición en España puede verse en DÍAZ RUIZ y RUIZ BACHS (2008: 15 y ss.). También, TAPIA HERMIDA (2008: 306 y ss.).

(11) Puede verse un análisis más extenso de la cuestión en DÍAZ RUIZ (2008: 137 y ss.).

(12) Sobre el tema, puede verse HERNÁNDEZ ALER (2008: 275 y ss.) y ADARRAGA y XIMÉNEZ (2007; 195 y ss.); también ROBLES (2007; 41 y ss.).

(13) Directiva 2004/109/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004.

(14) Sobre el particular, puede verse MASSA (2009: 19 y ss.).

(15) Así, por ejemplo, en septiembre de 2008, solamente se habían registrado diez internalizadores sistemáticos, fundamentalmente en Londres, y ninguno en España (vid. MARTÍNEZ-PARDO *et al.*, 2008: 35 y 36).

(16) Fundamentalmente, con carácter paneuropeo, se crearon cuatro sistemas multilaterales de negociación, denominados Turquoise, que impulsaron diversas instituciones financieras internacionales, y comenzó a operar a mediados del 2008; el segundo más relevante fue Chi-X Europe Ltd., también autorizado por la FSA en Inglaterra, que comenzó a operar en marzo de 2007, y luego otros dos menos relevantes, como Baikal, creado también a mediados del 2008 entre la Bolsa de Londres y Lehman Brothers, que a la vista de la situación de esta última entidad, no conocemos que haya llegado a operar aún; por último, también en junio de 2008, se anunció la creación de un sistema multilateral de negociación para empresas cotizadas nórdicas denominado Burgundi, impulsado por bancos de los países escandinavos, pero limitado a la operativa sobre valores cotizados en los mercados regulados de dichos países, fundamentalmente de la Bolsa de Estocolmo. Turquoise y Chi-X Europe Ltd. comenzaron a operar respecto de la contratación de valores negociados en las bolsas españolas, pero con poco o ningún éxito hasta el momento; véase ALONSO y SASTRE (2008: 258 y 259).

(17) Si bien ha de tenerse en cuenta que, en estos momentos, existe una cierta pretensión de los gobiernos de imponer, al menos, la compensación y liquidación de derivados, especialmente aquéllos a los que se acusa de haber influido más en la crisis financiera actual, como los CDS (*credit default swap*), que se negocian OTC, a la vez que obligar a una mayor transparencia en los precios de contratación y a una normalización aún más profunda (aunque los modelos normalizados de contratación existentes, por ejemplo ISDA o EMA, en el ámbito internacional, o CMOF en el español, ya han normalizado bastante).

(18) Aunque algún resabio se mantiene, pues según lo dispuesto en el artículo 46.2, aunque las bolsas de valores pueden negociar cualquier instrumento financiero que se negocie en otro mercado secundario oficial, deben coordinarse con éste, a efectos de compensación y liquidación, y los mercados de futuros y opciones—artículo 59.2 LMV— parece que, en lo que a negociación se refiere, no en cuanto a compensación, liquidación o contrapartida centralizada, sólo pueden negociar instrumentos financieros derivados; y similar limitación se aplica—art. 55.1 LMV— al Mercado de Deuda Pública en Anotaciones.

(19) De la situación anterior a la transposición de MiFID ya me ocupé en DÍAZ RUIZ (1999 y 2000).

(20) La última, publicada en el DOUE de 11 de julio de 2009, en que se recogían como mercados regulados españoles a las cuatro bolsas de valores de Madrid, Barcelona, Valencia y Bilbao, AIAF Mercado de Renta Fija, Meff Renta Fija y Meff Renta Variable, Mercado de Deuda Pública en Anotaciones y Mercado de Futuros sobre el Aceite de Oliva (MFAO).

(21) En la actualidad, respecto de las bolsas de valores, en el Real Decreto 726/1989, de 23 de junio, si bien respecto de éstas no se ha establecido nunca un capital mínimo (y, además, existe la peculiaridad de la Sociedad de Bolsas, organismo rector del Sistema de Interconexión Bursátil, que, en la definición actual del artículo 31.1 de la LMV, se debe considerar en sí mismo un sistema de negociación, aunque sea canalizado a través de las cuatro bolsas de valores existentes en España, sin que, sin embargo así se haya considerado ni por la Ley del Mercado de Valores, en la enumeración del artículo 31, ni en la práctica por la Comisión Nacional del Mercado de Valores); el Real Decreto 1.814/1991, de 20 de diciembre, para las sociedades rectoras de los mercados oficiales de futuros y opciones, respecto de los que tampoco se establece un capital mínimo (ni en las órdenes ministeriales aprobando la creación de los distintos mercados sobre instrumentos derivados: MEFF, en su día FC&M, MFAO), aunque sí unos recursos mínimos a mantener en todo momento, o la Orden de 1 de agosto de 1991, que autorizó el funcionamiento del

Mercado AIAF de Renta Fija, si bien entonces, como mercado organizado no oficial, en que tampoco se establecen requisitos mínimos de capital.

(22) Cuando en el artículo 32bis.3, se establece que los emisores no están obligados a proporcionar la información a la que se refiere el apartado 2 de ese mismo artículo, debe entenderse que, por remisión de este precepto a la información publicada en virtud de la LMV normas de desarrollo, ha de entenderse que la información de que se trata es la que se contiene en los artículos 35, 35bis y 35ter de la LMV, en la redacción dada por la Ley 6/2007, de 12 de abril.

(23) Las reglas sobre organización, admisión a cotización, suspensión y exclusión de instrumentos de la negociación de accesos a los mercados regulados son un fiel trasunto de lo que, al respecto, se dispone en los artículos 36 a 43 de la Directiva MiFID.

(24) Véanse la Circular 3/1.999, de 22 de septiembre, de la CNMV, sobre transparencia de las operaciones en los mercados oficiales de valores; la Circular 3/1.993, de 29 de diciembre, de la CNMV, sobre registro de operaciones y archivo de justificantes de órdenes el artículo 32.1 del Real Decreto 217/2008 y la resolución de la CNMV de 7 de octubre de 2009 sobre registros mínimos a mantener por las empresas que presten servicios de inversión.

(25) No está muy clara la diferenciación entre operar y gestionar, aunque pudiera entenderse que operar se refiere a llevar a cabo la realización material de las operaciones o las aplicaciones técnicas de los sistemas de negociación —electrónicos u otros— que permiten que se pueda negociar, mientras que gestión sería la elaboración de normas y supervisión de su cumplimiento, pero tampoco se puede deducir meridianamente del texto de la Directiva 2004/39 que esto sea así.

(26) Sobre la posibilidad de negociar sólo en sistemas multilaterales de negociación, puede verse SAINZ DE LOS TERREROS y ÁLVAREZ MARÍN (2009: 33 y ss.).

(27) En realidad, todos estos precios recogidos por la LMV son prácticamente transcripciones de lo que se dispone en el artículo 27 de la Directiva MiFID. Véase ADARRAGA y XIMÉNEZ (2007: 202-203).

(28) En virtud de la Directiva 2.000/12/CE, los serán las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito autorizadas conforme a la normativa comunitaria.

(29) Nótese la referencia a los «mercados financieros» en general, y no sólo a los de instrumentos financieros, ya que, al implicar las operaciones de compensación y liquidación cobros y pagos de dinero, las disfunciones que puedan existir en estas operaciones podrían afectar a aquéllos. En este contexto se enmarca el sistema de pagos T2S, impulsado por el Banco Central Europeo para permitir un sistema agilizado de pagos entre las entidades de compensación y liquidación comunitarias. Sobre este particular, puede verse el informe conjunto de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y Banco de España (2007).

(30) Aun en estos casos, la tendencia es a que pueda hacerse la liquidación de alguna manera remota, y así se ha estudiado con profundidad la interconexión de los sistemas de liquidación y compensación europeos, y se han dado algunos pasos importantes en esa línea.

(31) Sobre estas obligaciones, véanse también los artículos 7 a 13 del Reglamento 1287/2006.

(32) Véanse los artículos 72 y 73 del Real Decreto 217/2008, y específicamente el 74 a efectos de determinar cómo se han de hacer las evaluaciones de idoneidad y conveniencia de los clientes.

BIBLIOGRAFÍA

- ADARRAGA MORALES, Ramón, y XIMÉNEZ RODRÍGUEZ, Santiago (2007), «La internalización de órdenes en la Directiva MiFID», *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n.º 1.
- ALONSO y GALO, Enrique, y SASTRE CORCHADO, Juan (2008), «El nuevo entorno de negociación en la MiFID. Consecuencias para la gestión y ejecución de las órdenes», en *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos*.
- BENITO NAVEIRA, Jesús (2008), «Situación actual de la compensación y liquidación en Europa: código de conducta de la industria y proyecto *Link Up Markets*», en *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos*.
- COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, y BANCO DE ESPAÑA (2007), «Los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en Europa. Situación actual, proyectos en curso y recomendaciones».
- DÍAZ RUIZ, Emilio (1996), «Los mercados de opciones y futuros financieros y la incorporación de la Directiva 93/22/CEE», en *La reforma del mercado de valores*, Alberto TAPIA HERMIDA y Juan SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE (dirs.), Cuadernos de la Revista de Derecho Bancario y Bursátil, n.º 4, EDESA, Madrid.
- (1999), «Los otros mercados secundarios de valores», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n.º 75.
- (2000), «Los mercados secundarios oficiales de valores en España: una visión panorámica», *Themis-Revista de Derecho* (Lima), n.º 40.
- (2005), «Los mercados de instrumentos financieros derivados», en *El espacio financiero único en la Unión Europea*, José María BENEYTO y Alfonso MARTÍNEZ ECHEVARRÍA (dirs.), Editorial Marcial Pons.
- (2008), «La caracterización de los instrumentos financieros derivados tras la transposición de la MiFID», *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n.º 2.
- DÍAZ RUIZ, Emilio, y RUIZ BACHS, Salvador (2008), «Transposición de MiFID en España», *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, n.º 19.
- HERNÁNDEZ ALER, Gloria (2008), «La tipología de los mercados españoles de valores y su encuadramiento en la MiFID», *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n.º 28.
- MARTÍNEZ-PARDO, Ramiro; ZAPATA, Francisco Javier; HERNÁNDEZ ALER, Gloria, y JIMÉNEZ, Alfredo (2008), «Informe y conclusiones del observatorio», en *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos*.
- MASSA, JOSÉ (2009), «Algunas reflexiones sobre la crisis financiera», *RDBB*, n.º 115.
- ROBLES MARTÍN-LABORDA, Antonio (2007), «Desconcentración y transparencia de los mercados de instrumentos financieros. Aproximación a la regulación de los sistemas multilaterales de negociación en la MiFID», *Revista de Contratación Electrónica*, n.º 83.
- SAINZ DE LOS TERREROS, Alberto, y ÁLVAREZ MARÍN, Alberto (2009), «Posibilidad de incluir en el coeficiente de inversión de las ECR valores únicamente admitidos a negociación en un SMN», *Revista Española de Capital Riesgo*, n.º 3.
- TAPIA HERMIDA, Alberto Javier (2008), «La Reforma de la Ley del Mercado de Valores por la Ley 47/2007», *Revista de Derecho Bancario Bursátil*, n.º 109.

Protección del inversor. En especial el deber de información pre y postcontractual

M.^a Rosa Tapia Sánchez

I. INCORPORACIÓN AL ORDENAMIENTO ESPAÑOL DE LA NORMATIVA COMUNITARIA MIFID: LA LEY 47/2007 Y EL REAL DECRETO 217/2008

La Directiva MiFID (Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros) es una de las iniciativas normativas europeas comprendida en el Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF), a la que se aplica el denominado procedimiento Lamfalussy, en virtud del cual, ha sido desarrollada por posteriores normas comunitarias de la Comisión Europea (1). La peculiaridad de la MiFID es que incluye un *principio de armonización máxima*, según el cual, se establecen reglas comunes sobre la negociación y la prestación de servicios de inversión sobre instrumentos financieros en todos los estados miembros, a quienes se prohíbe que mantengan o adopten reglas nacionales que contengan un nivel más alto de protección al consumidor (2). El sentido de la armonización máxima es el de evitar la comúnmente conocida práctica de la armonización mínima, que ha sido vista como nociva a la competencia en igualdad de condiciones en la UE. En el campo de la protección al inversor, la armonización máxima entre los estados miembros se ha traducido en el otorgamiento de un nivel máximo de protección al inversor mediante la puesta en marcha de novedosos mecanismos de información pre y post contractual.

De esta manera, la Directiva MiFID se hace aplicable sin excepción a todas las empresas de inversión, creando un nuevo entorno competitivo entre ellas, siendo su objetivo final el de crear un mercado único, competitivo, de servicios financieros a escala global, en el que se conserve un elevado nivel de protección del inversor. Todo ello se ha traducido en importantes cambios sustanciales en el mercado de servicios de inversión sobre instrumentos financieros y en la tutela del interés del cliente inversor, estableciendo, principalmente, nuevas

obligaciones de transparencia previa y posterior a la negociación. El nuevo modelo de transparencia plantea importantes retos para los mercados, los supervisores y las entidades, quienes tendrán que adecuar su estructura organizativa y de gobierno, a la vez que orientar su política hacia una cultura general de control del riesgo (Flores Doña, 2010).

Entre las disposiciones de nivel 2 que complementan la Directiva MiFID, ocupa un papel de especial protagonismo en la transposición de la «normativa MiFID» a los ordenamientos nacionales el Reglamento 1287/2006 de la Comisión, de 10 de agosto, por el que se aplica la Directiva 2004/39/CE en lo relativo a las obligaciones de las empresas de inversión 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 Directiva. El Reglamento desarrolla un nuevo régimen de transparencia para las acciones negociadas en los mercados secundarios oficiales, con el objeto de que los mercados estén suficientemente informados tanto de las operaciones posibles en cada momento como de las operaciones ya realizadas. En definitiva, establece un régimen de transparencia anterior y posterior a la negociación de acciones en los mercados secundarios oficiales y en sistemas multilaterales de negociación, que viene a completarse con un régimen de transparencia prenegociación y postnegociación para los Interactivos Sistemáticos.

El Reglamento 1287/2006, cuyas normas son de aplicación directa en todos los estados miembros, ha jugado un papel especialmente trascendental en el caso de España, ya que, como es sabido, la Directiva MiFID no se ha incorporado al ordenamiento Español dentro del plazo señalado (1 de noviembre de 2007), por lo que las entidades financieras se vieron obligadas a implementar las normas de la Directiva a través de «reglamentos

internos», sin contar con la norma de transposición, tomando para ello como referente obligado al citado Reglamento. La finalidad unificadora del Reglamento se pone de manifiesto en sus consideraciones preliminares, en las que declara que es conveniente que las disposiciones de ese Reglamento adopten tal forma legislativa para garantizar un régimen armonizado en todos los estados miembros, fomentar la integración del mercado y la prestación transfronteriza de servicios de inversión y servicios auxiliares, y reforzar la consolidación del mercado único. No obstante, aún quedan estados miembros que no han procedido a implementar la normativa MiFID en sus respectivos ordenamientos, o al menos no han remitido a las instancias europeas la oportuna notificación, planteando serias dudas de uniformidad en el logro común de la creación de un mercado único de servicios financieros (3).

La transposición de la Directiva MiFID al ordenamiento español se lleva a cabo a través de la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, y por el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre régimen jurídico de las empresas de 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.

La Ley 47/2007 ha supuesto una importante modificación de la Ley del Mercado de Valores (LMV). En particular, se modifican el título I «Disposiciones generales», el título IV «Mercados secundarios oficiales de valores», el título V «Empresas de servicios de inversión», el título VII «Normas de conducta» y el título VIII «Régimen de supervisión, inspección y sanción». Además se añade un nuevo título XI «Otros sistemas de negociación: sistemas multilaterales de negociación e internalización sistemática». Esta reforma ha motivado grandes cambios en la arquitectura institucional de los mercados de valores europeos (junto a los mercados regulados, aparecen los sistemas multilaterales de negociación —SMN— y las empresas de inversión que actúen como internalizadores sistemáticos); cambios en los procedimientos de negociación de valores e instrumentos financieros; cambios en la organización interna de las empresas de servicios de inversión; así como en los requisitos de transparencia de las operaciones con acciones que se negocian en dichos mercados y sistemas.

La reforma que la Ley 47/2007 lleva a cabo sobre la LMV está inspirada en cuatro principios generales que tienen su origen en las normas comunitarias que integran el PASF, y que han obligado a introducir una pluralidad de medidas concretas en nuestros mercados de valores, ofreciendo como resultado una profunda transformación de éstos. Estos principios pueden sintetizarse, conforme al propio preámbulo de la Ley, en:

1º) La *modernización de los mercados de valores* españoles para adaptarlos a las nuevas necesidades del inversor, cuyo perfil es cada vez más complejo y variado.

La Ley 47/2007 suprime el principio, hasta ahora existente, de concentración de la negociación en mercados regulados, donde los valores han de cumplir determinados requisitos para ser admitidos a negociación (4), y ello para poner en marcha otros ámbitos de negociación. La novedad más llamativa quizá sea la admisión de distintos *sistemas o ámbitos de negociación para la ejecución de operaciones* sobre instrumentos financieros, de la mano de los nuevos mercados alternativos (sistemas multilaterales de negociación e internalizadores sistemáticos), lo que provoca una desconcentración de la negociación. A partir de ahora, podrán también negociarse en SMN, constituidos básicamente por plataformas electrónicas centralizadas operadas por una empresa de servicios de inversión (ESI), 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 por objeto exclusivo la gestión del sistema, permitiendo reunir dentro de él los diversos intereses de múltiples terceros sobre la compra y venta de instrumentos financieros para dar lugar a contratos. Lo peculiar de los SMN es que también el operador facilita transacciones entre terceros, y pueden agrupar valores de determinadas empresas, sectores, territorios, etc.... Los internalizadores sistemáticos son ámbitos de contratación descentralizados, gestionados por una empresa de inversión que negocia por cuenta propia ejecutando órdenes de clientes de forma organizada, frecuente y sistemática, pero sin pasar por mercados regulados ni por sistemas multilaterales de negociación.

Se incorpora un *nuevo catálogo de servicios de inversión* (art. 63 LMV), con la aparición de una novedad importante como es el asesoramiento en materia de inversión, entendido como la realización de recomendaciones personalizadas a un cliente; lo que obliga a la creación de *entidades de asesoramiento financiero*», o EAFI (art. 64.1 d) LMV), cuyo objeto social es exclusivamente el asesoramiento personalizado a un cliente, sea a petición de éste o por iniciativa de la empresa de servicios de inversión, con respecto a operaciones relativas a instrumentos financieros. Esta actividad, que hasta el momento se llevaba a cabo de forma libre en el mercado, se somete ahora a un nuevo régimen incorporado a la Ley del Mercado de Valores.

Se amplía la gama de valores e instrumentos financieros susceptibles de ser negociados, ya que a los tradicionales se le suman todos los posibles tipos de derivados, incluidos los derivados con subyacente financiero y no financiero, contenidos en el art. 2 de la Ley del Mercado de Valores (5).

De la misma manera, la ley desarrolla las *condiciones de autorización y funcionamiento* en estos mercados (art. 31 bis), correspondiendo al Ministerio de Economía y Hacienda, a propuesta de la CNMV, conceder la autorización para la creación de los mercados secundarios oficiales, en lugar de al Consejo de Ministros como ocurría antes de la reforma (6); se establece un *nuevo régimen para la suspensión y exclusión de la negociación* de instrumentos financieros (arts. 33 y 34 LMV) (7); así como un *nuevo método de compensación y liquidación de las operaciones* en relación con la negociación en mercados secundarios oficiales (8).

2º) La *intensificación de las medidas protectoras del inversor*, haciéndose necesaria la diferenciación entre distintos tipos de inversores en función de sus conocimientos, a los que se otorgará un distinto nivel de protección vía información.

Reforzar la protección de los inversores en el mercado ha sido una de las motivaciones fundamentales de esta reforma, empleando varios mecanismos para la consecución de este fin, tales como la creación de nuevas obligaciones de información recíproca entre el cliente y las entidades que prestan los servicios de inversión, nuevas normas de conducta, la creación de un registro de contratos, obligaciones relativas a la gestión y ejecución de órdenes y ciertas cautelas en la contratación por vía electrónica. Sin embargo, no se establece un nivel único y homogéneo de protección, sino que la ley, atendiendo a la realidad existente hoy en día en los mercados financieros, en los que se ha diversificado notablemente el perfil del inversor, distingue tres categorías posibles de inversores (contrapartes elegibles —empresas de inversión, compañías de seguros, entidades de crédito, etc.— profesionales —inversores institucionales y grandes empresas— y minoristas, conforme a los artículos 78 bis y 78 ter LMV), garantizando el mayor grado de protección a los inversores o clientes minoristas.

Ahora bien, la consideración de cliente minorista está condicionada a que la empresa que preste el servicio de inversión realice la correspondiente evaluación de la experiencia y los conocimientos del cliente en relación con las operaciones y servicios que solicita, asegurándose de que puede tomar sus propias decisiones de inversión y comprende los riesgos que asume al realizarlas. Para ello, el cliente deberá rellenar un «test de idoneidad y de conveniencia», a través del cual remitirá a la entidad financiera o ESI toda la información que le sea requerida sobre sus conocimientos y su experiencia en el ámbito de inversión correspondiente al tipo concreto de producto o servicio ofrecido o solicitado, y sobre la situación financiera y los objetivos de inversión del cliente, permitiendo así a la citada entidad llevar a cabo una identificación del perfil inversor del cliente (art. 79 bis 6 y 7 LMV). En función de este perfil inversor, la

ESI podrá recomendarle el producto o servicio de inversión más adecuado a sus peculiares características.

Este deber de información es recíproco entre las entidades que prestan servicios de inversión y sus clientes, pesando sobre dichas entidades una norma de conducta fundamental que les obliga a comportarse con diligencia y transparencia en interés de sus clientes, cuidando de tal interés como si fuera propio (art. 79 LMV). La entidades que prestan servicios de inversión están obligadas a mantener, en todo momento, adecuadamente informados a sus clientes, cuidando de que toda la información que se les dirija, incluida la de carácter publicitario, sea *imparcial, clara y no engañosa*. Para concretar estos conceptos, se establecen ciertos requisitos que debe respetar la información para ser considerada imparcial, clara y no engañosa, como por ejemplo no indicar beneficios sin indicar riesgos, ser comprensible para un cliente medio, no minimizar advertencias, no incluir comparaciones mal justificadas, etcétera.

También por primera vez la LMV incluye una especificación sobre el contenido de la información precontractual que las entidades deben proporcionar al cliente o potencial cliente (información sobre la entidad y servicios que presta; sobre los instrumentos financieros y las estrategias de inversión, sobre los centros de ejecución de órdenes y los gastos y costes asociados, sobre riesgos asociados a tales instrumentos y sobre el servicio prestado), debiendo ésta facilitarse en un *modelo normalizado*. En definitiva, la información ofrecida al cliente o potencial cliente será la adecuada para permitirle comprender la naturaleza y los riesgos del servicio de inversión y del tipo específico de instrumento financiero que se ofrece, de tal forma que pueda adoptar decisiones sobre las inversiones con conocimiento de causa.

3º) La *adaptación de la estructura organizativa interna* de las entidades negociadoras de los instrumentos financieros con la finalidad de garantizar una óptima prestación del servicio al cliente.

A través de la Directiva 2006/73/CE, de la Comisión, por la que se aplica la Directiva 2004/39/CE en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión, se garantiza la aplicación uniforme de los requisitos organizativos de las empresas de inversión y sus condiciones de funcionamiento, con la finalidad de asegurar la igualdad de acceso de dichas empresas a todos los mercados de la Comunidad, y de eliminar los obstáculos derivados de los procedimientos de autorización que se oponen a la realización de actividades transfronterizas en el ámbito de los servicios de inversión. Por consiguiente, los estados miembros y las autoridades competentes

no deben añadir normas vinculantes suplementarias, que impongan a las empresas de inversión requisitos adicionales, al incorporar y aplicar las normas que establece la presente Directiva, excepto cuando ésta así lo prevea de manera expresa. En el caso de España, la Ley 47/2007 transpone tan sólo determinados aspectos muy concretos regulados en la Directiva 2006/73/CE, llevándose a cabo la mayor parte de la transposición a través del Real Decreto 217/2008.

Este nuevo régimen ha contribuido a dotar a las entidades financieras de una mayor disciplina interna (9). La nueva estructura interna de las entidades ha supuesto una revitalización del gobierno corporativo, implicando a los órganos de gobierno de las entidades en la gestión, y un nuevo protagonismo de las funciones de control (auditoría interna, control de riesgos y unidades de cumplimiento normativo). La Ley 47/2007 es muy exhaustiva en cuanto a los requisitos de organización interna que han de cumplir las ESI y las restantes entidades que presten servicios de inversión, con la finalidad de que todas ellas definan y apliquen políticas y procedimientos adecuados para garantizar que la empresa, sus directivos, su personal y sus agentes cumplan las obligaciones que la normativa del mercado de valores les impone. Se pretende que las entidades cuenten con una estructura adecuada y proporcionada a la escala y complejidad de sus actividades y con líneas de responsabilidad bien definidas, transparentes y coherentes (10).

4º) *Mayor coordinación entre las entidades supervisoras*

Como consecuencia de las nuevas competencias atribuidas a la CNMV en materia de supervisión e inspección, se establece la obligación para las ESI de informar a la CNMV sobre su estructura accionarial y sobre la identidad de los accionistas que posean participaciones significativas en su capital (art. 69 bis LMV). También deberán informar las ESI a la CNMV sobre su solvencia y la de los grupos consolidables de ESI, aportando información concreta sobre aquellos datos de su situación financiera y actividad en los que el mercado y otras partes interesadas puedan tener interés de cara a evaluar los riesgos a los que se enfrentan.

A la CNMV se le atribuyen nuevas funciones de cooperación e intercambio de información, tanto con otras entidades supervisoras españolas (Banco de España y Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones) como con autoridades supervisoras de otros estados miembros de la Unión Europea. En concreto, la CNMV deberá prestar ayuda a las autoridades competentes de los demás estados miembros a través del intercambio de información y la colaboración en actividades de investigación o supervisión, incluso en casos en que el com-

portamiento investigado no constituya una infracción de la normativa vigente en el Estado español. Y, de la misma manera, la CNMV podrá pedir la cooperación de la autoridad competente de otro estado miembro en una actividad de supervisión, bien para una verificación de datos o para una investigación relacionada con los mercados de instrumentos financieros.

La transposición de la Directiva MiFID al ordenamiento español se completa con 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 Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre (11). A través de este desarrollo reglamentario se completa el régimen aplicable a las ESI, profundizando en los, ya mencionados, «principios» que inspiraron la modificación de la LMV. Ha de tenerse en cuenta que lo regulado en su Título IV es exigible no sólo a las ESI, sino también a las entidades de crédito y a las sociedades gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva (SGIIC).

El Real Decreto 217/2008 incorpora al ordenamiento español el grueso de la Directiva 2006/73/CE, de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, relativa al régimen de las empresas de servicios de inversión (conocida como Directiva de nivel 2), a la vez que establece un completo catálogo de normas que han de seguirse en la prestación de estos servicios, configurando un régimen mucho más extenso y detallado que el que contenía el anterior Real Decreto 629/1993, de 3 mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios, al que deroga expresamente. El Real Decreto 217/2008 desarrolla con detalle las obligaciones de información a los clientes de las ESI, así como los criterios que han de ser tenidos en cuenta para la evaluación de la idoneidad y conveniencia de un producto financiero y para llevar a cabo la ejecución de órdenes de los clientes, manteniéndoles continuamente informados durante todo el proceso de la negociación. En la determinación del contenido informativo, resulta de vital importancia el distinto tratamiento dado de acuerdo con el perfil minorista o profesional del cliente. De esta manera, se concilia la necesaria protección que ha de darse a los inversores con el establecimiento de requisitos que no supongan una costosa e innecesaria carga para la entidad o el cliente.

II. LA TRANSPARENCIA INFORMATIVA COMO FUNDAMENTO DE LA PROTECCIÓN DEL CLIENTE FINANCIERO

Entre las normas de conducta aplicables a quienes prestan servicios de inversión que regula detalladamente

el título IV del Real Decreto 217/2008, las obligaciones de información a clientes o posibles clientes ocupan un lugar destacado. En este lugar se pormenorizan las normas de conducta que, en un sentido más general, enunciaba el art. 19 de la Directiva MiFID para la prestación de servicios de inversión al exigir que las entidades que prestasen estos servicios actuasen «*con honestidad, imparcialidad y profesionalidad, en el mejor interés de su clientes*». La obligación de transparencia se acoge en nuestra LMV estableciendo el deber, por parte de las entidades que presten servicios de inversión, de comportarse en todo momento con diligencia y transparencia, de mantener adecuadamente informados a sus clientes, cuidando de sus intereses como si fueran propios (art. 79 bis.1 LMV). No sólo deberán las entidades proporcionar al cliente información de tipo precontractual (información adecuada y comprensible respecto a los elementos del negocio), sino que también deberán ofrecer información durante la fase de ejecución del contrato a través de los medios adecuados (registro del documento contractual y realización de informes adecuados). En todo caso, la información ofrecida al cliente deberá facilitarse en un modelo normalizado, y será la adecuada para permitirle comprender la naturaleza y los riesgos del servicio de inversión y del tipo específico de instrumento financiero que se ofrece, de tal forma que pueda adoptar decisiones sobre las inversiones con conocimiento de causa.

La adecuación de la información ofrecida al cliente resulta ser pieza clave en la efectividad de su protección, motivo por el que el Real Decreto gradúa la información que ha de ofrecerse al cliente en función del tipo de cliente. De esta manera, la primera notificación que deberá realizar la ESI a sus clientes será la de su clasificación como *cliente minorista, profesional o contraparte elegible* (art. 61 Real Decreto 217/2008), asistiendo al cliente el derecho a exigir una clasificación distinta. Al cliente minorista, considerado como el cliente más necesitado de protección por no disponer de la experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y evaluar los riesgos inherentes, se destina una información exclusivamente dirigida a ellos y contenida en el art. 63 RD, que versa sobre la propia entidad y sus servicios. En relación con los clientes profesionales, el legislador parte de la presunción de que éstos tienen la experiencia y los conocimientos necesarios en relación con los productos, operaciones y servicios para ser clasificados como tales.

La necesidad de adecuar la protección de cada cliente con su nivel de conocimiento exige la recíproca obligación por parte del cliente de proporcionar a la entidad la información precisa para poder determinar su nivel de conocimiento (test de idoneidad y conveniencia). De esta manera, la entidad podrá clasificar al cliente

y ofrecerle la información que precisa conforme a su particular clasificación.

La finalidad última de las obligaciones de transparencia, perseguida a través de las obligaciones de información, es proteger al cliente de servicios de inversión frente a posibles abusos en los que pudieran incurrir las entidades financieras por su privilegiada posición contractual respecto del cliente financiero, especialmente si es minorista. La normativa MiFID pretende equilibrar la posición contractual del cliente frente a las entidades financieras por encontrarse aquél en una situación de inferioridad informativa, motivada por la complejidad de los servicios prestados, que requiere una especial tutela por parte del ordenamiento jurídico (Flores Doña, 2010; AA.VV., 2007).

1. Información imparcial, clara y no engañosa

La LMV (art. 79 bis.2) acoge la norma de conducta contenida en el art. 19.2 de la Directiva MiFID por la que se obliga a las entidades que prestan servicios de inversión a mantener, en todo momento, adecuadamente informados a sus clientes, permitiendo que toda la información que se les dirija, incluida la de carácter publicitario, sea imparcial, clara y no engañosa. Se exige, además, que las comunicaciones publicitarias sean identificables con claridad como tales. Lo que en realidad pretende la norma MiFID en cuestión es obligar a las ESI a emplear las técnicas oportunas para hacer perceptible por el cliente la naturaleza jurídica de la información que recibe a través de la comunicación publicitaria. De alguna manera habrán de indicar si la información publicitaria constituye una verdadera oferta de contrato por contener los elementos esenciales de éste o si, por el contrario, es un simple reclamo publicitario (*invitatio ad offerendum*) sin valor vinculante para la entidad, con el que sólo se persigue que el cliente financiero se interese por la inversión que se le sugiere y sea éste quien dirija su propuesta de operación a la entidad.

Las demás condiciones que debe cumplir la información al cliente para ser imparcial, clara y no engañosa, ya sea considerada verdadera oferta de contrato o mero reclamo publicitario, han sido pormenorizadas a través del desarrollo reglamentario (art. 60 Real Decreto 217/2008), en el cual, además, se hace alusión a la delimitación legal de posibles técnicas que pudieran ser empleadas por las ESI en la difusión de su información, como la comparación con otros servicios o instrumentos financieros; o la alusión a resultados históricos de un servicio de inversión, ya sean reales, simulados o futuros. Estas condiciones, no obstante, únicamente se exigen respecto de la información y comunicaciones publicitarias dirigidas a clientes minoristas, incluidos los clientes potenciales, o si la información es difundida de

tal manera que probablemente sea recibida por los mismos. No parece que para el resto de clientes no minoristas sea necesario adoptar las precauciones que señala el art. 60 del Real Decreto 217/2008.

En particular, la información se considerará imparcial, clara y no engañosa siempre que cumpla las siguientes condiciones.

La información deberá incluir el *nombre de la entidad* que presta los servicios de inversión. La identificación de la ESI que presta los servicios de inversión resulta imprescindible para que el cliente pueda contactar con ella demandando mayor información, si decide contratar, o en los supuestos de posterior imputación de responsabilidades.

La información deberá ser *exacta*, y no destacará los beneficios potenciales de un servicio de inversión o de un instrumento financiero sin indicar también los riesgos pertinentes, de manera imparcial y visible. Hay que reconocer que en ocasiones puede resultar difícil ofrecer una información objetiva e imparcial en este sentido, ya que la ESI siempre tenderá a realzar los potenciales beneficios de la operación propuesta, minimizando los posibles riesgos con la finalidad de que el potencial inversor se sienta motivado a contratar.

La información será *suficiente* y se presentará de forma que resulte comprensible para cualquier integrante medio del grupo al que se dirige o para sus probables destinatarios. Al respecto, debemos tener en cuenta que el volumen de información no debe pecar por defecto ni por exceso, ya que también es posible que el cliente inversor se encuentre desinformado en los supuestos en que se le proporciona un exceso de información, sobre todo cuando ésta es ofrecida de manera desorganizada y se trata de un cliente poco especializado en la materia financiera. En general, la información ofrecida deberá ser comprensible para un cliente medio no especializado en la materia.

Para que la información se considere no engañosa, no deberá, en ningún caso, *ocultar, encubrir o minimizar ningún aspecto*, declaración o advertencia importantes. De esta forma, cuando la información haga referencia a un régimen fiscal particular, deberá aclarar de forma visible que ese régimen dependerá de las circunstancias individuales de cada cliente, y que puede variar en el futuro en función de circunstancias no acaecidas en el momento en que se ofrece la información.

Por otro lado, tampoco es admisible que la información se acompañe de un aprovechamiento indebido del prestigio de una entidad u autoridad oficial competente en nuestros mercados. Por ello, no se podrá incluir en la información, en ningún caso, el nombre de la CNMV, o

de otra autoridad competente en los mercados, de manera tal que indique o pueda inducir a pensar que la autoridad aprueba o respalda los productos o los servicios de la empresa, induciendo a error a los inversores respecto del posible respaldo o garantía de la operación por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

En el supuesto de que la información sea de tipo *comparativo* respecto de los servicios de inversión o instrumentos prestados por otras empresas, el Real Decreto 217/2008 establece unas condiciones para la comparación que nos recuerdan en gran medida a los fijados para la publicidad comparativa en el art. 6 bis) de la Ley 34/1988 General de Publicidad. Así, cuando en la información se comparen servicios de inversión o auxiliares, instrumentos financieros o las personas que presten los servicios, la comparación deberá ser pertinente y se presentará de manera imparcial y equilibrada (12), se incluirán los hechos e hipótesis principales utilizadas para hacer la comparación y se identificarán las fuentes de información utilizadas para la comparación.

Cuando la información incluya *resultados históricos* de un servicio de inversión, de un instrumento financiero o de un índice financiero, dichas referencias deberán ofrecerse con la mayor objetividad posible, de manera que no se tergiversen los resultados históricos a que se hace referencia. De esta manera, los resultados no podrán ser el elemento más destacado de la comunicación y se indicará con toda claridad el período de referencia y la fuente de la información.

Los resultados históricos a que se haga referencia no deberán ser demasiado lejanos en el tiempo. No se considera apropiado hacer referencia a resultados históricos referidos a períodos anteriores a los últimos cinco años, si bien se deja que sea la ESI quien decida en último término, el período a cuyos resultados se quiere hacer referencia. Únicamente es obligado que la información sobre resultados históricos se base en períodos completos de doce meses, a fin de que resulte objetiva la comparación (13).

Los resultados históricos deberán acompañarse de ciertas advertencias que habrán de tener en cuenta los inversores en su interpretación. Por ejemplo, se deberá advertir de forma visible que las cifras se refieren al pasado y que los rendimientos pasados no son un indicador fidedigno de resultados futuros; que se refieren a otra divisa, previniendo de posibles incrementos o disminuciones del rendimiento en función de las fluctuaciones monetarias. O, cuando la información se base en los resultados brutos, deberá publicarse el efecto de las comisiones, honorarios u otras cargas.

Mayores cautelas aún deberán guardarse cuando la información incluya *resultados históricos simulados*, sola-

mente admisibles en el caso de instrumentos financieros o de índices financieros. Incluso en estos casos la ley pretende una referencia lo más objetiva posible, exigiendo que los resultados simulados se basen en resultados históricos reales de uno o más instrumentos financieros o índices financieros que sean idénticos al instrumento financiero de que se trate, o subyacentes del mismo, y que cumplan lo dispuesto en la norma para estos resultados. Se deberá advertir de forma visible que las cifras se refieren a resultados históricos simulados y que los rendimientos pasados no son un indicador fidedigno de resultados futuros.

Por último, el art. 60 Real Decreto 217/2008 contiene algunas previsiones para evitar que la información sea engañosa cuando se contengan datos sobre *resultados futuros*, hecho que en ocasiones acontece en este tipo de información dirigida a los inversores. También en este caso se busca la mayor objetividad posible. De ahí que las referencias a resultados futuros no se puedan basar en resultados históricos simulados ni hacer referencia a éstos, sino que deberán basarse en supuestos razonables respaldados por datos objetivos, debiendo publicarse el efecto de las comisiones, honorarios u otras cargas. Al igual que en los supuestos anteriores, deberá advertirse de forma visible que las previsiones no son un indicador fidedigno de resultados futuros.

2. Información adecuada al tipo de cliente. Clasificación de los clientes

En los últimos años, el aumento de la complejidad y la variedad de los inversores como destinatarios finales de los productos financieros ha puesto en evidencia la necesidad de adecuar la protección dispensada al cliente o consumidor a sus particulares características. Por un lado, se ha observado un incremento de la profesionalidad de los inversores, al mismo tiempo que se ha producido un notable aumento en el acceso directo por parte del pequeño inversor. De ahí que la clasificación de los clientes haya sido una de las novedades más significativas de la normativa MiFID impuesta a los estados miembros, pues, en virtud de su clasificación, se establecen las particulares obligaciones de información por parte de las entidades. Es por esto por lo que la norma reglamentaria distingue entre la información que han de prestar las ESI a todo tipo de inversor y la información destinada únicamente a clientes minoristas (artículo 63 Real Decreto 217/2008), siendo a estos últimos a los que la ley otorga un mayor grado de protección. Se considera cliente minorista a todo aquél que, por un puro criterio de exclusión, no pueda ser considerado cliente profesional.

Como novedad, la ley obliga a que esta información sea también ofrecida a los *clientes potenciales* que toda-

vía no han contratado con la entidad, entendiéndose por cliente potencial a 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; de lo que se desprende que las referidas obligaciones informativas tienen un evidente carácter precontractual. La referencia al cliente potencial ha obligado a que las entidades que cuentan con amplias redes de clientes de servicios financieros hayan optado por incluir la información preceptiva en la web de la entidad con la finalidad de hacerla accesible a todos ellos.

La primera información que están obligadas a suministrar a sus clientes —a los existentes y a los nuevos— las entidades que prestan servicios de inversión es la relativa a la *clasificación de clientes* en minoristas, profesionales y contrapartes elegibles que establezcan de conformidad con lo dispuesto en los artículos 78 bis y 78 ter de la Ley 24/1988, de 28 de julio. Se trata de una clasificación realizada siguiendo un criterio complejo, de carácter subjetivo-funcional y objetivo, que combina los conocimientos y la cualificación financiera del cliente con su capacidad inversora en términos económicos (14). El Real Decreto 217/2008 les obliga a utilizar un soporte duradero para comunicar a sus clientes la clasificación que se les haya asignado y que les asiste el derecho, en su caso, a exigir una clasificación distinta, indicando las limitaciones que esa nueva clasificación podría suponer en cuanto a la protección del cliente.

Así, conforme al art. 78 bis) LMV, *cliente profesional* es aquél a quien se presume la experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y evaluar correctamente sus riesgos. Se considera cliente profesional a las *entidades financieras y demás personas jurídicas que, para poder operar en los mercados financieros, hayan de ser autorizadas o reguladas por estados, sean o no miembros de la UE, los estados y administraciones regionales, los organismos públicos que gestionen la deuda pública, los bancos centrales y organismos.....*, y las grandes empresas que individualmente cumplan, como mínimo, dos de los criterios establecidos en el art. 78 bis. 3 c) (15). También podrán tener la consideración de cliente profesional los demás clientes que lo soliciten y renuncien expresamente a su tratamiento como minoristas, si bien, en este caso, la ESI deberá comprobar que se cumplen, como mínimo, dos de los criterios que señala el art. 78 bis) 3 e) LMV (16), debiendo observarse el procedimiento que señalan las normas de desarrollo, es decir, mediante escrito del interesado en el que se haga constar su consentimiento expreso. El art. 61.3 Real Decreto 217/2008 señala que:

A efectos de lo dispuesto en el artículo 78 bis.3.e de la Ley 24/1988, de 28 de julio, para que las personas indicadas en dicha letra puedan ser tratadas como clientes profesionales, deberá observarse el siguiente procedimiento:

a) El cliente deberá pedir por escrito a la entidad su clasificación como cliente profesional, bien con carácter general, bien para un servicio o transacción determinada, o para un tipo de producto o transacción específico.

b) La entidad deberá advertirle claramente por escrito de las protecciones y posibles derechos de los que se vería privado.

c) El cliente deberá declarar por escrito, en un documento distinto al del contrato, que conoce las consecuencias derivadas de su renuncia a la clasificación como cliente minorista.

Pero también es admisible la situación inversa, es decir, que por propia iniciativa de la entidad, o a petición del cliente, pueda tratarse como cliente minorista a un cliente que deba considerarse profesional en virtud de lo dispuesto en el artículo 78 bis.3 de la Ley 24/1988, de 28 de julio. En este sentido, corresponderá al cliente profesional solicitar un mayor grado de protección cuando considere que no está en condiciones de evaluar o gestionar correctamente los riesgos a los que se expone. En concreto, se le tratará como cliente minorista cuando celebre un contrato escrito con la entidad en el que se precisarán los servicios y tipos de productos y transacciones en relación con los cuales se le dará tratamiento de cliente minorista.

La consideración de *contraparte elegible* se reserva para aquellos clientes profesionales que sean empresarios, y así lo soliciten, respecto de aquellos servicios u operaciones para los que puedan ser tratados como tales. Siempre que lo soliciten, también se considerarán contraparte elegible las empresas que renuncien de forma expresa a su tratamiento como minoristas, cumpliendo los requisitos legales (art. 78 bis) 3. e) LMV), pero sólo respecto de los servicios u operaciones para los que puedan ser tratadas como cliente profesional. En relación con la contraparte elegible, se admite también el supuesto inverso, es decir, que las entidades por propia iniciativa, o a petición del cliente, puedan tratar como cliente profesional o minorista a un cliente que, en su defecto, podría clasificarse como contraparte elegible en virtud de lo dispuesto en el párrafo primero del artículo 78 ter.1 de la Ley 24/1988, de 28 de julio. No obstante, cuando una contraparte elegible solicite el trato como cliente, sin solicitar su consideración como cliente minorista, se le tratará como cliente profesional, si la entidad está de acuerdo. De lo contrario, se dará aplicación al procedimiento previsto para los casos de renuncia expresa al tratamiento como cliente minorista (art. 58 Real Decreto 217/2008).

En definitiva, no estamos ante una clasificación herméutica del cliente, ya que éste puede transitar de una clase a otra solicitando el cambio expresamente y cumpliendo ciertos criterios. Debe además tenerse en cuenta

que las ESI gozan de cierto ámbito de autonomía para elaborar y aplicar políticas y procedimientos internos de clasificación de sus clientes, que deberán hacer públicos. En cualquier caso, cuando la entidad tenga conocimiento de que un cliente ha dejado de cumplir los requisitos para ser tratado como profesional, lo considerará con carácter inmediato, a todos los efectos, como un cliente minorista y le informará de ello. De modo paralelo, también corresponde a los clientes profesionales informar a la entidad de cualquier cambio que pudiera modificar su clasificación.

III. LOS DIVERSOS MECANISMOS DE INFORMACIÓN PERSONALIZADA AL CLIENTE FINANCIERO

La protección del cliente fundamentada en la transparencia exige el cumplimiento de ciertas normas de conducta a las entidades. Dichas normas se concretan en obligaciones de información personalizada al cliente durante la fase precontractual -información sobre la ESI y sus servicios, sobre los instrumentos financieros, sobre los riesgos, los costes e incentivos- dirigida a comprender la naturaleza y riesgos del instrumento financiero o del servicio que se le propone al cliente. A través de los test de idoneidad y de conveniencia el cliente proporciona a la entidad la información precisa para poder determinar el nivel de conocimiento del propio cliente, y su consiguiente necesidad de información, permitiendo la existencia de un flujo de información recíproca entre aquél y las entidades que prestan los servicios de inversión.

Los mecanismos de información personalizada al cliente traspasan la fase prenegocial para adentrarse en la de gestión y ejecución de las órdenes de éste, con nuevas obligaciones a cargo de las ESI: información sobre la ejecución de órdenes, relacionadas o no con el servicio de gestión de carteras, y obligación de registro del documento contractual. Incluso se establecen obligaciones informativas posteriores a la gestión, al quedar las entidades también obligadas a ofrecer información sobre los estados de instrumentos financieros o de los fondos de los clientes (17).

1. La información personalizada al cliente financiero en la fase precontractual

Sobre las entidades que prestan servicios de inversión pesa una norma de conducta fundamental que les obliga a comportarse con diligencia y transparencia en interés de sus clientes, cuidando de tales intereses como si fueran propios (art. 79 LMV). Las ESI están obligadas a mantener, en todo momento, adecuadamente informados a sus clientes, debiendo procurar que el contenido de la información precontractual señalada en los artículos 63 a 66 Real Decreto 217/2008 se

ofrezca a los clientes-inversores en el momento y en la forma adecuados al buen fin del servicio que se presta. El cliente financiero deberá recibir la información necesaria en el momento preciso, de tal manera que le permita comprender la naturaleza y los riesgos del servicio de inversión y del tipo específico de instrumento financiero que se ofrece, y pueda adoptar decisiones sobre las inversiones con conocimiento de causa. De ahí que la normativa venga exigiendo que, salvo imposibilidad, la información se suministre durante la fase prenegocial, cuando todavía el cliente-inversor no ha asumido ninguna obligación contractual, de tal manera que se le permita disponer de tiempo suficiente para analizar la información recibida. La LMV remite a las disposiciones reglamentarias de desarrollo (art. 62 Real Decreto 217/2008) los pormenores de contenido, tiempo y forma de esta obligación de transparencia.

1.1. *El momento de suministro de la información al cliente financiero*

Con carácter general, el art. 62 Real Decreto 217/2008 distingue dos circunstancias que sirven de referente temporal para marcar el momento en que se deberá presentar la información al cliente: la celebración del contrato y el momento de la prestación del servicio. Así, cuando se trata de clientes minoristas, entre los que se incluyen los clientes potenciales, las ESI deberán proporcionarles las condiciones del contrato y la información exigida en el artículo 63, en relación con éste y con los servicios de inversión o auxiliares, con suficiente antelación a la celebración del contrato de prestación de servicios de inversión o auxiliares, o con antelación a la propia prestación del servicio, cuando ésta sea anterior a la celebración del contrato. El resto de la información contenida por los artículos 63 a 66 RD (información sobre las ESI, instrumentos financieros, riesgos y costes) deberá proporcionarse a los clientes minoristas y potenciales con antelación suficiente a la prestación del servicio en cuestión. Asimismo, deberán notificarles, también con suficiente antelación, cualquier cambio importante en dicha información que resulte pertinente para un servicio que se esté prestando al cliente en cuestión.

Por el contrario, si se trata de clientes profesionales, la información a suministrar será únicamente la exigida en los apartados 5 y 6 del artículo 65, relativa a los distintos derechos del cliente sobre instrumentos financieros que vayan a estar sujetos a la normativa de un Estado que no sea miembro de la Unión Europea, e información sobre las garantías o gravámenes a que puedan estar sometidos los instrumentos financieros. En ambos casos, tanto si se proporciona a un cliente minorista como a un cliente profesional, la normativa

exige que la información requerida y las condiciones generales del contrato se suministren al cliente con antelación suficiente, es decir, antes de que el cliente asuma cualquier obligación derivada de la oferta, pero no se señala un plazo concreto de antelación.

Tampoco se señala plazo alguno para remitir la información y las condiciones del contrato en función del medio empleado para contratar, sin que sea de aplicación el plazo señalado en el «Real Decreto 1906/1999, de 17 de diciembre, por el que se regula la contratación telefónica o electrónica con condiciones generales en desarrollo del artículo 5.3 de la Ley 7/1998, de 13 de abril, de condiciones generales de la contratación», cuyo art. 2 obliga a enviar la información sobre las condiciones contractuales con un plazo mínimo de antelación de tres días naturales anteriores a la celebración del contrato (18). La inaplicación de dicho plazo se deriva no sólo del hecho de estar los servicios de inversión expresamente excluidos del ámbito de aplicación del RD 1906/1999 (art. 1.3) (19), lo cual ya es motivo suficiente, sino también del efecto derogatorio que ha supuesto la ausencia de plazo del art. 79 y ss, LMV y del artículo 62 Real Decreto 217/2008 para el envío de la información precontractual al cliente-inversor, ya que en ellos sólo se exige que se suministre con «antelación suficiente».

La regla de la «antelación suficiente» ha sufrido una excepción que se recoge en el art. 62.4 Real Decreto 217/2008. El precepto permite que dicha información precontractual pueda facilitarse en un momento posterior a la perfección del contrato o, en su caso, inmediatamente después a la prestación del servicio en cuestión, cuando confluyan dos circunstancias: primero, que el contrato se celebre a petición del cliente, y segundo, que se utilice una técnica de comunicación a distancia que no permita transmitir las condiciones contractuales y el resto de información requerida con carácter previo a la contratación. En este caso, hubiera sido sumamente deseable una especificación del plazo en que la ESI debe enviar la documentación tras la formalización del contrato, habida cuenta de que el término «inmediatamente después» carece de objetividad. La exigencia cobra todo su sentido si se pone en relación con el plazo de 14 días con que cuenta el cliente-inversor para desistir del contrato a distancia, período durante el cual aún puede decidir si mantiene su vinculación en el contrato celebrado (Sirvent, 2009). Durante este período postcontractual surge para el cliente la misma necesidad que existía en la fase precontractual, de recibir una información precisa y completa sobre el contrato que ha celebrado, y que le permita ratificarse en la decisión de contratar. Teniendo en cuenta la rapidez que las nuevas técnicas de comunicación a distancia han impreso a la contratación con consumidores, es de suponer que el envío de la información sólo se considera realizada de

forma «inmediata» si se realiza antes de los 14 días posteriores al contrato; por lo que no parece preciso modificar la norma.

El problema surge entonces en relación con los contratos que no tienen reconocido un derecho de desistimiento (20); ya que en estos supuestos el cliente que contrata sin haber recibido la información previa y las condiciones contractuales, y corre el riesgo de no disponer de la posibilidad de desistir del contrato si, cuando reciba la información completa sobre lo contratado, llega al convencimiento de que no se ajusta a sus pretensiones. En todo caso, el cliente-inversor, aunque haya contratado utilizando un medio de comunicación a distancia que impida la provisión de toda la información precontractual requerida, sí que deberá ser informado sobre los elementos esenciales del contrato u operación de inversión que se le propone, puesto que el artículo 62.4 b) Real Decreto 217/2008 señala que, aunque el medio utilizado no haya sido la telefonía vocal, resultará de aplicación lo dispuesto en el artículo 7.3 de la Ley 22/2007, de 11 de julio, sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores, considerando al cliente como consumidor y a la empresa como proveedor (21).

1.2. *La forma de suministro de la información. Empleo de soporte duradero*

El empleo de una forma o medio adecuados para hacer accesible la información a los clientes resulta esencial en la consecución de la transparencia informativa. El art. 62.3 Real Decreto 217/2008 obliga a que la información se proporcione en un soporte duradero o a través de una página web. Cuando el alojamiento de la información en una web no reúna las circunstancias para considerarla como soporte duradero, deberán cumplirse las condiciones que señala el artículo 3.2 Real Decreto 217/2008 en relación con la provisión de información a través de web. También se exige que la notificación de los cambios en la información proporcionada se proporcione al cliente en soporte duradero cuando la información originaria se remitió utilizando un soporte duradero. En general, cualquier modificación de la información inicialmente aportada al cliente deberá proporcionarse empleando el mismo medio empleado en su primera difusión.

El art. 3 Real Decreto 217/2008 considera *soporte duradero* no sólo el tradicional papel, sino cualquier otro medio o soporte electrónico (22). Las entidades podrán facilitar la información en un soporte distinto del papel cuando el medio escogido resulte apropiado al contexto en que la actividad entre la entidad y el cliente sea, o vaya a ser, llevada a cabo. El RD considera que el medio electrónico escogido es apropiado cuando el cliente

aporte prueba de tener un acceso regular a Internet por haber aportado una dirección de correo electrónico a efectos del desarrollo de la actividad de la entidad que presta servicios de inversión. De lo contrario, es decir, si el cliente no proporciona a la ESI una dirección de correo electrónico a los efectos de su comunicación o notificaciones, habrá que presumir que, respecto de este cliente, el medio electrónico no es el adecuado para remitirle la información requerida.

También es necesario que el cliente a quien se deba facilitar la información haya optado expresamente por la provisión de información en un soporte distinto al papel, siempre que se le permita la opción de elegir entre los dos soportes. Sólo al cliente corresponde valorar si personalmente cuenta con los conocimientos informáticos adecuados para obtener información relativa al servicio de inversión a través de los medios electrónicos alternativos que la entidad le ofrece. Nótese que, siempre que el cliente cuente con las actitudes informáticas mínimas para el manejo de este medio electrónico, dicha forma de provisión de información contribuirá decisivamente a potenciar la transparencia informativa, debido a las consabidas ventajas que ofrece respecto del soporte papel para ofrecer una información actualizada y a la que puede accederse en tiempo real.

Para garantizar las potenciales ventajas de transparencia a que contribuye el soporte electrónico, el Real Decreto 217/2008 señala, en su art. 3, algunas cautelas que habrán de observarse por la entidad que presta servicios de inversión cuando se disponga a facilitar información a un cliente a través de un sitio web y esa información no vaya dirigida personalmente a él:

- a) La provisión de la información en ese medio deberá resultar apropiada al contexto en que la actividad entre la entidad y el cliente sea, o vaya a ser, llevada a cabo.
- b) El cliente deberá aceptar expresamente que la información se le facilite en ese soporte.
- c) Deberá notificarse electrónicamente al cliente la dirección del sitio web y el lugar en dicho sitio donde pueda accederse a la información.
- d) La información deberá estar actualizada.
- e) La información deberá estar accesible de forma continua a través del sitio web durante el período de tiempo que el cliente pueda necesitar razonablemente para examinarla.

La información ofrecida a través de web deberá cumplir además los requisitos exigidos en el art. 2 de la Ley 56/2007, de medidas de impulso de la Sociedad de la

Información (LISI) (23), y deberá completarse con la información exigida por la Ley 22/2007, de 11 de julio, de Comercialización a Distancia de Servicios Financieros con los Consumidores (LCDSF) (Tapia, 2009).

El art. 9 LCDSF obliga al proveedor de los servicios financieros a comunicar al consumidor todas las condiciones contractuales (entre las que estarán las condiciones generales de la contratación), así como la información contemplada en los arts. 7 (requisitos de información previa al contrato) y 8 (requisitos de información adicionales a los del art. 7 que puedan contenerse en la legislación aplicable al servicio financiero concreto) en soporte papel u otro soporte duradero accesible al consumidor, con suficiente antelación a la posible celebración del contrato a distancia o a la aceptación de una oferta y, en todo caso, antes de que el consumidor asuma las obligaciones mediante cualquier contrato a distancia u oferta.

Como excepción al régimen general, se prevé que el proveedor ha de cumplir tales obligaciones de entrega de las condiciones generales de la contratación inmediatamente después de la formalización del contrato cuando éste se hubiese celebrado a petición del consumidor utilizando una técnica de comunicación a distancia que no permita transmitir toda la información referida anteriormente, como es el caso de la contratación telefónica.

En todo caso, el consumidor de servicios financieros siempre mantendrá el derecho de obtener las condiciones contractuales en formato papel, pudiendo, además, cambiar la técnica de comunicación a distancia empleada.

La libertad del cliente para elegir un medio o técnica de contratación a distancia que impida facilitar la información con antelación suficiente a la celebración del contrato o a la prestación del servicio, como pueda ser la telefonía vocal u otro distinto, no ha impedido que el Real Decreto 217/2008 haya tenido en cuenta las limitaciones o dificultades propias de estos medios en la difusión de información al cliente. El art. 62.4 b) RD lo que hace es extender las especialidades previstas en la contratación a distancia con consumidores a través de telefonía vocal (art. 7.3 Ley 22/2007 CDSF) a cualquier supuesto de contratación de servicios de inversión realizado mediante una técnica de comunicación a distancia (no sólo el teléfono) que impida facilitar íntegramente la información (24).

Puesto que la propia naturaleza del medio empleado no hace apropiado suministrar el mismo volumen de información que podría hacerse llegar a través de otros medios de transmisión electrónica (web, fax, etc...) por considerarse excesiva, el art. 7.3 Ley CDSF establece

un contenido mucho más esquemático para el caso de comunicación a través de telefonía vocal (identidad de la persona que contacta, características principales del servicio financiero, precio total, otros costes, derecho de desistimiento). En el caso de contratación de un servicio financiero, el precepto se aplica a cualquier supuesto de contratación utilizando una técnica de comunicación a distancia que, a semejanza de la telefonía vocal, impida suministrar toda la información requerida con carácter previo a la celebración del contrato, lo que supone una protección adicional para el cliente-inversor.

1.3. *Contenido de la información suministrada al cliente financiero*

El derecho del cliente-inversor a obtener información previa al contrato o servicio de inversión tiene su fundamento jurídico en el art. 60 LGDCU, que determina la obligación general de todo empresario de poner a disposición del consumidor y usuario de forma clara, comprensible y adaptada a las circunstancias la información relevante, veraz y suficiente sobre las características esenciales del contrato, en particular sobre sus condiciones jurídicas y económicas, y de los bienes o servicios objeto del mismo. A continuación, determina el precepto las informaciones sobre los bienes o servicios que tendrán la consideración de «relevantes» (25), admitiendo que también puedan ser «relevantes» las informaciones establecidas en otras normas que resulten de aplicación, como sería el caso de las contenidas en la LMV y sus normas de desarrollo sobre los servicios de inversión.

La LMV incluye por primera vez una especificación sobre el contenido de la información precontractual que las entidades deben proporcionar al cliente o potencial cliente, quien deberá recibir información adecuada sobre la entidad y servicios que presta; sobre los instrumentos financieros y las estrategias de inversión; sobre los centros de ejecución de órdenes y sobre los gastos y costes asociados; sobre riesgos asociados a tales instrumentos, y sobre el servicio prestado, debiendo ésta facilitarse en un *modelo normalizado* (art. 79 bis) 3. LMV). El precepto insiste en la importancia de especificar además los riesgos asociados a tales instrumentos y estrategias de inversión, debiéndose incluir orientaciones y advertencias apropiadas al respecto, y los costes de las operaciones o servicios realizados por cuenta del cliente. Todo ello con la finalidad de que la información ofrecida al cliente o potencial cliente sea la adecuada para permitirle comprender la naturaleza y los riesgos del servicio de inversión y del tipo específico de instrumento financiero que se ofrece, de tal forma que pueda adoptar decisiones sobre las inversiones con conocimiento de causa.

La adecuación de la información a la clase de cliente-inversor es el criterio seguido por el Real Decreto

217/2008 en la ordenación de su contenido. Al cliente minorista o potencial se le deberá proporcionar toda la información recogida por los arts. 63 a 66 RD más las condiciones contractuales, debiendo éstas ajustarse a la legislación específica del contrato u operación que se celebra. En el caso de clientes profesionales, basta con informarles sobre los aspectos recogidos en los apartados 5 y 6 del art. 65 RD, referidos a los distintos derechos del cliente sobre instrumentos financieros que vayan a estar sujetos a la normativa de un Estado que no sea miembro de la Unión Europea, y sobre las garantías o gravámenes a que puedan estar sometidos los instrumentos financieros. No obstante, la práctica de muchas de las entidades de inversión de alojar la información requerida en la web de la entidad permite que la información pueda estar disponible para cualquier tipo de cliente con independencia de su clasificación.

En el caso de participaciones o acciones de instituciones de inversión colectiva, gran parte de esta información preceptiva (sobre los instrumentos financieros y las estrategias de inversión propuestas, y sobre los costes y gastos asociados que se refieran a la institución de inversión colectiva, incluidas las comisiones de suscripción o adquisición y de reembolso o enajenación) podrá ser sustituida por la elaboración de un *folleto simplificado* exigido en virtud del artículo 17 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, considerándose información suficiente, a los efectos de lo dispuesto en el artículo 79 bis.2 de la Ley del Mercado de Valores (26).

Cuando el contrato o servicio de inversión se realice utilizando una técnica de comunicación a distancia, el cliente-inversor deberá también ser informado en fase prenegocial sobre las condiciones de prestación del servicio mediante la técnica de comunicación a distancia elegida. Esta información se detalla en el art. 7.1 Ley 22/2007 CDSF, y se refiere a la identidad del proveedor, a las características del servicio financiero, a las técnicas de contratación a distancia que se vayan a utilizar para la perfección del contrato y a los medios de reclamación e indemnización (27).

Lo novedoso de este régimen es que el contenido obligatorio de la información precontractual que ha de proporcionarse al cliente, no sólo debe cumplirse respecto de la información obligatoria que ha de incluirse en los modelos normalizados, sino que se extiende también a la *publicidad promocional* que las ESI lleven a cabo en relación con los instrumentos financieros o servicios que pretendan promocionar. Las comunicaciones publicitarias serán coherentes con cualquier información que la empresa proporcione a sus clientes en el curso de la prestación de los servicios de inversión y auxiliares (art. 62.5 Real Decreto 217/2008). Se trata de otorgar una protección al inversor que va más allá de los límites del

derecho de contratos tradicional, pues obliga a incluir en la publicidad, que no sea un simple reclamo publicitario, toda la información que sea pertinente de la mencionada en los artículos 63 a 66 Real Decreto 217/2008. Dicha información deberá incluirse no sólo en los casos en que la publicidad contenga una oferta de contrato, sino también cuando contenga una invitación a realizar una oferta que incluya la forma de respuesta o de formulario mediante el que se pueda dar respuesta (28). La protección pretendida al inversor, en el caso de la publicidad que constituya una mera *invitatio ad offerendum*, exigiendo que ésta contenga toda la información quizá deba considerarse excesiva, puesto que la *invitatio ad offerendum* se trata de una declaración de voluntad que, por propia definición, no contiene los elementos esenciales de la oferta ni tiene efecto vinculante directo (29).

A) Información sobre la empresa de servicios de inversión y sus servicios

La información sobre la ESI y sobre los servicios de ésta destinados a clientes minoristas se detalla en el artículo 63 Real Decreto 217/2008. Esta información deberá proporcionarse, en todo caso, a los clientes minoristas, incluidos los potenciales. Es la siguiente:

a) El *nombre y dirección de la empresa*, así como todos los datos de contacto necesarios para permitir la comunicación efectiva del cliente con la empresa. Entre los datos de contacto necesario, podríamos incluir la dirección de correo electrónico, página web de la ESI —en el caso de contar con ella—, dirección de uno de los establecimientos permanentes en España y cualquier otro dato que permita establecer una comunicación directa y efectiva.

b) Los *idiomas* en los que el cliente podrá comunicarse con la empresa y recibir documentos y cualquier otra información de ésta. Se trata de una cláusula fundamental de cara a conseguir la adecuada información por parte del cliente, puesto que obliga a la ESI a utilizar la lengua elegida en la presentación de las condiciones contractuales y toda la información previa. Ésta será también la lengua en que podrá formalizarse el contrato y ejecutarse las prestaciones derivadas del mismo, de acuerdo con el cliente-inversor.

c) Los *medios de comunicación* que deberán utilizarse entre la empresa y el cliente, incluidos, cuando proceda, las formas de envío y recepción de órdenes. El cliente podrá elegir un medio o soporte distinto del papel únicamente cuando la entidad le conceda esta posibilidad (art. 3.1 b) Real Decreto 217/2008).

d) Una declaración en la que se acredite la *autorización de la entidad*, incluyendo el nombre y dirección

de la autoridad competente que otorgó la autorización. La normativa MiFID ha optado por establecer un régimen especial de autorización para las ESI diferenciado del régimen de autorización de las empresas de asesoramiento financiero (AEFI), dado el carácter y naturaleza peculiar de las operaciones que realizan. Las funciones que realizan están sometidas a «reserva de actividad» (30).

e) Cuando la empresa actúe a través de un agente, deberá incluirse una declaración al respecto especificando el estado miembro en el que aquél esté registrado. Se trata de un dato esencial para verificar el cumplimiento de las normas de comunicación y publicidad de las relaciones de representación (31).

f) La *naturaleza, periodicidad y fecha de los informes* sobre el servicio prestado que la entidad ha de remitir a sus clientes de acuerdo con el artículo 79 bis.4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio. Se trata de los informes sobre el servicio prestado, en los que se deberá incluir, cuando proceda, los costes de las operaciones y servicios realizados por cuenta del cliente.

g) Cuando la empresa tenga en su poder fondos o instrumentos financieros del cliente, una descripción sucinta de las *medidas que adopte para asegurar su protección*, incluyendo los datos más relevantes de cualquier sistema pertinente de garantía de depósitos o de indemnización a los inversores que resulte de aplicación a la entidad en virtud de sus actividades. La información de estas medidas para prevenir posibles riesgos se encuentra pormenorizada en el art. 65 Real Decreto 217/2008.

h) Una descripción, que podrá ser resumida, de la *política de conflictos de interés* de la entidad, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 45. Asimismo, a petición del cliente, en cualquier momento se deberá facilitar más información sobre esta política por medio de un soporte duradero o a través de una página web, siempre que en este segundo caso, cuando no se den las circunstancias para considerarla como soporte duradero, se cumplan las condiciones señaladas en el RD. Ello obliga a las entidades en que se produzca una situación de potencial conflicto perjudicial para el cliente a comunicar a éste con antelación su naturaleza y origen para que pueda decidir, en su caso, realizar la operación con conocimiento de causa (García Tobajas, 2008: 219).

Como *información adicional*, para el supuesto en que la entidad proponga la prestación de un *servicio de gestión de carteras* de inversión a un cliente minorista, incluidos los clientes potenciales, deberá proporcionarle, además de la información anteriormente indicada, la siguiente información, cuando proceda:

— «Información sobre el *método utilizado y la periodicidad en la valoración* de los instrumentos financieros de la cartera del cliente». Al respecto, la norma 13ª de la Circular 1/1996, de 27 de marzo, sobre normas de actuación, transparencia e identificación de los clientes en las operaciones del mercado de valores, exigía la remisión de los estados periódicos de la cartera, como mínimo trimestralmente (si había cambios en la cartera) o anualmente en todo caso. Frente a esto, el art. 69.3 del real Decreto 217/2008 establece, para los clientes minoristas, la remisión de datos con carácter semestral, salvo cuando el cliente solicite expresamente la remisión trimestral, debiendo informarse expresamente de esta posibilidad al cliente, y la remisión anual cuando el cliente solicite recibir información individual de cada transacción efectuada. En todo caso, es necesario que el cliente opte por una periodicidad de remisión de información en el contrato (art. 79 ter LMV) de entre las previstas en el art. 69.3 del Real Decreto 217/2008 (García Tobajas, 2008: 220).

— «En su caso, información sobre la delegación de la gestión de la totalidad o parte de los instrumentos financieros del cliente, o de sus fondos».

— «Especificación del parámetro de referencia que vaya a utilizarse para comparar los resultados de la cartera del cliente». Las empresas que presten el servicio de gestión de carteras de inversión deberán utilizar un método apropiado de evaluación y comparación, como por ejemplo un *parámetro de referencia significativo* basado en los objetivos de inversión del cliente y en los tipos de instrumentos financieros de su cartera, con el fin de que el cliente pueda evaluar el resultado obtenido por la empresa. Esta información cumple la doble función de permitir que el inversor mida su cartera y controle la actividad del gestor, superando así lo establecido hasta ahora. El Real Decreto 217/2008 prevé la eventual obligación del gestor de proporcionar no sólo un dato objetivo respecto de sus posiciones (como es el relativo al estado de la cartera), sino también información que permita al cliente comparar la gestión realizada sobre su patrimonio con parámetros independientes (por ejemplo, si cliente y entidad han pactado que el parámetro pactado sea el Ibex-35 y durante el período de referencia la evolución del Ibex-35 ha sido mejor que la de la cartera del cliente, éste cuenta con un instrumento más para valorar la actuación del gestor (32).

— Los tipos de instrumentos financieros que pueden incluirse en la cartera del cliente, así como los tipos de transacciones que puedan realizarse con ellos, incluyendo cualquier límite aplicable.

— Los objetivos de gestión, el nivel de riesgo que debe reflejarse en la gestión discrecional y cualquier limitación específica de dicha facultad discrecional.

B) Información sobre los instrumentos financieros

Las entidades que prestan servicios de inversión deberán proporcionar a sus clientes, incluidos los potenciales, una descripción general de la naturaleza y los riesgos de los instrumentos financieros, teniendo en cuenta, en particular, la clasificación del cliente como minorista o profesional. En la descripción se deberá incluir una explicación de las características del tipo de instrumento financiero en cuestión y de los riesgos inherentes a ese instrumento, de una manera suficientemente detallada para permitir que el cliente pueda tomar decisiones de inversión fundadas. Esta información sobre los instrumentos financieros deberá completarse con la contenida en el folleto informativo de oferta pública en los casos en que exista obligación de publicar un folleto (33).

El art. 79 bis 3) LMV obliga a que la información referente a los instrumentos financieros incluya «orientaciones y advertencias apropiadas» sobre los riesgos asociados a tales instrumentos o estrategias. Por este motivo, el art. 64.2 Real Decreto 217/2008 considera conveniente que en la explicación de los riesgos deba incluirse, cuando sea justificado en función del tipo de instrumento financiero y de los conocimientos y perfil del cliente, la siguiente información:

a) Los riesgos conexos a ese tipo de instrumento financiero, incluida una explicación del apalancamiento y de sus efectos, y el riesgo de pérdida total de la inversión.

b) La volatilidad del precio de ese tipo de instrumento financiero y cualquier limitación del mercado, o mercados, en que pueda negociarse.

c) La posibilidad de que el inversor asuma, además del coste de adquisición del instrumento financiero en cuestión, compromisos financieros y otras obligaciones adicionales, incluidas posibles responsabilidades legales, como consecuencia de la realización de transacciones sobre ese instrumento financiero.

d) Cualquier margen obligatorio que se hubiera establecido u otra obligación similar aplicable a ese tipo de instrumentos.

La norma reglamentaria también contempla la hipótesis específica de que los riesgos asociados a un instrumento financiero compuesto por dos o más instrumentos o servicios financieros sean mayores que el riesgo asociado a cada uno de esos instrumentos o servicios individualmente considerados. En tal caso, el apartado 4º del art. 64 Real Decreto 217/2008 obliga a que se proporcione una descripción adecuada de cada uno de los instrumentos o servicios que integran el instrumento financiero en cuestión y una explicación de la forma en

que la interacción entre los distintos componentes de ese instrumento financiero aumenta los riesgos.

De la misma manera, cuando el instrumento financiero incorpore una garantía de un tercero, deberá proporcionarse información suficiente sobre el garante y la garantía para que el cliente minorista, incluido el potencial, pueda evaluar razonablemente la garantía aportada.

C) Información sobre los riesgos derivados del depósito de los instrumentos financieros o fondos de los clientes

Con el Real Decreto 217/2008, no sólo se mantiene la obligatoriedad, ya contemplada por la Circular 1/1998 de la CNMV, de que el depósito de los valores de los clientes se realizara en cuentas individuales a nombre de cada cliente, sino que además se requiere la adopción de determinadas medidas por parte de la ESI para minimizar el riesgo asociado a una mala utilización de los activos, fraude, administración deficiente, administración inadecuada o negligencia. En concreto, cuando las ESI depositen los instrumentos financieros de sus clientes en una cuenta o cuentas abiertas con un tercero, el Real Decreto exige la debida diligencia tanto para la selección y designación como para la revisión periódica del tercero y de los acuerdos que regulen la tenencia y custodia de los instrumentos financieros (34). También establece una obligación estricta de información al cliente (minorista y profesional) sobre los riesgos derivados del depósito de los instrumentos financieros o fondos de los clientes. El contenido de esta información se contiene en el art. 65 Real Decreto 217/2008, que obliga a las ESI a informar al cliente de la posibilidad de que los instrumentos financieros o los fondos sean depositados en cuentas abiertas con terceros por cuenta de la entidad, así como de su responsabilidad, en virtud de la legislación nacional aplicable, por cualquier acto u omisión del tercero, y de las consecuencias para el cliente de la insolvencia de ese tercero.

Una mención especial merecen los instrumentos financieros depositados en el extranjero. Si éstos se encuentran depositados en una cuenta global de un tercero, se deberá informar previamente al cliente al respecto, debiendo advertírsele de forma clara de los riesgos resultantes. Y cuando, con arreglo a la legislación del Estado en el que estén depositados los instrumentos financieros, no sea posible diferenciar los instrumentos financieros de los clientes en poder de un tercero de aquellos de los que sea titular ese tercero, se deberá informar al cliente al respecto, incluyendo una advertencia bien visible sobre los riesgos resultantes.

Antes de realizar operaciones de financiación de valores relacionadas con los instrumentos financieros de un

cliente, o de utilizarlos de cualquier otro modo, por cuenta propia o por cuenta de otro cliente, la ESI también deberá proporcionar al cliente, con suficiente antelación y en soporte duradero, información clara, completa y precisa sobre las obligaciones y responsabilidades de la empresa en cuanto a la utilización de esos instrumentos, incluidas las condiciones para su restitución y sobre los riesgos inherentes.

En el caso de clientes profesionales, sólo se les deberá proporcionar la información descrita en los apartados 5º y 6º, relativa a los derechos del cliente derivados de depósitos sometidos al ordenamiento jurídico de un estado no miembro de la Unión Europea, y a la existencia de derechos de garantía o gravámenes sobre los instrumentos financieros (35).

D) Información sobre costes

El cliente debe recibir de la entidad información adecuada sobre el servicio prestado. El art. 79 bis) 4. LMV señala que, cuando proceda, dichos informes incluirán los costes de las operaciones y servicios realizados por cuenta del cliente. El art. 66 Real Decreto 217/2008 pormenoriza la información sobre costes y gastos asociados, señalando que, a los clientes minoristas, incluidos los potenciales, deberá proporcionárseles la siguiente información:

a) El *precio total* que el cliente ha de pagar por el instrumento financiero, el servicio de inversión o el servicio auxiliar, incluyendo todos los honorarios, comisiones, costes y gastos asociados, y todos los impuestos a liquidar a través de la empresa de servicios de inversión. Cuando no pueda indicarse un precio exacto, se deberá comunicar la base de cálculo del precio total para que el cliente pueda verificarlo.

En cualquier caso, las comisiones cobradas por la empresa se consignarán por separado en cada caso.

b) Cuando una parte del precio total deba pagarse en una *divisa distinta del euro*, deberá indicarse la divisa en cuestión y el contravalor y costes aplicables.

c) Una advertencia de la posibilidad de que surjan *otros costes* para el cliente, incluido el pago de impuestos, como consecuencia de transacciones vinculadas al instrumento financiero o al servicio en cuestión y que no se paguen a través de la empresa de servicios de inversión ni sean estipulados por ella.

d) Las *modalidades de pago*, así como cualquier otra cuestión que directa o indirectamente repercuta sobre el precio a pagar por el instrumento financiero o el servicio en cuestión.

En conexión con la información sobre costes del servicio se encuentra la *información sobre incentivos*. Respecto a los incentivos, el art. 59 b) i) del Real Decreto 217/2008, que desarrolla el art. 79 LMV, exige la revelación clara, completa, exacta y comprensible de la existencia, naturaleza y cuantía de los honorarios, comisiones o beneficios no monetarios que perciba la entidad con antelación a la prestación del servicio de inversión o servicio auxiliar. Cuando su cuantía no se pueda determinar, se comunicará el método de cálculo de esa cuantía. A tales efectos, las entidades que presten servicios de inversión podrán hacer esta comunicación de manera resumida, pero queda sometida la entidad a la obligación de ser más explícita cuando se lo solicite el cliente, pudiendo utilizar para ello los canales de distribución de la entidad o en su página web, siempre que el cliente haya consentido a dicha forma de provisión de la información.

Así pues, a los efectos de lo dispuesto en el artículo 79 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, se considerarán *incentivos permitidos* los honorarios, comisiones o beneficios no monetarios pagados o entregados a un cliente, a un tercero o a una persona que actúe por cuenta de cualquiera de ellos, y los ofrecidos por el cliente, el tercero o por una persona que actúe por cuenta de cualquiera de ellos. En todo caso, el pago de los incentivos deberá aumentar la calidad del servicio prestado al cliente y no podrá entorpecer el cumplimiento de la obligación de la empresa de actuar en el interés óptimo de éste. También están permitidos los honorarios adecuados que permitan o sean necesarios para la prestación de los servicios de inversión, como los gastos de custodia, de liquidación y cambio, las tasas reguladoras o los gastos de asesoría jurídica y que, por su naturaleza, no puedan entrar en conflicto con el deber de la empresa de actuar con honestidad, imparcialidad, diligencia y transparencia con arreglo al interés óptimo de sus clientes.

1.4. Deberes de información del cliente financiero: *Los test de idoneidad y de conveniencia*

Este *deber de información* es recíproco entre las entidades que prestan servicios de inversión y sus clientes. La consideración de cliente minorista está condicionada a que la empresa que preste el servicio de inversión realice la correspondiente evaluación de la experiencia y los conocimientos del cliente en relación con las operaciones y servicios que solicita, asegurándose de que puede tomar sus propias decisiones de inversión y comprende los riesgos que asume al realizarlas. Para ello, las ESI deberán asegurarse en todo momento de que disponen de toda la información necesaria sobre sus clientes (art. 79 bis) 5 de la Ley de Mercado de Valores).

La información relativa a los conocimientos y experiencia del cliente se recabará a través de un «test» cuyo contenido se concreta en el art. 74 Real Decreto 217/2008, e incluirá los datos que resulten apropiados a la naturaleza del cliente, a la naturaleza y alcance del servicio a prestar y al tipo de producto o transacción previstos, incluyendo la complejidad y los riesgos inherentes, como son:

— Los tipos de instrumentos financieros, transacciones y servicios con los que esté familiarizado el cliente.

— La naturaleza, el volumen y la frecuencia de las transacciones del cliente sobre instrumentos financieros y el período durante el que se hayan realizado.

— El nivel de estudios, la profesión actual y, en su caso, las profesiones anteriores del cliente que resulten relevantes.

Cuando la entidad no obtenga la información señalada, no podrá recomendar servicios de inversión o instrumentos financieros al cliente o posible cliente ni gestionar su cartera. Las entidades tendrán derecho a confiar en la información suministrada por sus clientes, salvo cuando sepan, o deban saber, que la misma está manifiestamente desfasada, o bien es inexacta o incompleta (por ejemplo, si ha pasado bastante tiempo desde que se proporcionó por el cliente, o si la entidad tiene conocimiento por otras vías de que el cliente ha cambiado de profesión). Lo que no podrá hacer la entidad, en ningún caso, será incitar a sus clientes para que no les faciliten la información prevista por la normativa, debiendo siempre poner los medios necesarios para facilitar el suministro de la información por el cliente.

A través de la *evaluación de conveniencia*, las entidades que prestan servicios de inversión deberán determinar si el cliente tiene los conocimientos y experiencia necesarios para comprender los riesgos inherentes al producto o el servicio de inversión ofertado o demandado, a los efectos de lo dispuesto en el artículo 79 bis.7 de la LMV. En este sentido, la entidad podrá asumir que sus clientes profesionales tienen la experiencia y conocimientos necesarios para comprender los riesgos inherentes a esos servicios de inversión y productos concretos, o a los tipos de servicios y operaciones para los que esté clasificado como cliente profesional (art. 73 Real Decreto 217/2008).

La *evaluación de la idoneidad* exigirá que el cliente aporte información adicional sobre su situación financiera y los objetivos de la inversión que se propone, y posibilitará que las entidades que presten el servicio de asesoramiento en materia de inversiones o de gestión de carteras puedan disponer de una base razonable que les permita pensar que la transacción específica que

debe recomendarse, o que debe realizarse al prestar el servicio de gestión de cartera, cumple las siguientes condiciones:

a) *Responde a los objetivos de inversión del cliente* en cuestión. En este sentido, se incluirá, cuando proceda, información sobre el horizonte temporal deseado para la inversión, sus preferencias en relación con la asunción de riesgos, su perfil de riesgos y las finalidades de la inversión.

b) Es de tal naturaleza que *el cliente puede, desde el punto de vista financiero, asumir cualquier riesgo* de inversión que sea coherente con sus objetivos de inversión. Cuando se preste el servicio de asesoramiento en materia de inversiones a un cliente profesional de los enumerados en las letras desde la a a la d del artículo 78 bis.3 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, la entidad podrá asumir que el cliente puede soportar financieramente cualquier riesgo de inversión a los efectos de lo dispuesto en esta letra.

Asimismo, la información relativa a la situación financiera del cliente incluirá, cuando proceda, información sobre el origen y el nivel de sus ingresos periódicos, sus activos, incluyendo sus activos líquidos, inversiones y bienes inmuebles, así como sus compromisos financieros periódicos.

c) Es de tal naturaleza que el cliente cuenta con la *experiencia y los conocimientos necesarios* para comprender los riesgos que implica la transacción o la gestión de su cartera. En el caso de clientes profesionales, la entidad tendrá derecho a asumir que el cliente tiene los conocimientos y experiencia necesarios a efectos de lo dispuesto en esta letra en cuanto a los productos, servicios y transacciones para los que esté clasificado como cliente profesional.

2. Registros obligatorios: registro de contratos, registro de órdenes de clientes sobre instrumentos financieros y el registro de operaciones

La protección del inversor minorista se intenta asimismo reforzar mediante la obligación para las ESI de crear unos registros obligatorios y la obligación de mantener y conservar los datos incluidos en todos ellos durante al menos cinco años (art. 79 ter LMV y art. 32 Real Decreto 217/2008). Si concurren circunstancias excepcionales, la CNMV puede exigir el mantenimiento de todos o algunos de los registros por un período tan largo como lo justifique la naturaleza del instrumento o de la operación, y cuando resulte necesario para el ejercicio de sus funciones de supervisión. La norma parece entrar en contradicción con la contenida en el

Código de Comercio, que obliga a los empresarios a que conserven la documentación concerniente a su negocio durante seis años (art. 30 CCm); contradicción que habrá de resolverse, conforme al principio de especialidad de las normas, a favor de la obligación de cinco años contenida en el art. 32 Real Decreto 217/2008 (36).

Los registros deben guardarse en un soporte que permita el almacenamiento de la información de forma fácilmente accesible a la CNMV, de tal forma que permita reconstruir cada una de las fases fundamentales en la tramitación de cada operación y sin que sea posible, en ningún caso, la manipulación o alteración de los registros de otro modo. El art. 32 Real Decreto requiere a la CNMV para que publique la lista de los registros concretos que se han de mantener. Por ello, actualmente, resulta complejo conocer con exactitud cuáles han de ser tales registros, siendo necesario que se concreten éstos a través de futuras órdenes ministeriales y circulares (37). A modo indicativo, la norma reglamentaria hace referencia a los siguientes registros:

1) En el *registro de contratos* se harán constar todos los contratos que tengan por objeto un acuerdo entre la entidad y el cliente y en los cuales se concreten los derechos y obligaciones de las partes y demás condiciones en las que la empresa prestará el servicio al cliente. En dicho registro deberá hacerse constar el carácter particular o profesional del cliente, y deberá obligatoriamente constar la celebración por escrito los contratos con clientes minoristas; mientras que si la prestación del servicio es tan sólo de asesoramiento en materia de inversiones a dichos clientes, bastará la constancia escrita o fehaciente de la recomendación personalizada. El registro de contratos deberá mantenerse mientras dure la relación con el cliente, y cuando la ESI vea revocada su autorización antes de que transcurran los cinco años, la CNMV podrá exigir a la entidad que conserve los datos hasta que se complete dicho periodo.

2) El *registro de órdenes de clientes sobre instrumentos financieros* contendrá los datos establecidos en el Reglamento 1287/2006, de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, por el que se aplica la Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a las obligaciones de las empresas de servicios de inversión 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 Directiva. La aplicación directa del mencionado Reglamento ha hecho innecesaria la transposición a la normativa reglamentaria española (38).

En el registro deberá conservarse: a) El *ejemplar original de la orden* firmada por el cliente o por persona autorizada de forma fehaciente, cuando sea realizada

en modo escrito. b) La *cinta de grabación*, cuando la orden sea realizada en modo telefónico. c) El *registro magnético* correspondiente en el caso de transmisión electrónica.

Las entidades dispuestas a aceptar órdenes recibidas por vía telefónica no escrita deberán establecer los medios necesarios para la identificación de sus ordenantes, así como disponer de cintas para la grabación de dichas órdenes; siendo necesario, no obstante, advertir previamente al ordenante de dicha grabación. Será necesaria, asimismo, la existencia de confirmación escrita de la orden por parte del ordenante, siendo admisible la utilización de cualquier medio escrito, como telex, fax u otros similares. En cualquier caso, se entenderá confirmada la orden cuando el receptor de ésta comunique a su ordenante por cualquier medio escrito la ejecución y, en su caso, la liquidación de la misma según sus instrucciones y éste no manifieste disconformidad en el plazo que al efecto le indique la entidad, que no podrá ser inferior a quince días desde la recepción de dicha información por el ordenante.

Las órdenes que se refieran a operaciones a plazo superior a tres meses deberán confirmarse antes de la fecha valor. Dicha confirmación deberá ser realizada por cualquier medio escrito bien por el ordenante o por el receptor de la orden.

3) El *registro de operaciones* deberá llevarse por medios informáticos. Cada anotación en el registro de operaciones deberá estar sustentada por una orden de entre las comprendidas en el registro de órdenes (39). Las entidades deben establecer las correspondencias que tienen que existir entre el registro de órdenes y el registro de operaciones, y entre éste y la base contable y los saldos de los estados financieros y estadísticos relacionados con ellos.

3. Información durante la gestión y ejecución de órdenes del cliente

La reforma MiFID de la LMV introduce en su texto *nuevas obligaciones relativas a la gestión y ejecución de órdenes* para las personas o entidades que presten servicios de inversión (art. 79 *sexies*). Dichas entidades deberán, cuando ejecuten órdenes de sus clientes, adoptar las medidas razonables para obtener el mejor resultado posible para las operaciones de sus clientes, y disponer de procedimientos y sistemas de gestión de órdenes que permitan su rápida y correcta ejecución y posterior asignación, de forma que no se perjudique a ningún cliente cuando se realicen operaciones para varios de ellos o se actúe por cuenta propia. Para cumplir estas obligaciones, las entidades deberán contar con una *política de ejecución de órdenes* que defina la

importancia relativa atribuida al precio, a los costes, a la rapidez y eficiencia en la ejecución y liquidación, y a cualquier otro elemento que la entidad pueda juzgar relevante para la ejecución de la orden.

La entidad está obligada a informar a sus clientes sobre la política de ejecución de órdenes, siendo necesario que obtenga su consentimiento antes de aplicársela. Especialmente importante es la inclusión en dicha política de información sobre los distintos mercados regulados, SMN o cualquier otro centro de negociación (internalizadores sistemáticos) en los que la entidad o ESI ejecute las órdenes de sus clientes, y los factores que influyen en la elección del centro de negociación. El cliente podrá, no obstante, dar instrucciones específicas sobre la ejecución de su orden, en cuyo caso deberán ser seguidas por la ESI. Sin embargo, en el caso frecuente de que un cliente minorista no hubiera dado instrucciones específicas sobre la ejecución de su orden, la ESI deberá adoptar las medidas razonables para obtener el mejor resultado posible en términos de contraprestación total (precio del instrumento financiero, costes de ejecución y comisiones).

La información sobre ejecución de órdenes del cliente se pormenoriza por la norma reglamentaria (art. 68 y 69 Real Decreto 217/2008), donde se distingue un régimen distinto de información para la ejecución de órdenes no relacionadas con el servicio de gestión de carteras y para las órdenes que sí están relacionadas con dicho servicio. En ambos casos, el contenido de la información que ha de proporcionarse al cliente aparece detallado sólo en relación con el cliente minorista.

3.1. Información sobre la ejecución de órdenes no relacionadas con el servicio de gestión de carteras

En el caso de que se ejecute una orden por cuenta de un cliente profesional no relacionada con el servicio de gestión de cartera, la norma sólo exige que la ESI le proporcione la información esencial sobre la ejecución de la orden de manera inmediata y en un soporte duradero. Si se trata de un *cliente minorista*, deberá enviarle un *aviso* confirmando la ejecución de la orden tan pronto como sea posible, y a más tardar el primer día hábil siguiente a la ejecución de la orden o, cuando la empresa reciba la confirmación de un tercero, a la recepción de la confirmación de éste. No obstante, cuando se trate de órdenes de clientes minoristas sobre participaciones y acciones de instituciones de inversión colectiva admitidas a negociación en mercados regulados o en sistemas multilaterales de negociación que se ejecuten periódicamente, las empresas podrán optar por informar en cada caso mediante el aviso, o bien por facilitar, al menos semestralmente,

dicha información en relación con todas las operaciones ejecutadas, con el mismo contenido que se exige para el aviso.

El contenido del aviso contendrá la siguiente información, en cuanto resulte aplicable, y, cuando proceda, de conformidad con el cuadro 1 del anexo I del Reglamento 1287/2007:

- a) Identificación de la empresa que informa.
- b) El nombre u otra designación del cliente.
- c) La fecha y hora de ejecución.
- d) El tipo de orden.
- e) La identificación del centro de ejecución y del instrumento financiero.
- f) El indicador de compra o venta o la naturaleza de la orden si no es de compra o venta.
- g) El volumen, el precio unitario, la contraprestación total. En cuanto al volumen, cuando la orden se ejecute por tramos, se podrá proporcionar información sobre el precio de cada tramo o sobre el precio medio. Si se proporciona información sobre el precio medio, deberá informarse del precio de cada tramo, si el cliente lo solicita expresamente.
- h) La suma total de las comisiones y gastos repercutidos incluyendo, siempre que el cliente lo solicite, un desglose detallado de tales gastos y comisiones.
- i) Las responsabilidades del cliente en relación con la liquidación de la operación, incluido el plazo de entrega o pago y los datos oportunos de la cuenta, cuando no se le hayan comunicado previamente tales datos y responsabilidades.
- j) Cuando la contraparte del cliente sea la propia entidad que presta el servicio de inversión, u otra persona de su grupo, o bien otro cliente de la empresa, se deberá comunicar esta circunstancia salvo cuando la orden se ejecute a través de un sistema de negociación que facilite la negociación anónima.

La información señalada se podrá proporcionar utilizando *códigos estándar*, siempre que se facilite también una explicación de estos códigos.

3.2. Información sobre el servicio de gestión de carteras

Cuando las ESI prestan un servicio de gestión de carteras están obligadas a proporcionar a cada cliente, en un soporte duradero, un estado periódico de las actividades de gestión de cartera llevadas a cabo por cuenta del cliente, salvo cuando dicho estado sea facilitado por otra persona. Cuando esta información es remitida

a un cliente minorista, el estado deberá incluir, cuando proceda, la siguiente información:

- a) La denominación de la entidad.
- b) La denominación u otra designación de la cuenta del cliente.
- c) Información sobre el contenido y valoración de la cartera, incluyendo datos sobre cada instrumento financiero, su valor de mercado o, en su defecto, el valor razonable y el saldo de caja al principio y al final del período al que se refiere la información, así como el rendimiento de la cartera durante ese período.
- d) La cuantía total de los honorarios y gastos devengados durante el período al que se refiere la información, detallando al menos el total de los honorarios de gestión y de los gastos totales asociados a la ejecución, incluyendo cuando proceda, una declaración indicando que se podrá facilitar un desglose más detallado a petición del cliente.
- e) En su caso, una comparación entre el rendimiento de la cartera durante el período al que se refiere la información y el indicador de referencia del rendimiento de la inversión acordado entre la empresa y el cliente.
- f) La cuantía total de dividendos, intereses y otros pagos recibidos en relación con la cartera del cliente durante el período al que se refiere la información así como información sobre cualquier otra operación de sociedades que otorgue derechos en relación con los instrumentos financieros de la cartera.
- g) Para cada transacción ejecutada durante el período al que se refiere la información, la información mencionada en el artículo 68.4, letras c a g, cuando proceda. Lo dispuesto en esta letra no resultará de aplicación cuando el cliente prefiera recibir información individual sobre cada transacción ejecutada, en cuyo caso se le deberá facilitar inmediatamente la información esencial sobre cada transacción en un soporte duradero y además, se le enviará al cliente minorista un aviso que confirme la transacción, con el contenido indicado en el apartado 4 del artículo 68, a más tardar el primer día hábil siguiente a la ejecución o, cuando la empresa reciba la confirmación de un tercero, de forma inmediata a la recepción de dicha confirmación y nunca más tarde del primer día hábil siguiente a la misma. Ahora bien, no resultará exigible el envío del aviso cuando el cliente deba recibir de manera inmediata una confirmación idéntica a tal aviso remitida por otra persona.

En cuanto a la *periodicidad* con que las ESI deberán remitir el estado periódico, también las previsiones legales se refieren únicamente a la remisión de información a los clientes minoristas. Con carácter general, las ESI deberán remitir el estado periódico semestralmente, salvo que el cliente solicite la remisión trimestral o recibir información individual de cada transacción ejecutada, o cuando, en virtud del contrato de gestión de cartera, se haya permitido una cartera apalancada, en cuyo caso, el estado deberá remitirse con carácter mensual.

Por último, las ESI están obligadas a informar rápidamente al cliente cuando ejecuten operaciones de gestión de cartera para sus clientes minoristas u operen cuentas de éstos que incluyan una posición en descubierto sin garantías en una operación con responsabilidad contingente. Deberán informar al cliente de cualquier pérdida que supere el umbral previamente determinado entre la empresa y el cliente, a más tardar al final del día en el que se supere el umbral o, si ocurre en un día inhábil, del primer día hábil siguiente.

4. Información posterior a la gestión sobre los estados de instrumentos financieros o fondos de los clientes

También existe la obligación para las ESI de informar a sus clientes, con posterioridad a la ejecución de órdenes, sobre los estados de instrumentos financieros o de los fondos depositados. Las entidades, salvo en el caso de depósitos de efectivo mantenidos por las entidades de crédito, deberán remitir a sus clientes, en soporte duradero y con carácter anual, un estado de tales instrumentos o fondos, salvo cuando ya se les haya proporcionado esa información en otro estado periódico, como es el caso de las entidades que presten el servicio de gestión de carteras.

El estado deberá incluir los datos de todos los instrumentos financieros y fondos mantenidos por la entidad por cuenta del cliente al final del periodo cubierto por el estado y, en su caso, las operaciones de financiación de valores en los que hayan sido utilizados los instrumentos financieros o fondos de los clientes, el alcance del beneficio devengado a favor del cliente por la participación en esa operación de financiación y la base de devengo de ese beneficio (art. 70 Real Decreto 217/2008). De esta manera, el cliente minorista obtiene una protección casi total en relación con la información que recibe desde la fase prenegocial hasta la fase posterior a la ejecución de su orden u operación.

IV. INFORMACIÓN EN LOS MERCADOS DIRIGIDA AL PÚBLICO INVERSOR, PREVIA Y POSTERIOR A LA NEGOCIACIÓN

El régimen, establecido por la Directiva MiFID, para regular los requisitos de transparencia de las operaciones con acciones admitidas a negociación en un mercado regulado pretende garantizar que los inversores estén debidamente informados sobre el verdadero nivel de operaciones potenciales con dichas acciones (transparencia prenegociación), así como de las operaciones reales ya realizadas (transparencia post-negociación). Este régimen de transparencia de las acciones admitidas a negociación en los mercados secundarios oficia-

les se completa con el exigido en el título XI para la negociación de las acciones en SMN, o por internalizadores sistemáticos. De este modo, según manifiesta el preámbulo de la Ley 47/2007, se pretende fomentar la competencia entre los sistemas de negociación en el ámbito de los servicios de ejecución y aumentar las opciones de los inversores, fomentar la innovación, abaratar los costes de las operaciones y mejorar la eficiencia del proceso de formación de precios sobre una base comunitaria. La transparencia se considera elemento esencial para garantizar una competencia equitativa entre los sistemas de negociación y para impedir que el mecanismo de formación de precios, por lo que se refiere a acciones particulares, se vea obstaculizado por la fragmentación de la liquidez, lo que perjudicaría a los inversores.

Conforme al principio de armonización máxima que establece la MiFID, el nuevo régimen de transparencia introducido en la LMV a través de la Ley 47/2007 establece los requisitos de transparencia prenegociación y post-negociación en los mercados regulados, SMN e internalizadores sistemáticos sin añadir ningún otro requisito adicional no previsto por la Directiva MiFID. No obstante, y sin perjuicio de la información obligatoria de carácter público contemplada, la LMV habilita a las comunidades autónomas con competencias en la materia, y respecto a operaciones realizadas en su ámbito territorial, a establecer cualquier otro deber de información. Precisamente, el principio de armonización máxima que contiene la MiFID podría verse vulnerado si la potestad normativa atribuida a las comunidades autónomas se tradujese en un futuro en nuevos requisitos de transparencia adicionales para las operaciones que vayan a realizarse en su ámbito territorial.

El régimen de transparencia prenegociación transpuesto a la LMV es básicamente el mismo para los mercados regulados y SMN; mientras que, en relación con los internalizadores sistemáticos, la información requerida tiene un contenido distinto en función de las peculiares características del sistema en que se realiza la contratación. La transparencia post-negociación es, en lo esencial, coincidente en los tres sistemas de negociación, salvo matices, motivo por el cual hemos realizado un tratamiento conjunto de todos ellos. No obstante, en todos los supuestos, el contenido de las obligaciones informativas que determina la LMV deberá aplicarse de acuerdo con lo establecido en el Reglamento 1287/2006, por el que se aplica la Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a las obligaciones de las empresas de inversión 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 directiva. El citado Reglamento, como es sabido, y a diferencia de la MiFID, tiene una aplicación directa en todos los estados miembros, completando directamen-

te el contenido de las obligaciones de transparencia de la Ley del Mercado de Valores.

Con carácter general, a los efectos del cumplimiento de las obligaciones de transparencia, se considera que la información prenegociación y post-negociación se hace pública o se pone a disposición del público si se facilita a los inversores situados en la Comunidad bien a través de la infraestructura de un mercado regulado o SMN, bien a través de la infraestructura de un tercero o a través de medios propios. Las entidades obligadas a poner a disposición del público la información deberán adoptar las medidas necesarias para garantizar que la información publicada sea fiable y que se supervise de manera continua para detectar los posibles errores, siendo éstos corregidos tan pronto como se detecten. La información deberá ponerse a disposición del público en condiciones comerciales no discriminatorias a un coste razonable y, al tiempo de hacerse pública, deberán también las entidades facilitar la consolidación de los datos con datos similares de otras fuentes.

1. Transparencia prenegociación para los mercados regulados y los sistemas multilaterales de negociación (SMN)

1.1. Obligaciones de transparencia previa a la negociación

La LMV determina que los mercados secundarios oficiales y los SMN están obligados a difundir información de carácter público acerca de las operaciones sobre acciones admitidas a negociación en un mercado regulado o en un SMN, cuando además se negocien en mercados regulados, en relación con las posiciones de compra y venta existentes en cada momento y en relación con las operaciones ya concluidas en dicho mercado o sistema (art. 43 y 123 LMV). Los requisitos de transparencia aplicables a operaciones efectuadas sobre otros instrumentos financieros distintos a las acciones se determinarán por el Ministerio de Economía y Hacienda y la CNMV, pudiendo extenderse a tales instrumentos y a las acciones que únicamente se negocien en un SMN la aplicación de los requisitos de transparencia previa previstos en la Ley del Mercado de Valores.

Los mercados secundarios oficiales también podrán permitir que las entidades de crédito y empresas de servicios de inversión que actúen como internalizadores sistemáticos puedan acceder, en condiciones comerciales razonables y de forma no discriminatoria, a los sistemas que los mercados secundarios estén empleando para publicar su información previa y posterior a la negociación.

En concreto, los mercados secundarios oficiales y SMN deberán hacer pública, con carácter previo a la

negociación, información sobre los precios de compra y venta existentes en cada momento, así como sobre la profundidad de las posiciones de negociación a esos precios que se difundan a través de sus sistemas (arts. 43.2 y 123.2 LMV conforme a los arts. 44 y 29 MiFID). Para que la información prenegociación sea efectiva, deberá ponerse a disposición del público en condiciones comerciales razonables y de forma continua en el horario normal de negociación. Se considera que un mercado regulado o un SMN han publicado información prenegociación de forma continua dentro del horario normal de negociación si dicha información se publica tan pronto como está disponible durante el horario normal de negociación del mercado regulado o SMN en cuestión, y sigue estando disponible hasta que se actualiza.

Para asegurar la aplicación uniforme de estos contenidos de transparencia, la Directiva MiFID ordena que, de conformidad con el procedimiento comitológico, se dicten las medidas de ejecución relativas al rango de precios de oferta y demanda o a las cotizaciones de los creadores de mercado, así como a la profundidad de las posiciones de negociación a esos precios, que deberán hacerse públicos. Cumpliendo el mandato de la MiFID, el Reglamento CE nº 1287/2006 concreta las obligaciones de transparencia prenegociación en su art. 17, ofreciendo igualmente un tratamiento conjunto de las obligaciones previas para los mercados regulados y SMN, y diferenciando cuatro sistemas de negociación.

a) *Sistema continuo de negociación de libro de órdenes mediante subasta.* Se trata de un sistema que, mediante una cartera de órdenes y un algoritmo de negociación que funciona sin intervención humana, casa las órdenes de venta con las órdenes de compra correspondientes sobre la base del mejor precio disponible y de forma continua. En este caso, las entidades que gestionen el sistema deberán hacer público el número agregado de órdenes y las acciones que representan en cada nivel de precios, al menos para los cinco mejores precios de oferta y demanda.

b) *Sistema de negociación dirigido por precios.* Se trata de un sistema en el que las operaciones se realizan sobre la base de los precios en firme que se ponen continuamente a disposición de los participantes, lo que obliga a los creadores de mercado a mantener un volumen de cotizaciones que equilibre las necesidades de los miembros y participantes de negociar un volumen comercial y el riesgo al que se expone el propio creador del mercado. Las entidades que gestionen el sistema deberán hacer públicas las mejores oferta y demanda por precio de cada creador de mercado para esa acción, junto con los volúmenes correspondientes a dichos precios.

c) *Sistema periódico de negociación mediante subasta.* Se trata de un sistema que casa órdenes sobre la base

de una subasta periódica y de un algoritmo de negociación que funciona sin intervención humana. Las entidades que lo gestionen están obligadas a hacer públicos el precio al que el sistema de negociación mediante subasta cumpliría mejor su algoritmo de negociación y el volumen que sería potencialmente ejecutable a ese precio.

d) *Sistema de negociación no incluido en los tres anteriores.* Este podría ser un sistema híbrido con características de dos o tres de los sistemas anteriores, o también un sistema en el que el proceso de determinación del precio es de naturaleza distinta al aplicable a los sistemas anteriores. Las entidades que lo gestionen deberán ofrecer al público información adecuada sobre el nivel de órdenes o cotizaciones y sobre la posición de negociación; en particular, los cinco mejores precios de oferta y demanda y/o las cotizaciones de compra y venta de cada creador del mercado para esa acción, si lo permiten las características del mecanismo de determinación del precio.

1.2. Exenciones al cumplimiento de las obligaciones de transparencia previa a la negociación

La obligación de información prenegociación se acompaña de una serie de *exenciones*, estando capacitada la CNMV para eximir a los mercados secundarios oficiales y SMN de publicar la información obligatoria, atendiendo al modelo de mercado o de SMN, o al tipo y volumen de las órdenes. También podrá la CNMV no imponer dicha obligación de información en el caso de operaciones de gran volumen en comparación con el volumen estándar de mercado para esas acciones o para ese tipo de acciones, conforme a los arts. 43.2 *in fine* y 123.3 LMV. La especificación de las exenciones a la obligación de transparencia prenegociación tiene un desarrollo conjunto para los mercados regulados y SMN en el Reglamento CE nº 1287/2006, cuyos arts. 18, 19 y 20 hacen referencia a tres tipos de exenciones, justificadas todas ellas en la no necesidad informativa, si bien dicha innecesidad se debe a una circunstancia distinta.

a) *Exenciones basadas en el modelo de mercado.* La CNMV podrá eximir a los mercados secundarios oficiales o a los SMN de las obligaciones informativas prenegociación cuando dichos sistemas se basen en una metodología de negociación en la que el precio se determine con arreglo a un precio de referencia generado por otro sistema, y cuando ese precio de referencia sea publicado con profusión y considerado en general por los participantes en el mercado un precio de referencia fiable. La información sobre los precios de compra o de venta existentes en cada momento no es necesaria, ya que se obtiene por referencia a precios establecidos al margen del mercado regulado o SMN, quedando de esta manera justificada la exención.

b) *Exenciones basadas en el tipo de orden u operación.* La CNMV podrá eximir a los mercados regulados y SMN de las obligaciones prenegociación cuando se formalice una *operación negociada*, esto es, una operación que implica a miembros o participantes de un mercado regulado o SMN que se negocia de forma privada, pero que se efectúa dentro del mercado regulado o SMN; es decir, cuando ambos contratantes son miembros o participantes del mismo mercado regulado o SMN. Se trataría de operaciones en las que la contraparte no necesita ser informada previamente, ya que dispone de la misma información que su comprador o vendedor respectivo en función de su condición de miembro o participante del mercado regulado o SMN. Dentro de esta circunstancia encajarían las siguientes situaciones a que hace referencia el art. 19 del Reglamento CE: 1) negociar por cuenta propia con otro miembro o participante que actúe por cuenta propia de un cliente; 2) negociar con otro miembro o participante, ejecutando ambos órdenes por cuenta propia; 3) actuar tanto por cuenta del comprador como del vendedor; 4) actuar por cuenta del comprador si otro miembro o participante actúa por cuenta del vendedor; 5) actuar por cuenta propia dando contrapartida a una orden de un cliente.

c) *Exenciones en relación con operaciones de elevado volumen.* En este caso, la operación que se lleva a cabo es de un volumen tan elevado que a quien la negocia se le presume con la cualificación e información suficiente para ello. Se considera que una orden es de elevado volumen en comparación con el volumen normal del mercado cuando es igual o superior al 10 por 100 del efectivo medio diario negociado (EMDN). De ahí que todas las acciones admitidas a negociación en un mercado regulado deban clasificarse de acuerdo con su EMDN, que se calculará conforme al procedimiento establecido en el art. 33 del Reglamento CE.

Por la vía de las exenciones a la obligación de transparencia previa podría, no obstante, quedar abierto el camino a posibles discriminaciones entre los operadores del mercado, así como a una eventual exoneración de responsabilidad ante determinados incumplimientos de la norma. Consciente de ello, el legislador —comunitario y nacional— advierte a la CNMV para que, en caso de conceder exenciones a los requisitos de transparencia previa a la negociación, dispense el mismo trato a todos los mercados secundarios oficiales y SMN sin discriminaciones.

2. Transparencia prenegociación para los internalizadores sistemáticos

El art. 129.1 LMV otorga un contenido distinto a la transparencia prenegociación para los internalizadores sistemáticos en función de que las acciones que nego-

cian tengan o no un *mercado líquido*. Se considerará que una acción admitida a negociación en un mercado regulado tiene un mercado líquido si se negocia diariamente, con un *free float* no inferior a 500 millones EUR, y la media diaria de operaciones de la acción no es inferior a 500 millones EUR; o bien, cuando con un *free float* no inferior a 500 millones EUR, el efectivo medio diario negociado para la acción no es inferior a 2 millones EUR.

Cuando las *acciones tengan un mercado líquido*, los internalizadores deberán hacer públicas cotizaciones en firme con carácter general, de forma que puedan ser fácilmente conocidas por los interesados en condiciones comerciales razonables. Todo internalizador sistemático está obligado a mantener, para cada acción líquida para la cual sea internalizador sistemático, una cotización que tenga un precio cercano a cotizaciones comparables para la misma acción en otros sistemas de negociación, así como un registro de sus precios de cotización, que mantendrá durante un período de doce meses o durante más tiempo si lo considera adecuado. En caso contrario, cuando se trate de *acciones para las que no exista un mercado líquido*, los internalizadores sistemáticos podrán limitarse a difundir sus cotizaciones en firme a sus clientes, previa petición de éstos.

Los internalizadores sistemáticos podrán decidir el volumen o volúmenes de las órdenes para los que dan cotización. Para una acción concreta, cada cotización deberá incluir uno o varios precios de compra y/o uno o varios precios de venta para uno o varios tamaños de orden inferiores al *volumen estándar del mercado* para la clase de acciones a la que pertenece dicha acción concreta. Para determinar el volumen estándar del mercado para las acciones líquidas, las acciones se agruparán en clases sobre la base del valor medio de las órdenes ejecutadas, de conformidad con el cuadro 3 del anexo II del Reglamento CE.

En cuanto a la forma en que se pondrá a disposición de los clientes la información, la difusión de tales precios se efectuará de forma regular y continua durante el horario normal de negociación. Los internalizadores sistemáticos podrán actualizar sus precios en cualquier momento, ya que los precios que coticen deberán reflejar las condiciones vigentes en el mercado para cada acción. De la misma manera, cuando se den condiciones excepcionales de mercado podrán también retirar los precios.

3. Transparencia post-negociación para los mercados regulados, SMN e internalizadores sistemáticos

3.1. Obligaciones de transparencia post-negociación

Con la finalidad de reforzar la transparencia del mercado o sistema, se incorporan en la LMV las obligacio-

nes de transparencia post-negociación contenidas en la MiFID. Así, para los mercados secundarios oficiales se establece la obligación de hacer pública determinada información respecto a operaciones ya concluidas sobre acciones admitidas a cotización en el mercado, mientras que los SMN están obligados a difundir información sobre las acciones admitidas a negociación en el sistema que, a su vez, se negocien en mercados regulados, y ya concluidas en dicho SMN. En particular, los mercados regulados y SMN deberán informar sobre el precio, el volumen y la hora de ejecución de las operaciones (arts. 43.3 y 124 LMV conforme a los arts. 45 y 30 MiFID, respectivamente). De igual manera, los internalizadores sistemáticos deberán hacer público el volumen y el precio de sus transacciones realizadas fuera de mercados regulados o SMN sobre acciones admitidas a negociación en mercados regulados, y la hora en que se hayan concluido (art. 129.2 LMV).

La especificación de los datos que deberán publicarse en relación con las operaciones con acciones que realicen los mercados regulados, SMN e internalizadores sistemáticos en el marco de sus sistemas se contiene en el Reglamento CE (art. 27 y cuadro 1 del anexo I) y se trata de la misma información para todos ellos. En relación con el precio, deberá indicarse éste por valor o contrato de derivados, sin incluir la comisión y, en su caso, el interés devengado. En el caso de un instrumento de deuda, el precio podrá expresarse como moneda o como porcentaje. Se indicará también la divisa o moneda en que se expresa el precio. En el caso de una obligación u otra forma de deuda titulizada, si el precio se expresa como porcentaje, se incluirá dicho porcentaje. En relación con el *volumen*, se indicará el número de participaciones de los instrumentos financieros, el valor nominal de las obligaciones o el número de contratos de derivados incluidos en la operación. Deberán identificarse además el instrumento financiero que es objeto de la operación y el sistema de negociación donde se haya efectuado. Por último, en relación con la *hora de ejecución* de la operación, ésta se indicará conforme a la hora local de la autoridad competente, a la que se informará de la misma, y el huso horario en que se declara la operación.

Toda esta información básica deberá ir acompañada en algunos casos por otras indicaciones en las que se haga constar ciertas circunstancias en el caso de que acontezcan, como es el caso de la indicación de que el intercambio de acciones viene determinado por factores distintos de la valoración de la acción vigente en el mercado, la indicación de que se trata de una operación negociada, o cualquier modificación de la información previamente divulgada.

Dicha información deberá ponerse a disposición del público de una manera fácilmente accesible, en condiciones comerciales razonables para los interesados y,

en la medida de lo posible, en tiempo real. La exigencia de informar en tiempo real obliga al informador a emplear la forma más instantánea que sea técnicamente posible, asumiendo un nivel razonable de eficiencia y de gastos en los sistemas. La información en tiempo real podrá excepcionalmente publicarse con un límite máximo de tres minutos en el caso excepcional en que los sistemas disponibles no permitan la publicación en un período de tiempo más breve, conforme al art. 29.2 del Reglamento CE nº 1287/2006.

El internalizador sistemático podrá poner a disposición del público datos trimestrales agregados sobre las operaciones ejecutadas como internalizador sistemático respecto a esa acción, y se pondrán a disposición a más tardar un mes después de que finalice cada trimestre. Los datos trimestrales contendrán información sobre la acción (precio más alto, precio más bajo, precio medio, número total de acciones negociadas, número total de operaciones, etc...). Para las operaciones ejecutadas por internalizadores sistemáticos podrá encargarse de hacer pública la información, mediante acuerdo entre las partes, la empresa de inversión que vende o que compra la acción, o la empresa de inversión que gestiona la operación por cuenta del comprador o del vendedor.

3.2. *Aplazamiento de la publicación de la información post-negociación*

A diferencia de la transparencia prenegociación, respecto de la cual la CNMV está autorizada para conceder excepciones, en la transparencia post-negociación, la LMV no autoriza a la CNMV para establecer exenciones al cumplimiento de las obligaciones de información, aunque sí un *aplazamiento de la publicación* de los datos de las operaciones realizadas en función de su tipo o volumen. En especial, la CNMV podrá autorizar el aplazamiento de la publicación en el caso de operaciones de gran volumen en comparación con el volumen estándar de mercado para esas acciones o para ese tipo de acciones. La aprobación de este aplazamiento por la CNMV deberá ir acompañada de la aprobación de los métodos propuestos de información aplazada, debiendo darse publicidad de dichos métodos en el mercado.

Por vía reglamentaria (cuadro 4 del anexo II del Reglamento CE) se concreta el aplazamiento permitido de la publicación, oscilando entre el tiempo mínimo de 60 minutos y el máximo de 3 días siguientes al día de la operación, en función del volumen de la operación para cada clase de acciones en términos de efectivo medio diario negociado (EMDN). El aplazamiento está además condicionado al hecho de que la operación se efectúe entre una empresa de inversión que opere por cuenta propia y un cliente de esa empresa.

De la misma forma que en el supuesto de las exenciones, el legislador aperece a la CNMV para que, en caso de autorizar el aplazamiento de las obligaciones de transparencia post-negociación en virtud de los criterios legales citados, otorgue el mismo trato a todos los mercados secundarios oficiales, SMN e internalizadores sistemáticos, sin discriminaciones (arts. 43.4, 124.3 y 129.2 LMV, conforme a los arts. 45, 30 y 28 de la MiFID, respectivamente).

V. CONCLUSIONES

El Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, desarrolla con detalle las obligaciones de información a los clientes de las ESI, así como los criterios que han de ser tenidos en cuenta para la evaluación de la idoneidad y conveniencia de un producto financiero y para llevar a cabo la ejecución de órdenes de los clientes. En la determinación del contenido de las obligaciones de información resulta de vital importancia el distinto tratamiento dado de acuerdo con el perfil minorista o profesional del cliente, motivo por el que el Real Decreto gradúa la información que ha de ofrecerse al cliente. De esta manera, se concilia la necesaria protección que ha de darse a los inversores con el establecimiento de requisitos que no supongan una costosa e innecesaria carga para la entidad o el cliente.

Las ESI están obligadas, no sólo a proporcionar al cliente información de tipo precontractual (información adecuada y comprensible respecto a los elementos del negocio), sino que también deberán ofrecer información durante la fase de ejecución del contrato a través de los medios adecuados (registro del documento contractual e información sobre ejecución de órdenes del cliente), y en el momento posterior a la gestión sobre los estados de instrumentos financieros o fondos de los clientes.

Toda la información dirigida al cliente, incluida la de carácter publicitario, deberá ser imparcial, clara y no engañosa. Se exige, además, que las comunicaciones publicitarias sean identificables con claridad como tales. La normativa MiFID obliga a las ESI a emplear las técnicas oportunas para hacer perceptible por el cliente la naturaleza jurídica de la información que recibe a través de la comunicación publicitaria. De alguna manera, habrán de indicar si la información publicitaria constituye una verdadera oferta de contrato por contener los elementos esenciales de éste, o si, por el contrario, es un simple reclamo publicitario (*invitatio ad offerendum*) sin valor vinculante para la entidad, con el que sólo se persigue que el cliente financiero se interese por la inversión que se le sugiere y sea éste quien dirija su propuesta de operación a la entidad.

Por lo que se refiere al momento de ofrecer la información precontractual, la regla de la «antelación sufi-

ciente» sufre una excepción, al permitirse que dicha información pueda facilitarse en un momento posterior a la perfección del contrato, o inmediatamente después a la prestación del servicio, cuando confluyan dos circunstancias: primero, que el contrato se celebre a petición del cliente, y segundo, que se utilice una técnica de comunicación a distancia que no permita transmitir las condiciones contractuales y el resto de información requerida con carácter previo a la contratación. En este caso, hubiera sido sumamente deseable una especificación del plazo en que la ESI debe enviar la documentación tras la formalización del contrato, exigencia que cobra todo su sentido si se pone en relación con el plazo de 14 días con que cuenta el cliente-inversor para desistir del contrato a distancia. Teniendo en cuenta la rapidez que las nuevas técnicas de comunicación a distancia han impuesto a la contratación con consumidores, es de suponer que el envío de la información sólo se considera realizado de forma «inmediata» si se realiza antes de los 14 días posteriores al contrato, por lo que no parece preciso modificar la norma.

El Real Decreto 217/2008 MiFID extiende las especialidades previstas en la contratación a distancia con consumidores a través de telefonía vocal (art. 7.3 Ley 22/2007 CDSF) a cualquier supuesto de contratación de servicios de inversión realizado mediante una técnica de comunicación a distancia (no sólo el teléfono) que impida facilitar íntegramente la información.

La normativa MiFID incluye, como novedad, la exigencia de que el contenido obligatorio de la información precontractual que ha de proporcionarse al cliente se verifique no sólo respecto de la información que ha de incluirse en los modelos normalizados, sino también respecto de la *publicidad promocional* que las ESI puedan llevar a cabo en relación con los instrumentos financieros o servicios que pretendan promocionar. Se trata de otorgar una protección al inversor que va más allá de los límites del derecho de contratos tradicional, pues obliga a incluir en la publicidad, que no sea un simple reclamo publicitario, toda la información que sea pertinente de la mencionada en los artículos 63 a 66 Real Decreto 217/2008.

NOTAS

(1) Conforme a su carácter de Directiva de nivel 1, la Directiva MiFID se complementa con tres normas más: con la Directiva 2006/49/CE, de 14 de junio, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito, que a su vez ha sido modificada por la Directiva 2008/23/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de marzo de 2008. También se ha complementado por la Directiva 2006/73/CE, de 10 de agosto, relativa a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión y por el Reglamento (CE) 1287/2006, de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, relativo a las obligaciones de las empresas de inversión de llevar un registro, la información sobre las operaciones, la transparencia del mercado y la admisión a negociación de instrumentos financieros.

(2) Lo que se conoce con el nombre de superequivalencia —*super-equivalent* ó *gold-plate*— (armonización máxima en lugar del concepto de armonización mínima, o reconocimiento mutuo, que era el usado previamente, y según el cual se establecían reglas comunes que se aplicaban en todo el territorio de la UE, pero dejaba a los Estados miembros la posibilidad de mantener o adoptar reglas que prevean un nivel de protección más alto que el contenido en la Directiva).

(3) *Vid.* FLORES DOÑA (2010), quien considera que «avanzar de manera significativa y rápida en la adopción y aprobación de las disposiciones legales necesarias para la incorporación de la Directiva constituye un objetivo prioritario e inmediato por parte de los distintos países, como lo es también una aproximación uniforme sobre aquellos márgenes interpretativos que permite la nueva normativa».

(4) El título IV LMV, bajo la rúbrica «Mercados secundarios oficiales de valores» es objeto de una profunda modificación con la finalidad de armonizar su régimen jurídico con el de los mercados regulados europeos. Así, de conformidad con la normativa comunitaria, la Ley española rompe con el principio de exclusividad de la negociación de acciones en las bolsas de valores, acogiendo el principio general de que corresponde a cada mercado regulado la decisión sobre los instrumentos financieros que se pueden negociar en su ámbito, siempre que se cumplan los requisitos legales establecidos (art. 31).

(5) Por ejemplo, los instrumentos financieros derivados relacionados con materias primas que deban liquidarse en efectivo, o que puedan liquidarse en especie, siempre que se negocien en un mercado regulado o SMN; instrumentos financieros derivados para la transferencia del riesgo de crédito; instrumentos financieros derivados relacionados con variables climáticas, gastos de transporte, autorizaciones de emisión o tipos de inflación u otras estadísticas económicas oficiales que deban o puedan liquidarse en efectivo a petición de una de las partes.

(6) Este cambio, según se aclara en el preámbulo de la Ley, obedece principalmente a la naturaleza especialmente técnica que revisite tal autorización, así como a la necesidad de dotar de mayor celeridad al procedimiento para aumentar la competitividad de los mercados de valores españoles frente a sus competidores europeos.

(7) Se mantiene la competencia de la CNMV para acordar la suspensión y exclusión de la negociación, pero se añade la competencia de la sociedad rectora del mercado secundario oficial, quien podrá acordar la suspensión y exclusión de un instrumento financiero que incumpla las normas de negociación establecidas en el reglamento del mercado, salvo que tal decisión pudiera causar grave peligro a los intereses de los inversores o al funcionamiento ordenado del mercado (art. 33.3 y art. 34.3 LMV).

(8) La sociedad de sistemas sigue siendo el organismo que tiene encomendada la realización de las funciones de compensación y liquidación de las operaciones negociadas en las bolsas de valores españolas y en el Mercado de Deuda Pública Anotada (art. 44, bis. 1. b. LMV). Tras la reforma MiFID, y como consecuencia de la transposición de la Directiva 2004/39/CE a nuestro ordenamiento, los mercados regulados, y también los SMN, tienen libertad para poder elegir un sistema de compensación y liquidación de otro estado miembro de la Unión Europea, lo cual ha tenido su reflejo en el texto de la LMV. Por un lado, la sociedad de sistemas amplía su objeto social para permitirle realizar la compensación y liquidación de las operaciones negociadas en mercados regulares y SMN de otros estados miembros de la Unión Europea. Por otro lado, se permite a los mercados secundarios oficiales y a los SMN españoles celebrar acuerdos con entidades de otros estados miembros de la Unión Europea para encomendarles la compensación y liquidación de las operaciones negociadas en esos mercados o sistemas (art. 44 quáter). Estos acuerdos deberán ser aprobados por la CNMV, quien podrá oponerse ellos cuando puedan menoscabar el funcionamiento ordenado del mercado (art. 44 quáter. 2). Paralelamente, se consagra la libertad de los miembros de los mercados secundarios oficiales y de los SMN para designar el sistema de liquidación de las operaciones que realicen en

ese mercado o sistema con arreglo a una serie de condiciones, y con independencia del sistema de liquidación del mercado secundario oficial o del SMN (art. 44. quinquies).

(9) Antes de que la reforma de la LMV entrara en vigor, la mayoría de entidades ya había aprobado «reglamentos internos» para el cumplimiento de la Directiva MiFID. En los mencionados reglamentos internos se contienen normas tan importantes para la relación entidad financiera-cliente como: planes de continuidad y contingencia; políticas de conflicto de intereses; políticas de incentivos (comisiones); externalización de funciones, o políticas de salvaguarda de activos.

(10) En concreto, conforme al art. 70 ter LMV, las ESI: a) deberá asegurarse de la existencia de procedimientos y controles para garantizar que el personal cumple las decisiones adoptadas y las funciones encomendadas; b) sistemas de información que aseguren que su personal conoce las obligaciones, riesgos y responsabilidades derivadas de su actuación y la normativa aplicable a los servicios de inversión que presten; c) medidas administrativas y de organización para evitar que los posibles conflictos de interés regulados en el art. 70 quater de esta ley perjudiquen a sus clientes; d) llevar registros de todas las operaciones sobre valores e instrumentos financieros y servicios de inversión que presten; e) adoptar las medidas adecuadas para proteger los instrumentos financieros que les confían sus clientes y evitar su utilización indebida; f) contar con un órgano que desempeñe la función de «auditoría interna» con independencia de las áreas que desarrollen las actividades de prestación de servicios de inversión. No son éstos los únicos requisitos que el título V de la LMV exige para que una entidad obtenga su autorización como ESI, ya que, además de los mencionados requisitos de organización interna, deberán cumplir las condiciones que establece el art. 67.2 de la Ley del Mercado de Valores.

(11) El Real Decreto 217/2008 refunde dos reales decretos en un único texto normativo: el Real Decreto 867/2001, de 20 de julio, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión, y el Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios. De este modo, se contempla en una única norma global el régimen jurídico aplicable a las entidades que prestan servicios de inversión (ESI y sus agentes, entidades de crédito y sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva).

(12) El art. 6 bis) 2.c) Ley General de Publicidad exige que la publicidad se realice de modo objetivo entre una o dos características esenciales, pertinentes, verificables y representativas de los bienes o servicios comparados, entre los cuales podrá incluirse el precio.

(13) Al respecto, el art. 60.3 b) Real Decreto 217/2008 señala que «Los resultados deberán referirse a los cinco años inmediatamente anteriores, o a todo el período en que se haya ofrecido el instrumento financiero, elaborado el índice financiero o prestado el servicio, si el plazo es inferior a cinco años, o a un período tan amplio como la empresa decida si es superior a cinco años. En cualquier caso, la información sobre resultados deberá basarse en períodos completos de doce meses».

(14) Conforme señala FLORES DOÑA (2010), «está representado por los conocimientos que el cliente posee de los mercados y productos financieros en conjunción con su experiencia inversora. El elemento objetivo, representado por la capacidad inversora del cliente en el mercado de instrumentos financieros y por su capacidad económica a la hora de determinar las obligaciones que la entidad de inversión asume frente al cliente y el nivel con que la entidad ha de cumplir las obligaciones vinculadas a su relación jurídica con el cliente-inversor».

(15) Deberá comprobarse que los empresarios reúnen individualmente, al menos, dos de las siguientes condiciones: 1º que el total de las partidas del activo sea igual o superior a 20 millones de euros;

2º que el importe de su cifra anual de negocios sea igual o superior a 40 millones de euros;

3º) que sus recursos propios sean iguales o superiores a 2 millones de euros.

(16) Como criterios se señalan los siguientes: a) que el cliente haya realizado en el mercado de valores de que se trate operaciones de volumen significativo con una frecuencia media de diez por trimestre durante los cuatro trimestres anteriores; b) que el valor de la cartera de instrumentos financieros del cliente, formada por depósitos de efectivo e instrumentos financieros, sea superior a 500.000 euros; c) que el cliente ocupe o haya ocupado por lo menos durante un año un cargo profesional en el sector financiero que requiera conocimientos sobre las operaciones o los servicios previstos.

(17) Como han advertido HERNÁNDEZ ALER y ÁLVAREZ (2007), puesto que la Directiva de nivel 2 desarrolla con mucho detalle las obligaciones de información de las entidades frente a sus clientes, las posibilidades de autorregulación de las entidades son ciertamente escasas. También, en este sentido, FLORES DOÑA (2010).

(18) Artículo 2º RD 1906/1999: «Deber de información previa. Previamente a la celebración del contrato y con la antelación necesaria, como mínimo en los tres días naturales anteriores a aquélla, el preponente deberá facilitar al adherente, de modo veraz, eficaz y completo, información sobre todas y cada una de las cláusulas del contrato y remitirle, por cualquier medio adecuado a la técnica de comunicación a distancia utilizada, el texto completo de las condiciones generales».

(19) Art. 1.3 RD 1906/1999: «Igualmente quedan excluidos los contratos referidos a servicios financieros consistentes en servicios de inversión, instituciones de inversión colectiva, seguro y reaseguro, bancarios o prestados por entidades sujetas a supervisión prudencial, relativos a fondos de pensiones y a operaciones a plazo y de opción, los celebrados mediante máquinas o locales automáticos, en subasta y los relativos a la construcción y venta de bienes inmuebles y demás relativos a derechos reales sobre los mismos, así como los de arrendamiento de bienes inmuebles regulados por leyes especiales, excepto los arrendamientos de temporada, a los cuales será de aplicación la presente norma».

(20) No son pocos los contratos de servicios financieros en que no cabe desistimiento del consumidor. El art. 10.2 LCDSF señala los servicios financieros cuyo precio dependa de fluctuaciones de los mercados financieros que el proveedor no pueda controlar, que pudieran producirse durante el plazo en el transcurso del cual pueda ejercerse el derecho de desistimiento, entre ellos: 1) las transacciones sobre operaciones de cambio de divisas; 2) instrumentos del mercado monetario; 3) valores negociables; 4) participaciones en instituciones de inversión colectiva; 5) contratos financieros de futuros, incluidos los instrumentos equivalentes que impliquen una liquidación en efectivo; 6) contratos de futuros sobre tipos de interés; 7) contratos de permuta sobre tipos de interés, sobre divisas o los ligados a acciones o a un índice sobre acciones, opciones destinadas a la compra o venta de cualquiera de los instrumentos relacionados en los anteriores guiones, incluidos los instrumentos equivalentes que impliquen una liquidación en efectivo; concretamente, se incluyen en esta categoría las opciones sobre divisas y sobre tipos de interés; 8) contratos referenciados a índices, precios o tipos de interés de mercado; 9) contratos vinculados, en los que al menos uno de los negocios jurídicos suponga una transacción de las mencionadas en los epígrafes anteriores. A los efectos de esta Ley, se considerarán contratos vinculados aquellos negocios jurídicos complejos resultado de la yuxtaposición de dos o más negocios jurídicos independientes, en los que, como resultado de esa yuxtaposición, la ejecución de uno dependa de la de todos los demás, ya sea simultánea o sucesivamente.

(21) El art. 7.3 Ley 22/2007 CDSF señala que «En el caso de comunicación a través de telefonía vocal, se observarán las siguientes normas:

a) Al comienzo de toda conversación con el consumidor, se indicará claramente la identidad del proveedor y el fin comercial de la llamada iniciada por el proveedor;

b) Previa aceptación expresa del consumidor, sólo deberá suministrarse la información siguiente:

1º La identidad de la persona en contacto con el consumidor y su vínculo con el proveedor;

2º Una descripción de las características principales del servicio financiero;

3º El precio total que debe pagar el consumidor al proveedor del servicio financiero, incluidos todos los impuestos pagados a través del proveedor o, cuando no se pueda indicar un precio exacto, la base del cálculo que permita al consumidor comprobar el precio;

4º Indicación de que pueden existir otros impuestos o gastos que no se paguen a través del proveedor o que no los facture él mismo;

5º La existencia o inexistencia de un derecho de desistimiento, de conformidad con el artículo 10 y, de existir tal derecho, su duración y las condiciones para ejercerlo, incluida la información relativa al importe que el consumidor pueda tener que abonar con arreglo al artículo 11;

c) El proveedor informará al consumidor acerca de la existencia de información adicional disponible previa petición y del tipo de información en cuestión.»

(22) El concepto de *soprote duradero* se encuentra en el art. 6 de la Ley 22/2007, de 11 de julio, de comercialización a distancia de servicios financieros con los consumidores, entendiéndose por tal «todo instrumento que permita al consumidor almacenar la información dirigida personalmente a él, de modo que pueda recuperarla fácilmente durante un período de tiempo adecuado para los fines para los que la información está destinada, y que permita la reproducción sin cambios de la información almacenada».

(23) El artículo 2 de la LISI/2007 establece la obligación de disponer de un medio de interlocución telemática para la prestación de servicios al público de especial trascendencia económica. Véase al respecto, FLORES DOÑA (2009: 8 y ss.).

(24) Señala el art. 62.4 b) Real Decreto 217/2008 que «En cualquier caso, aunque el medio utilizado no haya sido la telefonía vocal, resultará de aplicación lo dispuesto en el artículo 7.3 de la Ley 22/2007, de 11 de julio, sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores, considerando al cliente como consumidor y a la empresa como proveedor».

(25) El art. 60.2 LGDCU considera «relevantes» en la contratación de bienes o servicios con consumidores las informaciones sobre: a) nombre, razón social y domicilio completo del responsable de la oferta contractual; b) precio completo; c) fecha de entrega, ejecución del contrato y duración; d) procedimiento de que dispone el consumidor para poner fin al contrato; e) garantías ofrecidas; f) lengua o lenguas en que podrá formalizarse el contrato; g) existencia del derecho de desistimiento del contrato que pueda corresponder al consumidor, así como el plazo y la forma de ejercitarlo.

(26) Art. 67 Real Decreto 217/2008, relativo a la información elaborada de conformidad con lo dispuesto en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva. Sobre el nuevo régimen de información, publicidad y transparencia de las Instituciones de Inversión Colectiva contenido en la Orden EHA 888/2008, de 27 de marzo, puede verse RINCÓN (2008).

(27) El contenido detallado de la información general destinada a los consumidores de servicios financieros a distancia puede verse en TAPIA (2009: 31 y ss.).

(28) Los supuestos a que hace referencia el art. 62.5 Real Decreto 217/2008 son:

a) Cuando se trate de una oferta para celebrar un contrato sobre un instrumento financiero o sobre un servicio de inversión o auxiliar con cualquiera que responda a la comunicación.

b) Cuando se trate de una invitación a quién responda a la comunicación a realizar una oferta para celebrar un contrato sobre un instrumento financiero o sobre un servicio de inversión o auxiliar.

Lo dispuesto en el párrafo segundo de este apartado no resultará de aplicación cuando el potencial cliente minorista, para responder a la oferta o invitación, haya de hacer referencia a otro u otros documentos que, de manera individual o en su conjunto, contengan la información señalada en el párrafo segundo.

(29) En este sentido, la información solo podrá considerarse oferta contractual si la declaración de voluntad emitida por la entidad dirigida al público (a través de web, tablón de anuncios) o a los clientes (mediante comunicaciones comerciales) proponiendo la celebración de una determinada operación de inversión (compra de un instrumento financiero, prestación de un servicio...) contiene todos los elementos necesarios para la existencia del contrato proyectado. Es preciso además que el contenido de dicha declaración esté destinado a integrarse en el contrato, de tal manera que, una vez que sea aceptada por el cliente-inversor, la entidad no tenga que realizar una nueva manifestación, con lo que el contrato quedará perfecto y las partes estarán ligadas por una relación jurídica contractual (arts. 1254 CC y art. 1261 CC). Por consiguiente, las declaraciones publicitarias de una ESI se considerarán oferta cuando sean completas y tengan la intención de obligarse, consideración jurídica que en muchas ocasiones tendrá que deducirse de los hechos concluyentes. En caso contrario, estaríamos ante una *invitatio ad offerendum* sin valor vinculante para la entidad que la realiza. Véase también al respecto, TAPIA (2009: 42 y ss.).

(30) Al respecto, el art. 8 Real Decreto 217/2008 establece que «1. Ninguna persona o entidad podrá, sin haber obtenido la preceptiva autorización y hallarse inscrita en los correspondientes registros administrativos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores o del Banco de España, desarrollar con carácter profesional o habitual las actividades previstas en el artículo 5.1 y en las letras a, b, d, f y g del apartado 2 del artículo 5 de este Real Decreto, en relación con los instrumentos previstos en el artículo 2 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, comprendiendo, a tal efecto, a las operaciones sobre divisas.

Asimismo, la comercialización de servicios de inversión y la captación de clientes sólo podrán realizarlas profesionalmente, por sí mismas o a través de los agentes regulados en el artículo 65 bis de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, las entidades que estuvieran autorizadas a prestar tales servicios.

2. A los efectos anteriores, se entenderá que concurre la nota de habitualidad cuando las actividades vayan acompañadas de actuaciones comerciales, publicitarias o de otro tipo, tendientes a crear relaciones de clientela, o se basen en la utilización de relaciones de clientela o interés de otro origen. Se entiende que concurre la nota de la profesionalidad cuando las actividades sean realizadas a clientes en general y de forma remunerada».

(31) Véanse al respecto los arts. 24 a 26 Real Decreto 217/2008.

(32) Véase GARCÍA TOBAJAS (2008: 221), para quien llama la atención la eventualidad y voluntariedad de dicho parámetro de referencia, tanto en la normativa MiFID como en su transposición española. Es decir, la existencia de un parámetro de referencia podrá introducirse (o no) en el contrato de gestión de carteras. Sólo parece que será obligatorio cuando el cliente, al elegir los instrumentos financieros que pueden formar parte de su cartera, elija aquellos cuya homogeneidad permita su comparación con parámetros independientes y éste acepte además dichos parámetros.

(33) El apartado 3º del art. 64 Real Decreto 217/2008 establece que «cuando la entidad proporcione a un cliente minorista, incluidos los potenciales, información sobre un instrumento financiero que sea objeto en ese momento de una oferta pública sujeta a la obligación de elaborar folleto, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 30 bis de la Ley 24/1988, de 28 de julio, le deberá comunicar la fecha en que el folleto se pondrá a disposición del público».

(34) Sobre el régimen de protección de los activos del cliente, puede verse BERNALDO DE QUIRÓS (2008: 263).

(35) La información que deberá proporcionarse a clientes profesionales es la contenida en los apdos. 5 y 6 del art. 65 Real Decreto 217/2008: «5º. Cuando las cuentas que contengan fondos o instrumentos financieros del cliente vayan a estar sujetas al ordenamiento jurídico de un Estado que no sea miembro de la Unión Europea, se deberá informar al cliente al respeto, indicando que como consecuencia de ello los derechos del cliente sobre los instrumentos financieros o los fondos pueden ser distintos que si estuvieran sujetos a la legislación de un Estado miembro.

6º. Se informará al cliente de la existencia y las condiciones de cualquier derecho de garantía o gravamen que la empresa, o en su caso el depositario, tenga o pueda tener sobre los instrumentos financieros y los fondos de los clientes, o de cualquier derecho de compensación que la empresa, o en su caso el depositario, posea en relación con esos instrumentos o fondos».

(36) A favor de esta interpretación, BERNALDO DE QUIRÓS (2008: 261 y ss.).

(37) Como señala BERNALDO DE QUIRÓS (2008: 261 y ss.), puede tenerse en cuenta como criterio interpretativo para la ESI una recomendación sobre los registros mínimos que deben mantenerse publicada en febrero de 2007 por el CESR, que, si bien no es de aplicación directa, puede servir de criterio en tanto no se publique un listado de registros mínimos adaptado al mercado español.

(38) El contenido del registro de órdenes de clientes se encuentra en el art. 7 del Reglamento (CE) nº 1287/2006.

(39) El contenido del registro de operaciones se encuentra en el artículo 8 del Reglamento (CE) nº 1287/2006.

BIBLIOGRAFÍA

- AA.VV. (2007), «Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos (2007) (informe completo)», *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros*, 21.
- ADARAGA, R., y LÓPEZ MÁRQUEZ, C. (2007), «Los mercados regulados ante la MiFID», *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros*, 21: 85 y ss.
- ALONSO, E. (2007), «Los retos para la supervisión planteados por la MiFID», *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros*, 21: 71 y ss.
- ARRANZ PUMAR, G. (2008), «RD 217/2008, de 15 de febrero, sobre régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión», *DN*, nº 211, abril: 77 y ss.
- BERNALDO DE QUIRÓS CABRERA, G. (2008): «El nuevo régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión. Principales novedades del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero», *RMV*, 3: 249 y ss.
- CARRASCOSA, A. (2007): «Desarrollos de nivel 3: los incentivos y la mejor ejecución», *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros*, 21: 181 y ss.
- CASTRO APARICIO, M. (2007), «La transposición al ordenamiento jurídico español de la Directiva de mercados de instrumentos financieros», *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros*, 21: 51 y ss.
- DÍAZ RUIZ, E. (2008), «La caracterización de los derivados tras la entrada en vigor de la MiFID», *RMV* 2: 138 y ss.
- DÍAZ RUIZ, E., y RUIZ BACHS, S. (2008), «Transposición de MiFID en España», *Actualidad jurídica Uría Menéndez*, 19: 15-24.
- FERRARINI, G., y WYMEERSCH, E. (2006): *Investor Protection in Europe. Corporate Law Making, The MiFID and Beyond*, Oxford.

- FLORES DOÑA; M.^a S. (2009), «Naturaleza y caracterización de la contratación bancaria con el consumidor», *Perspectivas del Sistema Financiero*, 96: 1-28.
- (2010), «Ejes del mercado europeo de instrumentos financieros», *Perspectivas del Sistema Financiero*, n.º 98: 17-41.
- GARCÍA TOBAJAS, A. (2008), «El modelo de contrato-tipo de gestión de carteras de inversión: situación tras la transposición de MiFID», *RMV*, n.º 3: 219 y ss.
- GÓMEZ DE MIGUEL, J. (2007), «La MiFID y la supervisión de las entidades bancarias», *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros*, 21: 97 y ss.
- HERNÁNDEZ ALER, G. (2008), «La tipología de los mercados españoles de valores y su encuadramiento en la MiFID», *RMV*, 2: 273 y ss.
- HERNÁNDEZ ALER, G., y ÁLVAREZ, J. (2007), «La participación de las entidades financieras en la configuración de su régimen jurídico en el ámbito MiFID. Margen para la autorregulación», *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros*, 21: 205 y ss.
- MARTÍNEZ-PARDO, R.; ZAPATA, J.; HERNÁNDEZ, G., y JIMÉNEZ, A. (2007), «Informe y conclusiones del observatorio», *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros*, 21: 11 y ss.
- MATA MUÑOZ, A. (2009), «La función de cumplimiento normativo en el ámbito de las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión: De Basilea II a MiFID y su transposición en España. El reconocimiento legislativo de una realidad práctica», *RDBB*, n.º 113: 145 y ss.
- OLIVARES BLANCO, I. (2008), «El mercado alternativo bursátil. Características y diferencias frente al mercado bursátil», *RMV*, 2: 237 y ss.
- PEREDA DE PABLO, A.R. (2008), «El asesoramiento de inversiones y las empresas de asesoramiento financiero. La Circular 10/2008, de 30 de diciembre, de la CNMV, sobre empresas de asesoramiento financiero». *RMV*, n.º 4: 501 y ss.
- RICO ARÉVALO, B. (2008), «La aplicación de la «MiFID» a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva», *RMV*, 2: 303 y ss.
- RIERA, I.; MORAL, G., y FERNÁNDEZ-ALBARRACÍN, E. (2007), «MiFID: un complejo impulso para el mercado único de servicios financieros», *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros*, 21: 63 y ss.
- RINCÓN HOLGUERAS, E. (2008), «El nuevo régimen de inversiones de las instituciones de inversión colectiva», *RMV*, n.º 3: 161 y ss.
- SÁNCHEZ CALERO, F. (2007), «Nueva reforma de la Ley del Mercado de Valores», *RDBB*, n.º 107: 269 y ss.
- SASTRE CORCHADO, G. (2008), «La regulación de los conflictos de intereses en la MiFID», *RMV*, 3: 249 y ss.
- SIRVENT GARCÍA, J. (2009), «El desistimiento del consumidor en la contratación bancaria electrónica», *Perspectivas del Sistema Financiero*, n.º 96: 67 y ss.
- TAPIA SÁNCHEZ, M.^a.R. (2008), «La reforma «MiFID» de la Ley del Mercado de Valores y el nuevo régimen de transparencia para los mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación e interactivos sistemáticos», *RMV*, 2: 539 y ss.
- (2009), «La información del consumidor en la contratación bancaria a distancia» *Perspectivas del sistema financiero*, 96: septiembre, págs. 29 y ss.
- URÍA FERNÁNDEZ, F. (2007a), «Ámbito de aplicación de la MiFID. Especial consideración de los servicios de inversión. Distinción entre asesoramiento de inversiones, comercialización y sólo ejecución», *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros*, 21: 121 y ss.
- (2007b), «La aplicación de la MiFID a las entidades de crédito. Una aproximación a partir del anteproyecto de ley de modificación parcial de la Ley del Mercado de Valores», *RDBB*, n.º 106: 41 y ss.

Reforma de la Ley del Mercado de Valores en materia de infracciones y sanciones

Fernando Marín de la Bárcena

I. INTRODUCCIÓN

El objeto del presente trabajo es dar cuenta de las principales modificaciones introducidas en el régimen de infracciones y sanciones de la Ley del Mercado de Valores (LMV) como consecuencia de la transposición al ordenamiento jurídico español de la regulación comunitaria sobre mercados de instrumentos financieros (MiFID), integrada por las directivas 2004/39/CE y 2006/73/CE y por el Reglamento CE núm. 1287 de 10 de agosto de 2006, por el que se aplica la Directiva 2004/39 en lo relativo a determinadas obligaciones de las empresas de inversión (1).

La exposición de motivos (apartado V) de la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, destacó la necesidad de adecuar el régimen de supervisión a las nuevas competencias de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) en materia de supervisión de las empresas de servicios de inversión y a las funciones de cooperación e intercambio de información con las autoridades de otros estados miembros. Asimismo, era necesario adecuar la ordenación de las infracciones a las modificaciones normativas introducidas y actualizar las sanciones.

En lo que se refiere a las modificaciones en los tipos de infracción, hemos considerado oportuno agruparlas en función de las materias afectadas. De esta forma, abordaremos en primer lugar las que se refieren a la normativa sobre abuso de mercado (medidas preventivas y deberes de comunicar operaciones sospechosas y hechos relevantes) y al régimen de las empresas de servicios de inversión (acceso al mercado y ejercicio de la actividad, régimen organizativo interno, conflictos de interés y normas de conducta). A modo de cierre, analizaremos las novedades en materia de gobierno corporativo de sociedades cotizadas. De las sanciones nos ocupamos en último lugar, con referencia a las princi-

pales (artículos 102 a 104) y a las que recaen sobre quienes desempeñen cargos de administración o dirección (artículos 105 y 106).

II. ABUSO DE MERCADO

1. Planteamiento

La expresión «abuso de mercado» sirve hoy de rúbrica al capítulo II del título VII de la LMV (artículos 80 a 83 *quáter*). Introducido en la Europa continental a raíz de la Directiva 2003/6/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003, sobre operaciones con información privilegiada y manipulación del mercado, es un término que abarca las medidas de control y del uso indebido de la información privilegiada y la manipulación del mercado. Las conductas de utilización indebida de esa información hacen peligrar la función pública de la información en cuanto criterio de justa distribución del riesgo negocial en el mercado de valores, y revelan la necesidad de proteger al inversor frente a los riesgos de la asimetría informativa, esto es, el peligro de que algunos inversores se vean perjudicados al no tener acceso a la información financiera o no ser capaces de utilizarla correctamente (Zunzunegui, 2002: 133). Junto a ello, se hace necesaria la adopción de medidas preventivas y represivas de la manipulación informativa del mercado, o mediante operativa engañosa en detrimento de su integridad, y por consiguiente, de una deficiente asignación de los recursos económicos (Alemany, 2008: 111-112; Entrena, 2009: 523).

La reacción de los ordenamientos ante este problema ha consistido en la combinación de medidas de prevención y represión. En sede de Derecho Administrativo sancionador, se ordenaron ciertos tipos de infracciones por abuso de información privilegiada (*letra* o del artículo 99), manipulación del mercado mediante difusión de

información falsa o engañosa (*letra II*, artículo 99) o manipulación operativa mediante conductas que supongan la evolución artificial de las cotizaciones, volúmenes de contratación y afines (*letra I*, artículo 99), y el Derecho Penal está en fase de adaptación. En este sentido, el anteproyecto de reforma del Código Penal recientemente publicado en el *Boletín Oficial de las Cortes Generales (BOCG)*, de 27 de noviembre de 2009, serie A, núm. 52-1 (2) prevé adicionar un nuevo artículo 282 *bis* sobre falseamiento de las cuentas o informaciones que la sociedad deba publicar y difundir al mercado con la finalidad de captar inversores u obtener créditos o préstamos (3), y la introducción de dos nuevos apartados (2º y 3º) en el vigente artículo 284 del Código Penal sobre difusión de información falsa y manipulación del mercado (4).

No obstante, hace tiempo que la *prevención* se ha convertido en el eje de las regulaciones más modernas sobre abuso de mercado, y ello mediante el establecimiento de deberes de control de la información y de las personas que tienen acceso a ésta, así como deberes de comunicación de operaciones sospechosas; las directivas 2004/72/CE y 2003/124/CE se orientaron en este sentido. En este contexto, cabe destacar la imposición a los operadores de un deber general de salvaguarda de la información relevante o privilegiada (artículo 81.4 LMV), del que se derivan una serie de deberes de adopción de medidas tendentes a garantizar su cumplimiento. Entre dichas medidas, la Ley alude al establecimiento de barreras internas de contención de la información, también llamadas «murallas chinas» (artículo 83), deber de elaborar listas actualizadas de las personas que tienen acceso a información privilegiada o «listas de iniciados» (artículo 83 *bis*) y un deber general de comportarse diligentemente en el marco de la elaboración o difusión de información para recomendar estrategias de emisión (artículo 83.2). Todo ello fue objeto de ulterior desarrollo en el Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, sobre abuso de mercado.

Con el objetivo de establecer unos criterios comunes en cuanto a lo que se consideran prácticas adecuadas en el tratamiento de la información, el 12 de julio de 2007 el Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR) publicó una guía al respecto, en su documento *Market Abuse Directive Level 3 - second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market* (5).

Éste es el conjunto de medidas que resulta sustancialmente afectado por la reforma de los tipos de infracción. Las consecuencias jurídicas sancionadoras no se dirigen sólo a la represión del peligro abstracto creado por el incumplimiento de las normas en materia de abuso de mercado, sino que se producen ante la mera infracción de los deberes de prevención aludidos. Por

esta razón, se introduce como infracción grave la adopción de medidas preventivas «insuficientes» (*letra x* ter artículo 100) y el incumplimiento de los deberes de comunicar hechos relevantes y operaciones sospechosas del artículo 81 (*letras x* y *x bis* artículo 100) (6).

2. Adopción de medidas preventivas

El incumplimiento de las medidas preventivas en materia de abuso de mercado se tipifica como infracción muy grave en la *letra* o *bis* del artículo 99:

o *bis*) El incumplimiento de la obligación de adoptar las medidas preventivas establecidas en los artículos 81.4, 83 y 83 *bis* de esta Ley, cuando dicho incumplimiento haya tenido lugar con ocasión de una concreta operación constitutiva de información privilegiada de acuerdo con lo previsto en el artículo 81 de la misma.

Junto a ello, la *letra x* ter del artículo 100 califica como infracción grave:

La adopción de las medidas previstas en los artículos 81.4, 83 y 83 *bis* de esta Ley de forma insuficiente,

La infracción muy grave tipificada se conecta al incumplimiento de los deberes de prevención que haya tenido lugar «con ocasión de una concreta operación» constitutiva de información privilegiada «de acuerdo con lo previsto en el artículo 81». El precepto debe entenderse pues por referencia a dicho artículo, que define en su apartado primero el concepto de información privilegiada (desarrollado a su vez por el artículo 1 del Real Decreto 1333/2005) y establece en el apartado segundo un deber de abstención que recae sobre cualquier persona que posea esta clase de información y abarca tres conductas: a) preparar o realizar cualquier tipo de operación respecto de los valores o instrumentos a los que la información se refiera; b) comunicar dicha información a terceros; c) recomendar a un tercero que adquiera o ceda esos valores o instrumentos.

A las consecuencias anudadas al incumplimiento del deber de abstención de realizar operaciones constitutivas de información privilegiada (*letra* o artículo 99) (7) se añade ahora, como tipo específico, el incumplimiento de los deberes de prevención que haya tenido lugar «con ocasión de» una operación de este tipo. La calificación del comportamiento como infracción muy grave requerirá por tanto acreditar que en el caso se realizó (no sólo se preparó) una operación en la que se utilizó información privilegiada como consecuencia del incumplimiento de los deberes preventivos a que hace referencia el precepto (deber general de salvaguarda o establecimiento de barreras internas de contención de la información o listas de iniciados).

La infracción grave (letra x ter artículo 100) consiste en la «La adopción de las medidas previstas en los artículos 81.4, 83 y 83 bis de esta Ley de forma insuficiente», que anteriormente se consideraba incluida en el precepto general sobre infracción de las normas de conducta (derogada letra n del artículo 100) (8). Del nuevo tipo se ha dicho que otorga un excesivo margen de apreciación a la Administración, y por ello se cuestiona su constitucionalidad en función del que no cumpliría con el requisito de taxatividad requerido a todo tipo sancionador. Desde este punto de vista, el precepto debería ser desarrollado por vía reglamentaria, estableciéndose el concreto régimen de las medidas de prevención exigidas, so pena de vulnerar el principio de legalidad penal (Entrena, 2009: 557-558).

Las especialidades de la aplicación del principio de legalidad penal al ámbito del Derecho Administrativo sancionador son destacadas por la sentencia del Tribunal Constitucional 242/2005, de 10 de octubre (RTC 2005, 242) que reconoce la vigencia en este contexto del principio *nullum crimen, nulla poena sine lege* (artículo 25.1 CE), comprensivo de una garantía formal, y una material. En cuanto a la garantía formal aparece derivada de la exigencia de reserva de Ley en materia sancionadora, pero:

(...) tiene una eficacia relativa o limitada en el ámbito sancionador administrativo, toda vez que no cabe excluir la colaboración reglamentaria en la propia tarea de tipificación de las infracciones y atribución de las correspondientes sanciones, aunque sí hay que excluir el que tales remisiones hagan posible una regulación independiente y no claramente subordinada a la Ley. Por tanto, la garantía formal implica que la Ley debe contener la determinación de los elementos esenciales de la conducta antijurídica y al reglamento sólo puede corresponder, en su caso, el desarrollo y precisión de los tipos de infracciones previamente establecidos por la Ley (...).

La garantía material deriva del mandato de taxatividad, o de *lex certa*, y exige, en palabras del Tribunal, que:

(...) la norma punitiva permita predecir con suficiente grado de certeza las conductas que constituyen infracción y el tipo y grado de sanción del que puede hacerse merecedor quien la cometa, lo que conlleva que no quepa constitucionalmente admitir formulaciones tan abiertas por su amplitud, vaguedad o indefinición, que la efectividad dependa de una decisión prácticamente libre y arbitraria del intérprete y juzgador (...).

La STS (sección 3ª) de 1 de julio de 2008 (RJ 2008/3400), entre otras, establece con claridad que los principios de legalidad y tipicidad se respetan en este contexto mediante su *predeterminación* en los propios tipos reguladores de las infracciones (artículos 99 y 100 LMV), que puede comprender la remisión a obligaciones pre-

vistas en la misma norma o a su *desarrollo reglamentario* en las circulares de la CNMV, siempre que la conducta sea perfectamente determinable previamente en norma con rango de Ley (cfr. art. 129 LRJAP y PAC) (9).

Al respecto, la sentencia últimamente citada razona:

Con relación a los principios de legalidad y tipicidad, hay que señalar que no se aprecia infracción de los mismos en las resoluciones impugnadas. Las conductas sancionadas están perfectamente predeterminadas, unas de forma directa en la propia Ley del Mercado de Valores (artículos 99 y 100), bien por remisiones a obligaciones previstas en la misma (artículo 70), con el complemento de desarrollo reglamentario recogido en las Circulares de la Comisión del Mercado de Valores, siendo constante la doctrina del Tribunal Constitucional y la jurisprudencia de esta Sala, que indica que no se lesionan tales principios por la remisión al reglamento, cuando las conductas son perfectamente determinables previamente en norma con rango de Ley, cual ocurre en el caso de autos con referencia a las distintas infracciones que se han imputado a la entidad recurrente.

En nuestra opinión, las conductas constitutivas de infracción grave están debidamente determinadas por remisión a los preceptos legales citados (artículos 81.4, 83 y 83 bis LMV), en parte desarrollados mediante la normativa reglamentaria sobre abuso de mercado. Lo que ocurre es que el juicio de «insuficiencia» que pueda realizar el supervisor habrá que referirlo al cumplimiento de los requisitos legales y reglamentarios establecidos con arreglo a la finalidad de protección perseguida por esas normas. El cumplimiento formal de los deberes legales no será suficiente, sino sólo el que permita alcanzar dicha finalidad de protección. Entendido en esos términos, el precepto no debería plantear problemas desde el punto de vista del principio de taxatividad, pues la calificación de la infracción como grave no queda a la decisión discrecional e incontrolable del organismo supervisor, siempre que razone adecuadamente por qué, en el caso concreto, las medidas adoptadas por el operador no son suficientes para cumplir con las legalmente exigidas.

3. Comunicación de operaciones sospechosas

El artículo 83 *quáter* LMV establece el deber de comunicar a la CNMV operaciones sospechosas de utilizar información privilegiada o constitutivas de una práctica que falsee la formación libre de precios. Esta obligación, introducida mediante la Ley 12/2006, de 16 de mayo, se inserta en el marco de la *iniciativa contra el abuso de mercado* promovida por el organismo supervisor, que puso de manifiesto que el cumplimiento de la función de supervisión de la integridad del mercado requería conocer en muchos casos informaciones a las que sólo tienen acceso las entidades que prestan servicios de

inversión, tales como el perfil del operador, sus vínculos profesionales o personales, la forma de cursar la orden o pormenores de su operativa.

En este contexto, la Ley 47/2007 introduce la letra *x bis* del artículo 100, que tipifica como infracción grave:

El incumplimiento de la obligación de comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores de operaciones sospechosas de constituir abuso de mercado, establecida en el artículo 83 quáter de esta Ley.

En relación con este tipo, se ha cuestionado si la materialización del abuso de mercado es requisito para entender cometida la infracción de falta de comunicación de la información sospechosa. Desde luego, parece razonable afirmar que la constatación de este extremo no debe entenderse incluido en el tipo, toda vez que el deber de comunicar surge ante una operación «sospechosa» y no ante una operación constitutiva de abuso: la norma tiene un carácter claramente preventivo y con la finalidad de facilitar al organismo regulador el cumplimiento de sus funciones de supervisión. En todo caso, si finalmente concurrió abuso de mercado habría que tomarlo en cuenta para graduar la sanción (10).

En cuanto al cumplimiento de la obligación, cabe destacar que en julio de 2008 la Dirección de Mercados Secundarios de la CNMV publicó unos *Criterios sobre detección y comunicación de operaciones sospechosas*, con la finalidad declarada de facilitar, clarificar y fomentar la observancia de la obligación legal de comunicación e interpretar los indicios regulados en el RD 1333/2005, de 11 de noviembre (artículo 3).

Dichos criterios establecen, en primer lugar, medidas de carácter organizativo y procedimental. Se trata de la creación de una unidad independiente de sus áreas de negocio a la que se atribuya esta función, y se insta a que se establezcan procedimientos internos por escrito con la aprobación de la alta dirección de la entidad, revisados anualmente y sometidos a auditoría interna. Asimismo las entidades deberían adoptar medidas para la formación de empleados e implantar medios informáticos que permitan la detección sistemática de este tipo de operaciones. En segundo lugar, se prevén ciertas directrices a aplicar en la labor de detección y comunicación de las operaciones sospechosas. Las comunicaciones deben efectuarse incluso cuando se haya tenido conocimiento de la operación con posterioridad a haberse realizado, y deben abarcar operaciones con cualesquiera instrumentos financieros, incluso los derivados. Por último, se ofrecen unas indicaciones de posibles operaciones sospechosas de abuso de mercado a título de ejemplo.

Es cierto que los *Criterios* están redactados con cierta amplitud, e incluso acuden a cláusulas generales

como el «sentido común», lo que ha sido criticado por los operadores. Sin embargo, para tomar una decisión sobre cumplimiento de deberes de diligencia sólo es posible acudir a los denominados modelos de conducta: estándares de comportamiento con arreglo a los cuales se confía que actúen los sujetos en el tráfico, y que sólo se pueden definir mediante cláusulas generales de comportamiento. Los *Criterios* elaborados por la CNMV pretenden configurar ese modelo, lo que redundará siempre en una mayor seguridad jurídica para los operadores respecto del ejercicio de la potestad disciplinaria y del tráfico, que puede legítimamente confiar en que los intervinientes en el mercado actuarán conforme a los mismos con las debidas adaptaciones. Conviene destacar por último que, aunque se haya descartado un endurecimiento de las sanciones, el organismo supervisor ha denunciado en diversos foros la escasa colaboración que prestan las entidades que operan en nuestros mercados en la denuncia de este tipo de operaciones.

4. Difusión de información relevante

La finalidad última del deber de comunicación de hechos relevantes es garantizar que los inversores puedan formarse un juicio fundado sobre la situación de las empresas que cotizan en Bolsa y contribuir de esa forma al buen funcionamiento y la transparencia de los mercados de valores. Con ese objetivo, la Ley financiera desarrolló el deber de comunicar hechos relevantes del artículo 82 LMV y, posteriormente, los artículos 1 y 6 a 8 del RD 1333/2005. La citada Ley 44/2002, de 22 de noviembre, lo concibió como un deber de comunicación a la CNMV mediante la siguiente redacción de los apartados 2 y 3 del artículo 82:

2. Los emisores de valores están obligados a difundir inmediatamente al mercado, mediante comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, toda información relevante.
3. La comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores deberá hacerse con carácter previo a su difusión por cualquier otro medio y tan pronto como sea conocido el hecho, se haya adoptado la decisión o firmado el acuerdo o contrato con terceros de que se trate. El contenido de la comunicación deberá ser veraz, claro, completo y, cuando así lo exija la naturaleza de la información, cuantificado, de manera que no induzca a confusión o engaño. Los emisores de valores difundirán también esta información en sus páginas de Internet.

La Ley 6/2007, de 12 de abril, de Reforma de la Ley del Mercado de Valores para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores, alteró de forma significativa el contenido de este deber que se configura como un deber de difusión pública (al mercado) y simultánea comunicación al organismo supervisor:

2. Los emisores de valores están obligados a hacer pública y difundir, en los términos que reglamentariamente se establezcan, inmediatamente al mercado toda información relevante. Asimismo remitirán a la Comisión Nacional del Mercado de Valores esa información para su incorporación al registro oficial regulado en el artículo 92 de esta Ley.

3. La comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores deberá hacerse simultáneamente a su difusión por cualquier otro medio y tan pronto como sea conocido el hecho, se haya adoptado la decisión o firmado el acuerdo o contrato con terceros de que se trate. El contenido de la comunicación deberá ser veraz, claro, completo y, cuando así lo exija la naturaleza de la información, cuantificado, de manera que no induzca a confusión o engaño. Los emisores de valores difundirán también esta información en sus páginas de internet. No obstante, cuando la información relevante pueda perturbar el normal desarrollo de las operaciones sobre los valores del emisor o poner en peligro la protección de los inversores, el emisor deberá comunicar la información relevante, con carácter previo a su publicación, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que la difundirá inmediatamente.

La redacción vigente ha sido completada con la Orden EHA/1421/2009, de 1 de junio, que concretó algunas cuestiones relativas a las normas generales de identificación de información relevante, sujetos obligados, criterios para cumplimentar las comunicaciones de los emisores y las obligaciones de designar un interlocutor autorizado, y para realizar un seguimiento por parte del emisor de las previsiones o estimaciones comunicadas al mercado como informaciones relevantes.

La referida Orden habilitó el posterior desarrollo mediante circulares de la CNMV, de lo que resultó la Circular 4/2009, de 4 de noviembre (BOE núm. 273, de 12 de noviembre de 2009), que ahonda en la definición de información relevante según el RD 1333/2005, y regula la forma y el procedimiento para realizar estas comunicaciones y los cauces para asegurar la mejor comunicación entre el emisor y el organismo supervisor. Esta circular contiene además un anexo donde se relacionan algunos hechos que se consideran información relevante, con la intención de facilitar su identificación y posterior valoración por parte de los emisores y en función de los tipos de instrumentos financieros (renta fija o variable). Además, es importante destacar que desaparece la posibilidad de enviar la información a través del procedimiento de «otras comunicaciones», quedando reducido el registro público de forma exclusiva a «hechos relevantes». La razón probablemente ha tenido que ver con algún conocido caso de utilización de ese procedimiento y de la página web de la CNMV como una «peculiar» plataforma publicitaria.

El incumplimiento de este deber se tipificó en la letra ñ del artículo 99 que concibió como infracción muy grave «El incumplimiento, por parte de los emisores de valo-

res, de la obligación establecida en el artículo 82 cuando de ello se derive un perjuicio grave para el mercado» (letra ñ del artículo 99). La infracción grave se situaba en la letra j del artículo 100, que califica como tal: «La falta de comunicación de informaciones (...) a la Comisión Nacional del Mercado de Valores en los casos en que dicha comunicación sea preceptiva con arreglo a esta Ley», y era un sistema que podría valer para la forma en que concibió estos deberes la Ley financiera.

La reforma introducida por la Ley 47/2007 ha consistido en la ampliación del ámbito de aplicación de la infracción grave tipificada en la letra x del artículo 100 para extenderla al incumplimiento de las obligaciones del artículo 82 («el incumplimiento de las obligaciones establecidas en los artículos 81 y 82 de esta Ley, cuando no constituya infracción muy grave con arreglo a lo previsto en el artículo anterior»). Ahora el precepto abarca no sólo la infracción del deber de comunicar a la CNMV, sino también la difusión pública, tal como queda configurado el deber de comunicar hechos relevantes en la Ley 6/2007 y en ausencia de perjuicio grave para el mercado.

III. EMPRESAS DE SERVICIOS DE INVERSIÓN

1. Planteamiento

Una de las finalidades primordiales de la Ley 47/2007 consistió en ampliar el ámbito de aplicación de la Ley del Mercado de Valores a la regulación de la prestación en España de servicios de inversión mediante la reforma de casi todos los artículos que integran el título V (artículos 65 a 76 bis). Las novedades más importantes afectan a las condiciones de acceso y ejercicio de la actividad, a los requisitos de organización y a las normas de conducta que deben seguir las empresas que prestan servicios de esta clase. Toda esta materia fue objeto de desarrollo mediante 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, modificado por el Real Decreto 1820/2009, de 27 de noviembre, y, en lo que se refiere a las entidades de crédito, por el Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras, y la Circular 3/2008, de 22 de mayo, del Banco de España sobre determinación y control de los recursos mínimos. Últimamente cabe destacar la Resolución de 7 de octubre de 2009 de la CNMV sobre registros mínimos a mantener por las empresas que presten servicios de inversión (BOE núm. 254 de 21 de octubre de 2009).

Así se ha ido completando paulatinamente la transposición de la Directiva 2006/73/CE en desarrollo de la MIFID, y se articuló el régimen de las entidades que pres-

tan servicios de inversión. Esta novedosa normativa ha hecho necesaria la creación de nuevos tipos de infracciones y la adaptación en algunos casos de los ya existentes al específico ámbito de las empresas de servicios de inversión.

2. Acceso a la actividad

Las condiciones de acceso a la actividad de las empresas de servicios de inversión se establecen en los artículos 66 y 67 LMV, desarrollados a su vez en los artículos 12 a 23 del Real Decreto 217/2008, y consiste básicamente en un sistema de autorización previa del Ministerio de Economía y Hacienda a propuesta de la CNMV; en este contexto, resultan relevantes dos tipos de infracciones, relativas al incumplimiento de las políticas específicas exigidas a una empresa de servicios de inversión y de las limitaciones o restricciones impuestas a sus negocios u operaciones.

En cuanto a lo primero, establece la *letra e ter* del artículo 99:

e ter) El incumplimiento de las políticas específicas que, con carácter particular, hayan sido exigidas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores a una empresa de servicios de inversión o grupo consolidable en materia de provisiones, reparto de dividendos, tratamiento de activos o reducción del riesgo inherente a sus actividades, productos o sistemas, cuando dicho incumplimiento consista en no haber adoptado las referidas políticas en el plazo y condiciones fijados al efecto por la Comisión Nacional del Mercado de Valores y el incumplimiento ponga en peligro la solvencia o viabilidad de la empresa de servicios de inversión o del grupo.

El precepto guarda relación con la *letra ñ* del artículo 100, que tipifica el mismo comportamiento como infracción grave cuando no ponga en peligro la solvencia o viabilidad de la empresa de servicios de inversión o del grupo.

En el mismo sentido cabe destacar la *letra e quáter* del artículo 99, que tipifica como infracción muy grave el incumplimiento de las restricciones o limitaciones impuestas por CNMV «respecto de los negocios, las operaciones o la red de una determinada empresa de servicios de inversión o grupo consolidable».

3. Aumento o reducción de participaciones significativas

El control de la adquisición de participaciones significativas en empresas prestatarias de servicios de inversión se ha realizado siempre mediante la imposición de ciertos deberes de comunicación previa o inmediata

posterior, según los casos (11). La *letra u* del artículo 99 identificaba como infracción grave la adquisición o aumento de participaciones significativas en empresas de servicios de inversión con incumplimiento de las obligaciones de comunicación y notificación previa previstas en los apartados 3 y 4 del artículo 69 LMV, en función de si se considera o no una participación de control (12).

Mediante la Ley 47/2007 se reforma la norma sobre infracción en el sentido de que las obligaciones de comunicación surgen no sólo ante el aumento, sino también ante la reducción, de una participación significativa:

u) La adquisición de una participación significativa o el aumento o reducción de la misma incumpliendo lo previsto en los artículos 31.6, 44 bis.3 y 69 de esta Ley; el incumplimiento, de forma reiterada, de las obligaciones establecidas en el artículo 69 bis de la Ley, así como que el titular de una participación significativa incurra en el supuesto de hecho contemplado en el apartado 11 del artículo 69 de la Ley.

Además de dicha extensión del ámbito de aplicación de la norma, se incluye la infracción de las específicas obligaciones de comunicación de la adquisición de participaciones significativas en el capital de las sociedades que administren los mercados secundarios oficiales españoles (artículo 31.6) y en la Sociedad de Sistemas (artículo 44 bis.3). No obstante, tras una reciente reforma, es necesario todavía tener en cuenta la infracción tipificada en la *letra j ter* del artículo 100:

j ter) La adquisición de una participación como la descrita en el artículo 69.3 sin haberla comunicado a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (13).

En definitiva, aunque la *letra u* del artículo 99 no distingue entre los distintos apartados del artículo 69, parece claro que la infracción muy grave sólo será aplicable ante el incumplimiento de las obligaciones de notificación previa por adquisición de participaciones de control (apartado 4 del artículo 69), mientras que el incumplimiento de las obligaciones relativas a la comunicación inmediata posterior de la adquisición de participaciones significativas (apartado 3 del artículo 69) será calificado como infracción grave (*letra j ter* del artículo 100).

El control por la CNMV de la composición accionarial de estas entidades se refuerza con la tipificación como infracción muy grave del incumplimiento reiterado de las obligaciones de comunicación relativas a la estructura accionarial del artículo 69 *bis*, que se considera infracción grave si no concurre tal reiteración (*letra k* artículo 100).

En el contexto de las condiciones de ejercicio, hay que situar la infracción relativa al incumplimiento de la obligación de publicar la información sobre solvencia a

que se refiere el artículo 70 *bis* LMV, que se considerará grave no sólo cuando concorra una omisión total de ese deber, sino también cuando se haga pública una información que contenga omisiones, datos falsos, engañosos o no veraces (*letra g bis* del artículo 100). En cuanto a las omisiones hay que destacar que la Ley las autoriza respecto de informaciones que «no tengan importancia relativa» y, con la oportuna advertencia, respecto de los datos que se consideren reservados o confidenciales. El carácter falso, inveraz o engañoso de las informaciones podría definirse a partir de los criterios que la doctrina científica y jurisprudencial han desarrollado paulatinamente respecto del engaño como acto de competencia desleal (artículo 7 LCD).

4. Régimen organizativo interno

Uno de los ejes centrales de la MiFID consistía en implantar en la *praxis* de las entidades que prestan servicios de inversión la necesidad de gestionar y minimizar el riesgo de incumplimiento normativo. El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea lo definió como el «riesgo de sanciones legales, normativas, pérdida financiera material o de reputación que una organización puede sufrir como resultado de incumplir las leyes, regulaciones, normas, estándares de autorregulación y códigos de conducta aplicables a sus actividades», y hoy es obligatorio que las empresas que prestan servicios de inversión adopten una serie de medidas, procedimientos y políticas tendentes a garantizar el cumplimiento de dicha normativa (artículo 70 *ter* LMV).

Las denominadas «unidades de cumplimiento normativo», directamente vinculadas a la alta dirección, resultan una exigencia de buen gobierno corporativo orientada a cumplir la finalidad prevista por toda normativa sobre organización interna: garantizar que la empresa, sus directivos, su personal y sus agentes cumplan las obligaciones que les impone la normativa sobre mercado de valores (primer párrafo apartado 1 artículo 70 *ter* LMV y artículo 31 del RD 217/2008) (14).

El cumplimiento de los deberes de organización previstos en el artículo 70 *ter* LMV se acompaña de la tipificación de sendas infracciones. Se considera infracción muy grave (*letra l* artículo 99):

l. La falta de procedimientos, políticas o medidas a los que se refieren los apartados 1 y 2 del artículo 70 *ter* de esta Ley o el incumplimiento, no meramente ocasional o aislado, de la obligación de llevanza de los registros establecidos en la letra e del apartado 1 del artículo 70 *ter* o su llevanza con vicios esenciales, así como, el incumplimiento de la obligación de separación efectiva recogido en la letra f del apartado 1 del artículo 70 *ter* y en la letra c del apartado 2 del artículo 70 *ter* en la forma que se determine reglamentariamente.

Y constituye infracción grave (*letra t* del artículo 100):

La inobservancia por quienes presten servicios de inversión de las obligaciones, reglas y limitaciones previstas en los apartados 2 y 3 del artículo 70 *ter*, o en los artículos 70 *quáter*, 79, 79 bis, 79 *ter*, 79 *quinquies* y 79 *sexies*, cuando no constituya infracción muy grave.

El tenor literal de los tipos infractores aconseja sistematizar las conductas mediante la distinción de los procedimientos, políticas y medidas que establecen los diferentes apartados del artículo 70 *ter*:

1) Las obligaciones del *apartado 1* se refieren, con carácter general, a los requisitos de organización, y han sido desarrolladas reglamentariamente mediante los artículos 27 a 31 del RD 217/2008.

a) Dotación de una estructura organizativa adecuada y proporcionada, con líneas de responsabilidad bien definidas, aparentes y coherentes.

b) Creación de una unidad de cumplimiento normativo independiente de las áreas o unidades que desarrollen las actividades de prestación de servicios de inversión, y de procedimientos y controles que garanticen el cumplimiento, todo sometido a control constante.

c) Establecimiento de sistemas de información que aseguren el conocimiento por el personal de sus obligaciones, riesgos y responsabilidades.

De todo este sistema debería dejarse constancia en el registro de actividad y organización y en el registro de cumplimiento, en los que debería constar el organigrama, los programas de actividades, la atribución de competencias y las políticas y procedimientos para detectar los riesgos de incumplimiento (*cf.* Resolución CNMV de 7 de octubre de 2009).

La infracción muy grave está asociada a la «falta» de implantación de los citados procedimientos, políticas y sistemas de organización interna, que habrá que relacionar con su inexistencia (*letra l* del artículo 99). Aunque parece que debería equipararse la inexistencia con la inobservancia generalizada o habitual de los procedimientos que resulten, lo cierto es que cuando el legislador lo ha querido ha distinguido entre «falta de medidas» e «inaplicación habitual», y lo ha previsto así en el tipo (*v.gr. letra z bis* del artículo 99 sobre conflictos de interés, que se refiere a las dos conductas para calificarlas como infracción muy grave).

En cuanto a la infracción grave, la *letra t* del artículo 100 reduce su ámbito de aplicación a las obligaciones de los apartados segundo y tercero, y no contempla las del apartado primero. No obstante, la infracción grave podrá derivar entonces del incumplimiento de las medi-

das que hayan sido objeto de desarrollo reglamentario y dentro de sus límites (apartado 3 del artículo 70 *ter* y *letra t* del artículo 100).

d) Adopción de medidas administrativas y de organización de control de situaciones de conflicto de interés y operaciones que realicen las personas vinculadas a la empresa. Estas medidas están directamente relacionadas con el artículo 70 *cuáter*, por lo que nos referiremos a ellas en el apartado siguiente.

e) Llevanza de registros de todas las operaciones, de forma que se pueda comprobar que las entidades han cumplido con las obligaciones impuestas para con los clientes.

De conformidad con la *letra l* del artículo 99 es infracción muy grave el incumplimiento «no meramente ocasional o aislado» de la obligación de llevanza de registros sobre todas las operaciones o su llevanza con «vicios esenciales», es decir, de una forma que no permita cumplir con su finalidad. En nuestra opinión, se trata de una adaptación del requisito de la «falta» o «inexistencia» de medidas organizativas aplicada a la obligación de llevanza del registro de operaciones. El incumplimiento no ocasional es un incumplimiento habitual y, a su vez, la habitualidad parece que debe asociarse al reiterado incumplimiento de la obligación de registrar una u otra operación a consecuencia no de la inexistencia del registro, sino de una estructura organizativa encaminada al cumplimiento de los deberes de llevanza de los registros de forma adecuada a su finalidad (*arg. a contrario*, sentencia de la Sala de lo Contencioso-Administrativo de la Audiencia Nacional, sección 6ª, de 17 julio 2008, JUR 2008\376884). Cuando la estructura exista, pero, de forma aislada u ocasional, no se hayan registrado una o algunas operaciones concretas, la infracción debería calificarse de grave, si bien hay que advertir nuevamente de que la *letra t* del artículo 100 no prevé las infracciones del apartado 1. En la medida en que se detecte la infracción de una norma reglamentaria, podrá calificarse la infracción como grave, en virtud de la previsión del apartado 3 del artículo 70 *ter*.

f) Adopción de medidas adecuadas para proteger los instrumentos financieros que les confían sus clientes y evitar su utilización indebida, que se relaciona directamente con la obligación prevista, en muy parecidos términos, en la *letra c* del apartado 2.

La protección de los activos de los clientes es una de las medidas centrales del sistema, y ha sido objeto de desarrollo en la sección V del RD 217/2008 (artículos 39 a 43), que establece obligaciones de tipo organizativo, como la llevanza de registros y cuentas que permitan conocer de forma inmediata la posición de cada cliente y otras medidas para minimizar el riesgo de pérdida

o disminución del valor de los activos de los clientes o de los derechos relacionados con aquéllos. Esos preceptos fijan requisitos precisos para garantizar su adecuada custodia y la obligación de los auditores externos de remitir a la CNMV un informe anual sobre la adecuación de las medidas adoptadas para conseguir dicha protección, cuyo contenido, medio y plazos de envío han sido recientemente desarrollados por la Circular 5/2009, de 25 de noviembre, que regula el informe anual del auditor sobre protección de activos de clientes. Por su parte, la Resolución de la CNMV de 7 de octubre de 2009 establece que el registro de instrumentos financieros de los clientes debe permitir a las entidades distinguir en todo momento, y sin demora, los activos de cada cliente, de los otros clientes y de sus propios activos, así como permitir conciliar regularmente sus cuentas y registros internos con los de terceros en cuyo poder obren los activos de los clientes, incluidos los casos en los que se utilicen cuentas ómnibus. Asimismo, el registro de efectivo de clientes debe permitir conocer la posición de cada cliente, así como las cuentas asociadas y la entidad en la que estén depositados los fondos.

Es importante destacar que el tipo de infracción muy grave se refiere al incumplimiento del específico «deber de separación efectiva» entre los valores e instrumentos de la empresa y los de cada cliente (*letra f* del apartado 1), en aras a evitar una utilización indebida de los fondos confiados por éstos (*letra c* del apartado 2). El resto de incumplimientos habrá que encuadrarlos en el tipo de infracción grave en la medida en que se infrinjan obligaciones del apartado 2 *letra c* del artículo 70 *ter* o de los reglamentos dictados al amparo del apartado 3 (*letra t* del artículo 100).

2) Las obligaciones del apartado 2 se relacionan directamente con el control de riesgos, y han sido desarrolladas reglamentariamente por el RD 217/2008. Se obliga a las entidades a establecer medidas, procedimientos o técnicas adecuados para:

a) Evaluar los riesgos de la entidad, que debe poder presentar a la CNMV, a petición de ésta, informes financieros que ofrezcan la imagen fiel del patrimonio, situación financiera y resultados (*cf.* artículo 27, apartado 4 del RD 217/2008). La gestión de riesgos debe desarrollarse de conformidad con lo dispuesto en el artículo 29 del Reglamento y mediante la supervisión de la auditoría interna (artículo 30 RD 21/2008).

b) Garantizar la continuidad y regularidad en la prestación de los servicios, que, en caso de interrupción de sus sistemas y procedimientos, impone la preservación de datos y funciones y el mantenimiento de los servicios de inversión o su recuperación o reanudación si lo anterior no fuera posible (*cf.* artículo 27 apartado 3 del RD 217/2008).

c) Proteger los derechos de los clientes en relación con los fondos que les confían y evitar su utilización indebida, que está relacionado con la obligación prevista en la *letra f* del apartado 1, artículo 70 *ter*, al que ya nos referimos.

d) Controlar el riesgo operacional en supuestos de delegación de los servicios de inversión en terceros, de conformidad con lo previsto en los artículos 36 a 38 del Reglamento. La norma reglamentaria define las condiciones necesarias para delegar la realización de servicios de inversión o el ejercicio de funciones esenciales para su prestación, sobre todo del servicio de gestión de cartera en prestadores de servicios situados en países extracomunitarios.

La inexistencia o falta de las medidas o procedimientos del apartado 2 se calificará como infracción muy grave, según lo dispuesto en la *letra l* del artículo 99, con la especialidad ya explicada del incumplimiento del específico deber de separación efectiva entre los fondos de los clientes y los fondos de la entidad de la *letra f* del apartado 1, en conexión con la *letra c*, apartado 2, artículo 70 *ter*. Otro tipo de incumplimientos serán calificados como infracción meramente grave de conformidad con la *letra t* del artículo 100 LMV, que extiende su ámbito de aplicación a las obligaciones previstas en el apartado 2 del artículo 70 *ter* (v.gr. utilización de los fondos de un cliente sin consentimiento expreso, falta de medidas para evitar la confusión entre los fondos de los clientes y los del tercero depositario, incumplimiento del deber de envío de informes a la CNMV por los auditores externos imputable a la entidad).

En cuanto a la delegación de funciones en terceros, limitada en los artículos 36 a 38 del Real Decreto 217/2008, se adiciona un nuevo apartado bis a la *letra q* del artículo 99 que tipifica como infracción muy grave «La delegación por parte de las entidades que presten servicios de inversión de funciones en terceros cuando ello disminuya la capacidad de control interno o de supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores», que encontrará su ámbito de aplicación, sobre todo, en los supuestos de delegación de servicios de gestión de cartera en prestadores de servicios situados en terceros países.

3) El apartado 3 del artículo 70 *ter* remite al desarrollo reglamentario el contenido y requisitos de los procedimientos, registros y medidas señaladas en los apartados anteriores (en referencia al RD 217/2008), así como la regulación de los requisitos de organización interna exigibles a las empresas de asesoramiento financiero que sean personas físicas (15).

La *letra t* del artículo 100 tipifica como infracción grave la inobservancia de las obligaciones, reglas y limitacio-

nes previstas en este apartado 3, siempre que no sean constitutivas de infracción muy grave. De esta manera, se inserta en el sistema de infracciones y sanciones la totalidad de las reglas surgidas del desarrollo reglamentario de las obligaciones previstas en todos los apartados del artículo 70 *ter* que no sean constitutivas de infracción muy grave.

5. Regulación de los conflictos de interés

La regulación preventiva de los conflictos de interés se articula mediante el juego conjunto de varios preceptos aplicables al fondo y sendos tipos que regulan las infracciones.

La *letra d* del apartado 1 del artículo 70 *ter* establece la obligación de adoptar:

d) Medidas administrativas y de organización adecuadas para evitar que los posibles conflictos de interés regulados en el artículo 70 *quáter* de esta Ley perjudiquen a sus clientes.

Asimismo deberán establecer medidas de control de las operaciones que realicen con carácter personal los miembros de sus órganos de administración, empleados, agentes y demás personas vinculadas a la empresa, cuanto tales operaciones puedan entrañar conflictos de interés o vulnerar en general lo establecido en esta Ley.

A su vez, el artículo 70 *quáter* dispone lo siguiente:

1. De conformidad con lo dispuesto en la *letra d*), apartado 1, del artículo 70 *ter*, las empresas que presten servicios de inversión deberán organizarse y adoptar medidas para detectar posibles conflictos de interés entre sus clientes y la propia empresa o su grupo, incluidos sus directivos, empleados, agentes o personas vinculadas con ella, directa o indirectamente, por una relación de control; o entre los diferentes intereses de dos o más clientes, frente a cada uno de los cuales la empresa mantenga obligaciones.

De la regulación transcrita se deriva la posible ordenación sistemática de las normas sobre conflicto de interés en dos grandes grupos:

a) Obligación de establecer medidas de control de conflictos de interés en relación con las denominadas «operaciones personales».

Ésta es la finalidad de los artículos 34 («personas competentes») y 35 («operaciones personales») del RD 217/2008, que desarrollan la previsión del inciso segundo de la *letra f* apartado 1 artículo 70 *ter*. A nuestro juicio, la infracción de este tipo de medidas habría que encuadrarla en la *letra l* del artículo 99 (infracción muy grave) asociada a su «falta» o inexistencia. En caso contrario, habrá que detectar incumplimiento de las previsiones reglamentarias dictadas en su desarrollo (*letra t*

del artículo 100 en conexión con el apartado 3 del artículo 70 *ter*).

b) Obligación de establecer medidas de control de posibles conflictos de interés entre la entidad, su grupo, sus empleados o personas vinculadas y los clientes.

A este tipo de normas se refiere el inciso primero, *letra d*, apartado 1, artículo 70 *ter* y el artículo 70 *quáter*, que tratan de proteger el interés del cliente, y además en relación con la posible causación de daños («A tales efectos no se considerará suficiente que la empresa pueda obtener un beneficio si no existe también un posible perjuicio para un cliente; o que un cliente pueda obtener una ganancia o evitar una pérdida, si no existe la posibilidad de pérdida concomitante de un cliente»). La protección de las situaciones de conflicto de interés entidad-cliente es el sentido también de los artículos 44 a 47 del RD 217/2008, que desarrollan las obligaciones legales y del denominado registro de conflictos de interés, que deberá permitir conocer los conflictos potenciales y los efectivamente producidos, así como las medidas adoptadas para paliarlos.

La infracción de estas reglas está tipificada en la *letra z bis* del artículo 99, que sitúa la efectiva causación de un perjuicio para el cliente (daño emergente o lucro cesante) como el criterio determinante para imponer la infracción muy grave:

La falta de medidas o políticas de gestión de conflictos de interés o su inaplicación, no ocasional o aislada, por parte de quienes presten servicios de inversión o, en su caso, por los grupos o conglomerados financieros en los que se integren las empresas de servicios de inversión (...) cuando hubiera perjuicio para los clientes.

En ausencia de perjuicio, o en caso de perjuicio causado por incumplimiento ocasional o aislado de las medidas de control, la infracción será calificable como grave según la *letra t* del artículo 100, que se refiere al incumplimiento de las obligaciones derivadas del artículo 70 *quáter* de la Ley.

6. Normas de conducta

En cuanto a las normas de conducta, se han tipificado como infracción muy grave algunos supuestos de incumplimiento de obligaciones de información (artículo 79 *bis*), normas sobre registros de contratos (artículo 79 *ter*) y de incumplimiento de la normativa relativa a ejecución de órdenes de clientes (artículo 79 *sexies*). Todos estos preceptos han sido notablemente desarrollados en el título IV del RD 217/2008 mediante la ordenación de normas de conducta relativas a los clientes, la información, la ejecución de órdenes y los documentos contractuales. Asimismo, la Resolución de la CNMV

de 7 de octubre de 2009 hace referencia a la conveniencia de llevar un complejo y pormenorizado sistema de registros (de clientes, contratos, evaluación de la idoneidad, conveniencia, órdenes, confirmaciones, etc.) que sirva al cumplimiento de los objetivos fundamentales de la normativa.

A este tipo de infracciones se refiere la *letra z bis* del artículo 99:

(...) incumplimiento de las obligaciones de información previstas en el artículo 79 *bis* de esta Ley o la falta de registro de contratos regulado en el artículo 79 *ter*, cuando hubiera perjuicio para los clientes.

Asimismo, la *letra z ter* del mismo artículo establece como infracción muy grave:

La falta de políticas de gestión y ejecución de órdenes de clientes, su inaplicación, no ocasional o aislada o su aplicación sin haber obtenido el consentimiento previo de clientes, cuando de ello se derive perjuicio para los mismos.

Como complemento hay que recordar de nuevo el tenor de la *letra t* del artículo 100 que tipifica como falta grave:

La inobservancia por quienes presten servicios de inversión de las obligaciones, reglas y limitaciones previstas en los apartados 2 y 3 del artículo 70 *ter*, o en los artículos 70 *quáter*, 79, 79 *bis*, 79 *ter*, 79 *quinques* y 79 *sexies*, cuando no constituya infracción muy grave.

La distinción entre las infracciones muy graves y las graves deriva del perjuicio a los clientes, pero tiene distinto alcance según los tipos de infracción. En relación con el incumplimiento de las obligaciones de información o la falta de registro de contratos, se utiliza la expresión «cuando hubiera perjuicio para los clientes» (*letra z bis*), mientras que para los incumplimientos relativos a la gestión de órdenes se exige que «de ello se derive perjuicio para los mismos» (*letra z ter*). Es difícil saber si la diferente redacción responde a una precisión técnico - jurídica o no, pero si así fuera habría que reconocer que en el primer caso será suficiente constatar la existencia de relación de causalidad entre el perjuicio y la infracción (condición *sine qua non*), mientras que en el segundo deberá establecerse una precisa conexión de imputación objetiva entre el concreto daño sufrido por los clientes y la infracción de la norma. Esto requerirá determinar que el daño es la actualización del riesgo que precisamente la norma trataba de evitar, previa la determinación precisa de su ámbito objetivo y subjetivo de protección.

7. Régimen de comunicación de operaciones

El nuevo artículo 59 *bis* LMV (del también nuevo capítulo IV *bis* del título IV) ha introducido nuevas obliga-

ciones de comunicación de operaciones para las empresas de servicios de inversión y entidades de crédito que ejecuten esas operaciones. Es el resultado de la nueva estructura de mercado, en la cual la información relevante para la supervisión se encuentra repartida entre los distintos sistemas de negociación y entidades que prestan el servicio de ejecución, por lo que son éstas las que deben facilitarla para que la CNMV pueda cumplir con sus funciones (Díaz Ruiz y Ruiz Bachs, 2008: 20). La disposición adicional única del Real Decreto 217/2008 concreta esta obligación en lo relativo a la identidad de los clientes por cuenta de los cuales hayan ejecutado sus operaciones, lo que comprende información relativa a su nombre o razón social y a su número o código de identificación fiscal.

En materia de infracciones, se introduce la letra // del artículo 99 que califica como muy grave:

//) La no remisión, de forma reiterada, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores de las comunicaciones a las que se refiere el artículo 59 bis.

El anterior precepto hay que completarlo con la *letra j bis* del artículo 100:

j bis. La no remisión a la Comisión Nacional del Mercado de Valores de las comunicaciones previstas en el artículo 59 bis cuando no constituya infracción muy grave, o la comunicación reiterada de operaciones de forma defectuosa.

Como puede verse, el criterio de distinción entre la infracción muy grave y la grave es la omisión total y reiterada del cumplimiento de la obligación de comunicar. El cumplimiento defectuoso (*v.gr.* no se aporta toda la información pertinente) sólo será sancionado como infracción grave cuando además sea reiterado.

IV. GOBIERNO CORPORATIVO

La Ley 47/2007 ha ampliado el régimen de infracciones en materia de gobierno corporativo mediante la nueva redacción de la *letra b bis* del artículo 100. El precepto mantiene como infracción grave la falta de elaboración o de publicación del informe anual de gobierno corporativo o la existencia en dicho informe de omisiones o datos falsos o engañosos, y añade:

(...) el incumplimiento de las obligaciones establecidas en los artículos 113, 114 y 115 de esta Ley; y, el carecer las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales de un Comité de Auditoría, en los términos establecidos en la disposición adicional decimoctava de esta Ley.

El artículo 113 LMV se refiere a la elaboración del Reglamento de la Junta General de Accionistas de las

sociedades cotizadas, que debe ser objeto de comunicación a la CNMV y de inscripción en el Registro Mercantil, y el artículo 114 LMV al incumplimiento por los administradores de los deberes de abstención del ejercicio del derecho de voto correspondiente a las acciones cuya representación se ejerza en virtud de una solicitud pública de representación en casos de conflicto de interés, así como a las obligaciones de informar en la memoria sobre operaciones con personas vinculadas y de abstención en relación con operaciones sobre las que se disponga información privilegiada. Por último, el artículo 115 se refiere a las obligaciones de elaborar, comunicar e inscribir en el Registro Mercantil el Reglamento del Consejo de Administración.

En cuanto a la obligación de constituir el Comité de Auditoría a que se refiere la disposición adicional decimoctava de la LMV, cabe dejar constancia de la sanción impuesta en 2008 a una sociedad cotizada por disponer de un comité compuesto por tan sólo dos miembros, ya que de su propia naturaleza se deduce que es órgano colegiado que debe estar formado, al menos, por tres consejeros. Por su parte, el proyecto de ley por la que se modifican la Ley 19/1988, de 12 de julio, de Auditoría de Cuentas; la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, para su adaptación a la normativa comunitaria (*B.O.C.G.-Congreso*, de 13 noviembre 2009, núm. 46-1), contempla la reforma de los apartados 2 y 4 de la disposición adicional decimoctava en el sentido de requerir, entre otras cuestiones, que uno de sus miembros sea independiente y designado teniendo en cuenta sus conocimientos y su experiencia en materia de contabilidad y auditoría, o en ambas.

V. SANCIONES

1. Planteamiento

La aplicación del régimen sancionatorio en sede de mercado de valores debe realizarse a partir del principio fundamental de proporcionalidad, consagrado en el artículo 131 de la Ley 30/1992 RJAP y PAC, complementado con los criterios establecidos en el artículo 14 de la Ley de Disciplina e Intervención de Entidades de Crédito, que resulta aplicable por remisión expresa del artículo 98 de la Ley del Mercado de Valores.

La imposición de sanciones por infracciones leves o graves es competencia del Departamento del Servicio Contencioso y del Régimen Sancionador, mediante resoluciones del Consejo de la CNMV. La imposición de sanciones por infracciones muy graves corresponde al Ministro de Economía y Hacienda o al Consejo de Minis-

tros (revocación de la autorización), y en sede jurisdiccional la revisión corresponde a la Sala de lo Contencioso-Administrativo de la Audiencia Nacional y a la Sala de lo Contencioso-Administrativo del Tribunal Supremo, cuando la sanción implique la revocación de la autorización. Agotada la vía administrativa, las sanciones por infracciones muy graves se publican en el *BOE* (artículo 102) (16).

2. Modificaciones en el régimen general

La Ley 47/2007 ha dado nueva redacción a los artículos 102 a 104 LMV, que regulan las sanciones por infracciones muy graves, graves y leves respectivamente. Para el mejor análisis de las modificaciones introducidas, conviene dejar constancia del tenor literal de los preceptos legales tras la reforma.

El nuevo artículo 102 LMV establece que, por la comisión de infracciones muy graves, se impondrá al infractor una o más de las siguientes sanciones:

- a) Multa por importe de hasta la mayor de las siguientes cantidades: el quintuplo del beneficio bruto obtenido como consecuencia de los actos u omisiones en que consista la infracción; el 5 por 100 de los recursos propios de la entidad infractora, el 5 por 100 de los fondos totales, propios o ajenos, utilizados en la infracción, o 600.000 euros.
- b) Suspensión o limitación del tipo o volumen de las operaciones o actividades que pueda realizar el infractor en los mercados de valores durante un plazo no superior a cinco años.
- c) Suspensión de la condición de miembro del mercado secundario oficial o del sistema multilateral de negociación correspondiente por un plazo no superior a cinco años.
- d) Exclusión de la negociación de un instrumento financiero en un mercado secundario o en un sistema multilateral de negociación.
- e) Revocación de la autorización cuando se trate de empresas de servicios de inversión, entidades gestoras del mercado de deuda pública o de otras entidades inscritas en los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Si se trata de empresas de servicios de inversión autorizadas en otro estado miembro de la Unión Europea, esta sanción de revocación se entenderá sustituida por la prohibición de que inicie nuevas operaciones en el territorio español.
- f) Suspensión en el ejercicio del cargo de administración o dirección que ocupe el infractor en una entidad financiera por plazo no superior a cinco años.
- g) Separación del cargo de administración o dirección que ocupe el infractor en una entidad financiera, con inhabilitación para ejercer cargos de administración o dirección en la misma entidad por un plazo no superior a cinco años.

h) Separación del cargo de administración o dirección que ocupe el infractor en cualquier entidad financiera, con inhabilitación para ejercer cargos de administración o dirección en cualquier otra entidad de las previstas en el apartado 1 y en las letras b) y d) del apartado 2 del artículo 84 por plazo no superior a diez años.

Cuando se trate de la infracción prevista en la letra o) del artículo 99, se impondrá en todo caso la sanción recogida en el apartado a) anterior del presente artículo, sin que la multa pueda ser inferior a 30.000 euros y, además una de las sanciones previstas en los apartados b), c) o e) de este artículo, según proceda por la condición del infractor.

Asimismo, cuando se trate del incumplimiento de la reserva de actividad prevista en la letra q) del artículo 99, se impondrá al infractor la sanción recogida en la letra a) de este artículo, entendiéndose en este caso por beneficio bruto, los ingresos obtenidos por el infractor en el desarrollo de la actividad reservada, sin que la multa pueda ser inferior a 600.000 euros (17).

El artículo 103 se refiere a la comisión de infracciones graves y prevé la posibilidad de imponer las siguientes sanciones:

- a) Multa por importe de hasta la mayor de las siguientes cifras: el doble del beneficio bruto obtenido como consecuencia de los actos u omisiones en que consista la infracción; el 2 por 100 de los recursos propios de la entidad infractora, el 2 por 100 de los fondos totales, propios o ajenos, utilizados en la infracción, o 300.000 euros.
- b) Suspensión o limitación del tipo o volumen de las operaciones o actividades que pueda realizar el infractor en los mercados de valores durante un plazo no superior a un año.
- c) Suspensión de la condición de miembro del mercado secundario oficial o del sistema multilateral de negociación correspondiente por plazo no superior a un año.
- d) Suspensión por plazo no superior a un año en el ejercicio del cargo de administración o dirección que ocupe el infractor en una entidad financiera.

Las sanciones por infracciones graves serán publicadas en el *Boletín Oficial del Estado* una vez sean firmes en la vía administrativa.

Cuando se trate de la infracción prevista en la letra x) del artículo 100, en relación con el incumplimiento de las obligaciones establecidas en el artículo 81, se impondrá en todo caso la sanción recogida en la letra a) anterior del presente artículo y, además, una de las sanciones previstas en los apartados b) o c) del mismo precepto, sin que la multa que, en su caso, se imponga, pueda ser inferior a 12.000 euros.

La comisión de la infracción prevista en la letra g bis) del artículo 100 llevará, en todo caso, aparejada la cancelación de la inscripción del representante o apoderado en los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (18).

De la mera lectura de los citados preceptos legales, y su contraste con la regulación anterior, se deduce que, en relación con las infracciones muy graves, se contempla la exclusión de la negociación de instrumentos financieros y se introduce la suspensión en el desempeño de cargos de administración sin inhabilitación. En las graves desaparece la sanción de amonestación pública con publicación en el *BOE*, y la suspensión en el ejercicio del cargo de administrador se extiende no sólo a la entidad en la que se cometió la infracción, sino en cualquier entidad financiera.

Las sanciones por infracciones leves se han modificado en el sentido de eliminar también la amonestación privada (de dudosa eficacia), por lo que actualmente sólo procederá imponer una sanción de multa por importe de hasta 30.000 euros (nuevo artículo 104 LMV).

La modificación más importante afecta a la sanción consistente en la imposición de una multa, dada la nueva redacción de la *letra a)* de los artículos 102 y 103. Los preceptos derogados establecían como criterio básico de cálculo la aplicación de un porcentaje sobre el beneficio bruto obtenido como consecuencia de los actos u omisiones en que consistiera la infracción (entendiendo por tal la obtención de una ganancia o la evitación de una pérdida), y sólo en el caso de que este criterio no resultare aplicable se utilizaban otros subsidiariamente: porcentaje sobre fondos propios de la entidad infractora en el ejercicio en que se cometió la infracción o sobre los fondos utilizados en la infracción o una cantidad fija mínima.

En muchos casos, el criterio básico no sería utilizable. Esto ocurriría en relación con el incumplimiento de los deberes de salvaguarda de información privilegiada, pues normalmente el infractor no recibe un beneficio de su comportamiento, sino quien hace uso de la información. Además, cuando el infractor fuera una persona física, no habría fondos propios sobre los que aplicar el porcentaje. En cuanto a los fondos utilizados, no serían normalmente relevantes, por lo que la doctrina ha afirmado que en este sector la sanción más adecuada consistiría en la imposición de multas fijas graduadas convenientemente (Hernández Sáiz, 2007: 682-684). Los criterios del beneficio obtenido, recursos propios o cantidad fija son ahora utilizables indistintamente, y la multa será la mayor de la cantidad resultante de aplicar cualquiera de ellos.

Todavía se pueden suscitar algunas dudas en cuanto a su aplicación. La STS de 13 de noviembre de 2002 (RJ 2002, 10559), en relación con el criterio del porcentaje sobre los recursos propios, estableció que, en beneficio del infractor, debían tomarse en consideración los del ejercicio en que se cometió la infracción y, si se extiende durante varios, el que resultare inferior. Ese cri-

terio debe mantenerse con la redacción actual porque las nuevas normas autorizan a elegir la mayor de las cantidades que resulten de aplicar cualquiera de los criterios, pero en el cálculo de la cifra posiblemente aplicable según cada criterio debería optarse por la que resulte más baja.

Respecto a la «actualización» de las cuantías de la multa, consistente en la obligación de abonar una cantidad fija a 600.000 euros por las infracciones muy graves y 300.000 euros para las graves, ya se ha dicho que, en algunos casos, puede resultar una suma poco significativa (19).

Cabe destacar por último que la sanción por incumplimiento de la reserva de actividad de la *letra q* del artículo 99 se ha endurecido mediante la definición del concepto beneficio bruto por relación con los «ingresos obtenidos por el infractor en el desarrollo de la actividad» y el establecimiento de una multa mínima de 600.000 euros.

3. Sanciones a administradores o altos cargos

Como es sabido, los artículos 105 y 106 LMV regulan una serie de sanciones «accesorias» a los cargos de administración o dirección de las entidades infractoras, concepto a definir, conforme a lo dispuesto en el artículo 15 LDIEC, por remisión expresa del art. 98.1 párrafo 2º LMV, y que pueden consistir en multa, suspensión o suspensión con inhabilitación.

La finalidad de la reforma en este punto consiste en aclarar, en primer lugar, que las distintas sanciones se pueden imponer cumulativamente. En este sentido, el artículo 105 establece que:

Además de la sanción que corresponda imponer al infractor por la comisión de infracciones muy graves, cuando la infractora sea una persona jurídica podrá imponerse una o más de las siguientes sanciones a quienes, ejerciendo cargos de administración o dirección en la misma sean responsables de la infracción (...).

En cuanto a la sanción consistente en una multa, ha desaparecido la posibilidad de cuantificarla mediante la aplicación de un porcentaje sobre los fondos totales, propios o ajenos, utilizados en la infracción (5 por 100 para las infracciones muy graves y 2 por 100 para las graves), por lo que este tipo de sanción consiste hoy en una cantidad fija de hasta 300.500 euros y 150.250 euros respectivamente. La reforma obedece probablemente a que el exiguo porcentaje que estaba previsto ofrecería, en la mayoría de los casos, una cuantía muy baja.

En relación con el incumplimiento de los deberes de abstención en materia de información privilegiada (artículo

lo 81), se determina que en todos los casos se impondrá una multa pecuniaria cuyo importe no puede resultar inferior a 12.000 euros. En este sentido, el artículo 106 establece:

Cuando se trate de la infracción prevista en la *letra x)* del artículo 100, en relación con el incumplimiento de las obligaciones establecidas en el artículo 81, se impondrá en todo caso la sanción recogida en la *letra a)* anterior del presente artículo, sin que la multa pueda ser inferior a 12.000 euros.

NOTAS

(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 (DOUE, serie L núm. 145 de 30 de abril de 2004); Directiva 2006/73/CE, de la Comisión, de 10 de agosto de 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 empresas de inversión, y términos definidos a efectos de dicha Directiva (DOUE serie L núm. 241 de 2 de septiembre de 2006); 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 del Consejo, en lo relativo a las obligaciones de las empresas de inversión 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 Directiva (DOUE serie L núm. 241 de 2 de septiembre de 2006). Para un planteamiento general cfr. DÍAZ RUIZ y RUIZ BACHS (2008).

(2) Sobre la base del anteproyecto aprobado por el Consejo de Ministros en noviembre de 2008, cfr. el análisis de ENTRENA (2009: 572 y ss.).

(3) El nuevo artículo 282 *bis* tendrá la siguiente redacción: «Los que, como administradores de hecho o de derecho de una sociedad emisora de valores negociados en los mercados de valores, falsearan sus cuentas anuales o las informaciones que la sociedad debe publicar y difundir conforme a la legislación del mercado de valores sobre sus recursos, actividades y negocios presentes y futuros, con el propósito de captar inversores u obtener créditos o préstamos, serán castigados con la pena de prisión de uno a cuatro años, sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 308 de este Código. En el supuesto en que se llegue a obtener la inversión o el préstamo con perjuicio para el inversor o acreedor se impondrá la pena en la mitad superior. Si el perjuicio causado fuera de notoria gravedad la pena a imponer será de uno a seis años de prisión y multa de seis a doce meses».

(4) El artículo 284 quedará con la siguiente redacción: «Se impondrá la pena de prisión de seis meses a dos años o multa de doce a veinticuatro meses a los que: 1.º Empleando violencia, amenaza o engaño, intentaren alterar los precios que hubieren de resultar de la libre concurrencia de productos, mercancías, títulos valores, servicios o cualesquiera otras cosas muebles o inmuebles que sean objeto de contratación, sin perjuicio de la pena que pudiere corresponderles por otros delitos cometidos. 2.º Difundieren noticias o rumores, por sí o a través de un medio de comunicación, sobre personas o empresas en que a sabiendas se ofrecieren datos económicos total o parcialmente falsos con el fin de alterar o preservar el precio de cotización de un valor o instrumento financiero, obteniendo para sí o para tercero un beneficio económico superior a los 300.000 euros o causando un perjuicio de idéntica cantidad. 3.º Utilizando información privilegiada, realizaren transacciones o dieran ordenes de operación susceptibles de proporcionar indicios engañosos sobre la oferta, la demanda o el precio de valores o instrumentos financieros, o se aseguraren utilizando la misma información, por sí o en concierto con

otros, una posición dominante en el mercado de dichos valores o instrumentos con la finalidad de fijar sus precios en niveles anormales o artificiales. En todo caso se impondrá la pena de inhabilitación de uno a dos años para intervenir en el mercado financiero como actor, agente o mediador o informador».

(5) La citada guía está disponible en www.cesr-eu.org.

(6) Los autores habían denunciado la falta de tipos específicos para las infracciones en materia de deberes preventivos. Esto obligaba a encuadrar el supuesto en el precepto general sobre infracción grave por incumplimiento de normas de conducta (*letra n* del artículo 100) o, a lo sumo, en la *letra o* del artículo 99, que sanciona el incumplimiento de los deberes de abstención relacionados con la información privilegiada cuando el infractor figure, o debiera haber figurado, en los registros de personas que hubieran tenido acceso a la información confidencial, pero que no se refiere al incumplimiento específico del deber de llevanza de esos registros. Cfr. DE CARLOS y RÍOS (2002: 46-47).

(7) El incumplimiento de los deberes de abstención previstos en este apartado constituye infracción muy grave si el volumen de los recursos o instrumentos es relevante o la persona ha tenido conocimiento de la información en su condición miembro del órgano de administración, dirección o control del emisor por el ejercicio de su profesión, trabajo o funciones, o figure o debiera haber figurado en los registros a los que se refieren los artículos 83 y 83 *bis* (*letra o* del artículo 99).

(8) Éste era el caso del deber de establecer «murallas chinas» contemplado en el artículo 83 LMV que, como hemos dicho, se entendía tipificado en la *letra n*) del artículo 100, aplicado en general a la infracción de las normas de conducta del título VII de la LMV y que fue derogado por la Ley 44/2002, de 22 noviembre. Cfr. ZUNZUNEGUI (2002: 151).

(9) El artículo 129 LRJAP y PAC establece que, si bien la Ley debe delimitar las infracciones, las disposiciones reglamentarias pueden establecer «especificaciones o graduaciones al cuadro de infracciones o sanciones establecidas legalmente que, sin constituir nuevas infracciones o sanciones, ni alterar la naturaleza o límites de las que la Ley contempla, contribuyan a la más correcta identificación de las conductas o a la más precisa determinación de las sanciones correspondientes».

(10) ENTRENA (2009: 559). El autor se apoya en el artículo 14 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito (aplicable por remisión del artículo 98 LMV), que establece como criterio para la graduación de sanciones «la gravedad del peligro ocasionado o el perjuicio causado» (apartado b). De la regulación de los tipos de infracción en materia de abuso de mercado se ha dicho que constituyen infracciones de peligro abstracto, pues se sanciona la situación de riesgo creada con la conducta con independencia los perjuicios concretos ocasionados. Cfr. ZUNZUNEGUI (2002: 151-152) y ENTRENA (2009: 576).

(11) En este contexto, se ha aprobado el Real Decreto 1820/2009, de 27 de noviembre, 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. De esta forma se completa la transposición de la Directiva 2007/44/CE, iniciada por la Ley 5/2009, en materia de procedimientos y criterios conforme a los cuales se computan y evalúan las participaciones significativas de las empresas de servicios de inversión y de las sociedades gestoras de mercados y rectoras de sistemas de compensación y liquidación.

(12) El tenor literal de los apartados citados del artículo 69 es el siguiente: «Apartado 3. Toda persona física o jurídica que, por sí sola o actuando de forma concertada con otras, haya adquirido, directa o indirectamente, una participación en una empresa de servicios de inversión española, de tal forma que su porcentaje de derechos de voto o de capital poseído resulte igual o superior al 5 por 100, lo comunicará inmediatamente por escrito a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y a la empresa de servicios de inversión correspondiente, indicando la cuantía de la participación alcanzada. Apartado 4. Toda persona física o jurídica que, por sí sola o actuando de forma concertada con otras, en lo sucesivo el adquirente potencial, haya decidido adquirir, directa o indirectamente, una participación significativa en una empresa de servicios de inversión española o bien, incrementar, directa o indirectamente, la participación en la misma de tal forma que, o el porcentaje de derechos de voto o de capital poseído resulte igual o superior al 20, 30 ó 50 por 100, o bien que, en virtud de la adquisición se pudiera llegar a controlar la empresa de servicios de inversión, en lo sucesivo, la adquisición propuesta, lo notificará previamente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, indicando la cuantía de la participación prevista, e incluyendo toda la información que reglamentariamente se determine. Dicha información deberá ser pertinente para la evaluación, y proporcional y adecuada a la naturaleza del adquirente potencial y de la adquisición propuesta. Se entenderá que existe una relación de control a los efectos de este artículo siempre que se dé alguno de los supuestos previstos en el artículo 42 del Código de Comercio. A efectos de lo dispuesto en este apartado no se tendrán en cuenta los derechos de voto o el capital resultante del aseguramiento de una emisión o de una colocación de instrumentos financieros ni de la colocación de instrumentos financieros basada en un compromiso firme, siempre que dichos derechos no se ejerzan para intervenir en la administración del emisor y se cedan en el plazo de un año desde su adquisición. Cuando la Comisión Nacional del Mercado de Valores reciba dos o más notificaciones referidas a la misma empresa de servicios de inversión tratará a todos los adquirentes potenciales de forma no discriminatoria».

(13) Este nuevo tipo de infracción ha sido introducido por la Ley 5/2009, de 29 de junio, por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito, y el texto refundido de la Ley de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados, aprobado por Real Decreto Legislativo 6/2004, de 29 de octubre, para la reforma del régimen de participaciones significativas en empresas de servicios de inversión, en entidades de crédito y en entidades aseguradoras.

(14) Para un análisis de esta cuestión, *cf.* DE LA MATA (2009: 145 y ss.); NAVAJAS (2008: 237-244). Sobre el Reglamento, *cf.* TAPIA (2008: 260-267).

(15) Artículo 70 *ter*. «3. Reglamentariamente se establecerá el contenido y requisitos de los procedimientos, registros y medidas señaladas en este artículo. Dicho desarrollo reglamentario podrá tomar en cuenta, en particular, la dimensión, complejidad y naturaleza de los servicios de inversión que preste cada entidad. Asimismo, reglamentariamente se establecerán los requisitos de organización interna exigibles a las empresas de asesoramiento financiero que sean personas físicas».

(16) En el año 2008 se resolvieron cuatro recursos de reposición y uno de alzada ante el Ministerio de Economía y Hacienda y fueron todos desestimados. Asimismo, de los catorce recursos contencioso-administrativos impuestos contra resoluciones sancionadoras de la CNMV sólo uno terminó con sentencia favorable al recurrente (*cf.* Informe Anual de la CNMV sobre los mercados de valores y su actuación: 236 - 237).

(17) El derogado artículo 102 LMV establecía que: «Por la comisión de infracciones muy graves se impondrá al infractor una o más de las siguientes sanciones: a) Multa por importe no inferior al tanto, ni superior al quíntuplo, del beneficio bruto obtenido como conse-

cuencia de los actos u omisiones en que consista la infracción; o, en caso de que no resulte aplicable este criterio, hasta la mayor de las siguientes cantidades resultantes: El 5 por 100 de los recursos propios de la entidad infractora, el 5 por 100 de los fondos totales, propios o ajenos, utilizados en la infracción, o 50.000.000 de pesetas. b) Suspensión o limitación del tipo o volumen de las operaciones o actividades que pueda realizar el infractor, en el Mercado de Valores durante un plazo no superior a cinco años. c) Suspensión de la condición de miembro del mercado secundario, oficial o no, correspondiente por un plazo no superior a cinco años. d) Revocación de la autorización cuando se trate de empresas de servicios de inversión, entidades gestoras del Mercado de Deuda Pública o de otras entidades inscritas en los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Si se trata de sucursales de empresas de servicios de inversión autorizadas en otro Estado miembro de la Unión Europea, esta sanción de revocación se entenderá sustituida por la prohibición de que inicie nuevas operaciones en el territorio español. e) Amonestación pública, con publicación en el *Boletín Oficial del Estado*. f) Separación del cargo de administración o dirección que ocupe el infractor en una entidad financiera, con inhabilitación para ejercer cargos de administración o dirección en la misma entidad por un plazo no superior a cinco años. g) Separación del cargo de administración o dirección que ocupe el infractor en cualquier entidad financiera, con inhabilitación para ejercer cargos de administración o dirección en cualquier otra entidad financiera de la misma naturaleza por plazo no superior a diez años. Cuando se trate de la infracción prevista en el apartado o) del artículo 99, se impondrá en todo caso la sanción recogida en el apartado a) anterior del presente artículo, sin que la multa pueda ser inferior a 5.000.000 de pesetas y, además, una de las sanciones previstas en los apartados b), c) o d) del mismo precepto, según proceda por la condición de infractor. Las sanciones por infracciones muy graves serán publicadas en el *Boletín Oficial del Estado* una vez sean firmes en vía administrativa».

(18) El artículo 103 LMV establecía: «Por la comisión de infracciones graves se impondrá al infractor una o más de las siguientes sanciones: a) Amonestación pública, con publicación en el *Boletín Oficial del Estado*. b) Multa por importe de hasta el tanto del beneficio bruto obtenido como consecuencia de los actos u omisiones en que consista la infracción; o, en caso de que no resulte aplicable este criterio, hasta la mayor de las siguientes cifras: El 2 por 100 de los recursos propios de la entidad infractora, el 2 por 100 de los fondos totales, propios o ajenos, utilizados en la infracción, o 25.000.000 de pesetas. c) Suspensión o limitación del tipo o volumen de las operaciones o actividades que pueda realizar el infractor en el Mercado de Valores durante un plazo no superior a un año. d) Suspensión de la condición de miembro de un mercado secundario, oficial o no, correspondiente por plazo no superior a un año. e) Suspensión por plazo no superior a un año en el ejercicio de todo cargo directivo en la entidad en la que haya cometido la infracción. Las sanciones por infracciones graves serán publicadas en el *Boletín Oficial del Estado* una vez sean firmes en la vía administrativa. Cuando se trate de la infracción prevista en el apartado r) del artículo 100 se impondrá en todo caso la sanción recogida en el apartado b) anterior del presente artículo y, además, una de las sanciones previstas en los apartados a), c) o d) del mismo precepto, sin que la multa que, en su caso, se imponga, pueda ser inferior a 2.000.000 de pesetas. La comisión de la infracción prevista en el párrafo g) bis del artículo 100 llevará, en todo caso, aparejada la cancelación de la inscripción del representante o apoderado en los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores».

(19) *Cfr.*, en relación con la trascendencia de las infracciones y los recursos invertidos en materia de OPA, DEL CAÑO (2009: 1024).

BIBLIOGRAFÍA

ALEMANY EGUIDAJU, J. (2008), «Las personas interpuestas en los mercados de valores», *RDBB*, núm. 110, abril-junio: 87-125.

- DE CARLOS BERTRÁN, L., y RÍOS ESTRELLA, M. (2002), «Las obligaciones de información sobre hechos relevantes y sobre transacciones con personas vinculadas en el Proyecto de Ley Financiera», *Actualidad Jurídica Uría & Menéndez*, n.º 3.
- DE LA MATA MUÑOZ, A. (2009), «La función de cumplimiento normativo en el ámbito de las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión: De Basilea II a MiFID y su transposición en España. El reconocimiento legislativo de una realidad práctica», *RDBB*, 113, enero-marzo: 145-169.
- DEL CAÑO PALOP, J.R. (2009), «Capítulo XI. Régimen de supervisión, inspección y sanción», en *La regulación de las OPA*, J. GARCÍA DE ENTERRÍA y J. ZURITA SÁENZ DE NAVARRETE (dirs.), Ed. Civitas, 1ª edición, Madrid: 1000 y ss.
- DÍAZ RUIZ, E., y RUIZ BACHS, S. (2008), «Transposición de MiFID en España», *Actualidad Jurídica Uría R. Menéndez*, 19: 15 y ss.
- ENTRENA RUIZ, D.B. (2009), «El régimen de supervisión, inspección y sanción del mercado de valores, en particular del abuso de mercado», en *Derecho de la Regulación Económica. Tomo II. Mercado de Valores*, JIMÉNEZ-BLANCO CARRILLO DE ALBORNOZ (dir.), Ed. Iustel, Madrid: 519-582.
- HERNÁNDEZ SAÍZ, E. (2007), *El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*, Ed. Thomson-Civitas, Madrid.
- NAVAJAS MARTÍNEZ, F. (2008) «La función de cumplimiento normativo en el nuevo entorno de la MiFID. El incumplimiento de la normativa como nuevo riesgo para las entidades», en *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos*, R. MARTÍNEZ-PARDO y F.J. ZAPATA CIRUGEDA (coords.): 237-244.
- TAPIA HERMIDA, A. (2008), «Desarrollo reglamentario de la normativa sobre empresas de servicios de inversión: el Real Decreto 217/2008», *RDBB*, 110: 260-267.
- ZUNZUNEGUI PASTOR, F. (2002), «Abuso de mercado», en *Ética y mercado de valores*, J.W. IBÁÑEZ JIMÉNEZ y J.L. FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ (dirs.), Ed. Marcial Pons, Madrid: 133 y ss.

Glosario de términos MiFID

Miguel Díez de los Ríos

I. Introducción	145
II. Relación de términos	145
actividad o servicio de inversión/ <i>investment activity and service</i>	145
agente vinculado/ <i>tied agent</i>	145
asesoramiento de inversión/ <i>investment advice</i>	146
autoridad competente/ <i>competent authority</i>	146
cliente/ <i>client</i>	146
cliente minorista/ <i>retail client</i>	146
cliente profesional/ <i>professional client</i>	146
comitología (procedimiento)/ <i>committee (procedure)</i>	146
conflicto de interés/ <i>conflict of interest</i>	147
control/ <i>control</i>	147
creador de mercado/ <i>market maker</i>	147
ejecución de orden por cuenta de cliente/ <i>execution of order on behalf of client</i>	147
empresa de asesoramiento/ <i>advice firm</i>	147
empresa de inversión/ <i>investment firm</i>	147
empresa matriz/ <i>parent undertaking</i>	148
entidad de crédito/ <i>credit institution</i>	148
estado miembro de acogida/ <i>host member state</i>	148
estado miembro de origen/ <i>home member state</i>	148
filial/ <i>subsidiary</i>	149
gestión de cartera/ <i>portfolio management</i>	149
gestor del mercado/ <i>market operator</i>	149
instrumento del mercado monetario/ <i>money-market instrument</i>	149
instrumento financiero/ <i>financial instrument</i>	149
internalizador sistemático/ <i>systematic internaliser</i>	150
mercado regulado/ <i>regulated operador</i>	150
negociación por cuenta propia/ <i>dealing on own account</i>	150
normas de conducta/ <i>conduct of business obligations</i>	150
orden a precio limitado/ <i>limit order</i>	150
participación cualificada/ <i>qualifying holding</i>	150
servicio y actividad de inversión/ <i>investment service and activity</i>	150
servicio auxiliar/ <i>ancillary service</i>	151
sistema de negociación multilateral (SMN)/ <i>multilateral trading facility (MTF)</i>	151
sociedad de gestión de un OICVM/ <i>UCITS management company</i>	151
sucursal/ <i>branch</i>	151
test de conveniencia/ <i>appropriateness</i>	151
test de idoneidad/ <i>suitability</i>	152
valor negociable/ <i>transferable security</i>	152
vínculos estrechos/ <i>close links</i>	152

I. INTRODUCCIÓN

La Directiva MiFID, 2004/39/CE, de 21 de abril, establece una relación de términos en el artículo 4. Algunos de éstos son definidos en el texto comunitario; tal sucede con los de empresa de inversión (*investment firms*), estado miembro de acogida (*host member state*). Para otros, el legislador se remite al significado del término adoptado en otro texto comunitario; como es el caso de control (*control*), entidad de crédito (*credit institution*). La simplificación de política legislativa adoptada por la Directiva MiFID, tanto a la hora de formular el significado de los términos que define como en cuanto a la imprecisión o amplitud de la definición dispuesta para la mayoría de los términos reflejados en los textos comunitarios a los que hace referencia en la MiFID, han aconsejado complementar los estudios que componen este número monográfico de *Perspectivas del Sistema Financiero* con un glosario en el que figure el significado «expreso» o «inducido» de los términos principales utilizados por el legislador comunitario. Con ello se abrevia y facilita al lector la consulta de la Directiva y el significado correspondiente a los términos elaborados. A este objetivo instrumental responde la selección de términos referidos a los conceptos nucleares del mercado europeo de instrumentos financieros, su ordenación alfabética y la organización de la información en una estructura homogénea: *término, significado y fuente*.

El enunciado de cada *término* se corresponde con la expresión utilizada en el texto oficial de la Directiva MiFID, tanto en la versión española como en la inglesa. De aquí la doble entrada, en español y en inglés, adoptada en el glosario. A continuación del término se sitúa el *significado*. En el grupo de los términos mencionados y definidos por la Directiva se encuentran, entre otros, los siguientes: *autoridad competente, asesor de inversión, comitología, empresa de inversión, estado miembro de origen, estado miembro de acogida, gestor de mercado*. En el grupo de los términos enunciados en la MiFID y definidos en otro texto se encuentran los de: *control, empresa matriz, entidad de crédito, filial*. Un tercer grupo de términos encuentran su significado dentro de un conjunto relacionado de preceptos diseminados en el Derecho comunitario; entre ellos: *actividad o servicio de inversión, agente vinculado, cliente, cliente minorista y cliente profesional, gestión de cartera, internalizador sistemático, instrumento financiero, vínculos estrechos*. En el apartado de *fuente*, se indica el precepto o preceptos en los que se encuentra el significado del término legal o que han sido referentes para construir el significado formulado en la correspondiente entrada. En algunos casos, la información se acompaña de un *ejemplo* o *explicación* del término que se analiza y de los *términos relacionados*, con el propósito de agilizar el proceso de exploración de la búsqueda por el lector y de clarificar el significado legal del término en cuestión.

II. RELACIÓN DE TÉRMINOS

actividad o servicio de inversión/*investment activity and service*

Se considera actividad o servicio de inversión: 1) cualquier acto, negocio o contrato de los enumerados en la sección A del anexo I (recepción, ejecución y transmisión de órdenes de clientes, contrato de opción, contrato de futuro), que verse sobre instrumentos financieros de los señalados en la sección C del anexo I (valores, participaciones); 2) los que determine la Comisión, asistida por el Comité de Expertos, en relación con los contratos de derivados asimilados a instrumentos financieros derivados.

Ejemplos de acto, negocio o contrato subsumibles en 1): a) recepción y transmisión de órdenes de clientes sobre instrumentos financieros, como valores negociables, instrumentos del mercado monetario, participaciones de organismos de inversión colectiva, contrato de opciones, futuros, instrumentos derivados para la transferencia del riesgo de crédito; b) ejecución de órdenes por cuenta de clientes respecto de instrumentos financieros; c) negociación de instrumentos financieros por cuenta propia; d) gestión de carteras de instrumentos financieros; e) asesoramiento sobre inversión en instrumentos financieros; f) colocación o garantía de instrumentos financieros sobre la base de un compromiso firme; g) colocación de instrumento financiero sin base en un compromiso firme; h) gestión de sistema de negociación multilateral de instrumentos financieros.

Directiva MiFID, 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004 [art. 4.1. 2)]; anexo I, sección A y sección C.

Término relacionado: *instrumento financiero*.

agente vinculado/*tied agent*

Es la persona física o jurídica que, bajo la responsabilidad plena e incondicional de una sola empresa de inversión por cuya cuenta actúa, promueve la inversión o servicios auxiliares ante clientes o posibles clientes, recibe y transmite las instrucciones u órdenes de clientes sobre instrumentos financieros o servicios de inversión, coloca instrumentos financieros o presta asesoramiento a clientes o posibles clientes con respecto a esos instrumentos financieros o servicios.

Directiva MiFID, 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004 [art. 4.1.25)].

Términos relacionados: *actividad o servicio de inversión, asesoramiento de inversión, cliente, instrumento financiero*.

asesoramiento de inversión/*investment advice*

Es cualquier recomendación o prestación de servicio personalizado a un cliente respecto de una o varias operaciones que versen sobre instrumentos financieros y que se realice por una empresa de inversión o autorizada para ello, con independencia de quien tenga la iniciativa y el tipo de negocio o contrato que se concierte.

Directiva MiFID 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004 [art. 4.1.4)].

autoridad competente/*competent authority*

Es la autoridad pública designada por cada estado miembro para desempeñar las competencias y funciones relacionadas con el mercado de instrumentos financieros, así como la vigilancia y la supervisión de las empresas u operadores.

Directiva MiFID 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004 [art. 48, en relación con el art. 4.1.22)].

cliente/*client*

Toda persona física o jurídica a quien una empresa de inversión presta servicios de inversión o servicios auxiliares y que está tutelada por las normas impuestas por el legislador comunitario para todo el mercado interior de instrumentos financieros.

Directiva MiFID, 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004 [Art. 4.1.10)].

Términos relacionados: *cliente profesional*, *cliente minorista*.

cliente minorista/*retail client*

Es todo cliente que no sea cliente profesional.

Directiva MiFID, 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004 [art. 4.1.11)].

Término relacionado: *cliente profesional*.

cliente profesional/*professional client*

Es la persona física o jurídica que posee la experiencia, los conocimientos y la cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y para evaluar correctamente los riesgos inherentes a dichas decisiones.

Se consideran profesionales para todos los servicios y actividades de inversión e instrumentos financieros, los siguientes:

1) Entidades que deben ser autorizadas o reguladas para operar en los mercados financieros (1): a) entidades de crédito, b) empresas de inversión, c) otras entidades financieras autorizadas o reguladas, d) compañías de seguros, e) organismos de inversión colectiva y sus sociedades de gestión, f) operadores en materias primas y en derivados de materias primas, g) operadores que contratan en nombre propio, h) otros inversores institucionales.

2) Grandes empresas que, a escala individual, cumplan dos de los siguientes requisitos de tamaño de la empresa, relativos al total del balance (20.000.000 euros), volumen de negocios neto (40.000.000 euros), fondos propios (2.000.000 euros).

3) Gobiernos nacionales y regionales, organismos públicos que gestionan la deuda pública, bancos centrales, organismos internacionales y supranacionales como el Banco Mundial, el FMI, el BCE, el BEI y otras organizaciones internacionales similares.

3 bis) Otros inversores institucionales cuya actividad como empresa es invertir en instrumentos financieros, incluidas las entidades dedicadas a la titularización de activos y otras transacciones de financiación.

El cliente profesional puede renunciar a parte de la protección que le ofrecen las normas de conducta de las empresas de inversión, de conformidad con los requisitos (2), el procedimiento (3) y criterios de evaluación (4) establecidos en el número II del anexo II de la Directiva.

Directiva MiFID, 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004, anexo II.

Término relacionado: *cliente minorista*.

comitología (procedimiento)/*comitee (procedure)*

Es el conjunto de medidas y actividades necesarias para el cumplimiento de las disposiciones contenidas en la Directiva, y cuya adopción corresponde a la Comisión con la asistencia del Comité Europeo de Valores.

Las medidas de ejecución de la Directiva pretenden adecuar las disposiciones de ésta a la evolución del mercado, así como garantizar la aplicación uniforme de la Directiva del mercado de instrumentos financieros. A estos propósitos, el procedimiento de comitología se contempla para los siguientes puntos y aspectos de la Directiva MiFID. Entre otros: clarificar las definiciones

formuladas en el art. 4.1 (art. 4.2); fijar los criterios determinantes de una actividad auxiliar o accesoria de la principal a nivel de grupo (art. 2.3); establecer los requisitos organizativos que se exigirán a las empresas de inversión que realicen distintos servicios o actividades de inversión y auxiliares, o combinaciones de los mismos (art. 13.10); definir las medidas y establecer los criterios relacionados con la prevención y el tratamiento de los conflictos de interés en el marco de las empresas que realizan actividades y servicios con instrumentos financieros (art. 18.3); adoptar las medidas de eje.

Directiva MiFID, 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004 [art. 64, en relación con el art. 4.2].

conflicto de interés/*conflict of interest*

Es una situación en la que están confrontados la ventaja y el beneficio de una de las partes en el acto o negocio con la ventaja o el beneficio de la contraparte.

En el marco del conflicto de interés regulado por la Directiva MiFID existe relativo acuerdo respecto de sus características y efectos: 1) es una situación en la que dos o más intereses se contraponen en la prestación de un servicio financiero; 2) aflora en aquellas operaciones en las que el intermediario dispone de información confidencial, o como consecuencia de la actuación simultánea de las entidades de inversión que ejecutan órdenes de sus clientes y depositarios que custodian los activos de sus clientes; 3) es un mal endémico del mercado de valores, provocado por las características de la relación entre el intermediario y sus clientes, y 4) su falta de solución incide en el inadecuado funcionamiento de las entidades a la hora de gestionar sus riesgos y en la escasa protección de los inversores, así como en la falta de integridad del mercado.

Directiva MiFID, 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004 [art.18].

control/*control*

Es la influencia dominante que una empresa (llamada empresa matriz) puede ejercer en otra empresa (llamada empresa filial), en virtud de: 1) la mayoría de los derechos de voto de los accionistas o asociados de otra empresa; 2) el derecho de nombrar o revocar a la mayoría de los miembros del órgano de administración, de dirección o de control de una empresa y ser al mismo tiempo accionista o asociada de esta empresa; 3) el derecho de ejercer una influencia dominante sobre la empresa de la que es accionista o asociada en virtud de un contrato celebrado con ella o en virtud de una

cláusula estatutaria de tal empresa, cuando el derecho del que dependa esta empresa filial permita que quede sujeta a tales contratos o cláusulas estatutarias.

Directiva 83/349/CEE [art. 1 (5), apartados 1 y 2, a los que se remite la Directiva MiFID, 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004, art. 4.1.30)].

Términos relacionados: *empresa matriz, filial.*

creador de mercado/*market maker*

Es toda persona que actúa regularmente en los mercados financieros, declarándose dispuesta a negociar por cuenta propia, comprando y vendiendo instrumentos financieros con capital propio a precios establecidos por él.

Directiva MiFID 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004 [art. 4.1.8)].

Términos relacionados: *instrumento financiero, mercados financieros.*

ejecución de orden por cuenta de cliente/*execution of order on behalf of client*

Es la conclusión de un acuerdo de comprar o vender por cuenta del cliente uno o más instrumentos financieros.

Directiva MiFID 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004 [art. 4.1.5)].

Términos relacionados: *actividad o servicio de inversión, instrumento financiero.*

empresa de asesoramiento/*advice firm*

Es la empresa de servicios de inversión cuya actividad consiste en realizar recomendaciones personalizadas a un cliente respecto de una o varias operaciones que recaigan en instrumentos financieros.

Directiva 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004 [art. 4.1.4), en relación con el art. 4.1.1)].

Términos relacionados: *empresa de inversión, asesoramiento de inversión.*

empresa de inversión/*investment firm*

Es toda persona jurídica cuya profesión o actividad habituales consistan en prestar uno o más servicios de

inversión o en realizar una o más actividades de inversión con carácter profesional a terceros.

La consideración de empresa de inversión a la persona física está sometida a las siguientes condiciones mínimas (6): 1) reconocimiento por la legislación nacional del Estado miembro; 2) que el estatuto jurídico exigido garantice una protección a los terceros equivalente a la ofrecida por la empresa-persona jurídica; 3) sometimiento a una supervisión prudencial equivalente y adaptada a su forma jurídica.

Directiva 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004 [(artículo 4.1.1) (7)].

empresa matriz/parent undertaking

Es la empresa que tiene en otra empresa, llamada filial, alguna de las exigencias establecidas en la Directiva: 1) la mayoría de los derechos de voto de los accionistas o asociados; 2) es accionista o asociada y, además, tiene el derecho de nombrar o revocar a la mayoría del órgano de administración, de dirección o de control de una empresa filial y es al mismo tiempo accionista o asociada de esta empresa; 3) tiene derecho de ejercer una influencia dominante sobre la empresa filial, de la que es accionista o asociada, en virtud de un contrato celebrado con ella o en virtud de una cláusula estatutaria de tal empresa, cuando el derecho del que depende esta empresa filial permita que quede sujeta a tales contratos o cláusulas estatutarias, o por la legislación nacional, de conformidad con lo que autoriza la indicada Directiva.

Directiva 83/349/CEE, del Consejo, de 13 de junio de 1983, relativa a las cuentas consolidadas (art. 1). A este texto se remite la Directiva MiFID, 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004 [art. 4.1.28)].

entidad de crédito/credit institution

Es toda empresa que tenga como actividad típica y habitual recibir fondos del público en forma de depósitos u otras análogas que lleven aparejada la obligación de su restitución, aplicándolos por cuenta propia a la concesión de créditos.

Esta definición coincide con la formulada en la Directiva 2006/48/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio. De este modo, la intermediación en el crédito es el elemento común a las entidades de crédito; lo cual es compatible con su paulatina extensión a otras operaciones conexas y desarrolladas al compás de los mercados financieros.

El concepto amplio de entidad de crédito es de carácter funcional porque prescinde de la naturaleza jurídica que concretamente revista la entidad. Comprende, por una parte, las entidades de créditos bancarias, como encargadas de la captación de fondos mediante depósitos de dinero y con independencia de la estructura que revista cada una de ellas: bancos, cajas de ahorros, Confederación Española de Cajas de Ahorros, cooperativas de crédito, Instituto de Crédito Oficial; por otra, los establecimientos financieros de crédito y las entidades creadoras de dinero electrónico, como instituciones especializadas en determinados contratos y operaciones.

Directiva 2006/48/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006. A este texto se remite la Directiva MiFID 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004 [art. 4.1.23)].

estado miembro de acogida/host member state

Acepción: estado miembro de acogida de empresa de inversión. Es el estado miembro, distinto del estado miembro de origen, en el que una empresa de inversión tiene una sucursal o realiza servicios o actividades.

Acepción: estado miembro de acogida de mercado regulado. Es el estado miembro, distinto del estado miembro de origen, en el que un mercado regulado brinda los mecanismos adecuados para que puedan acceder a la negociación en su sistema miembros o participantes remotos establecidos en ese mismo estado miembro.

Directiva MiFID 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004 [art. 4.1.21)].

Términos relacionados: estado miembro de origen de empresa de inversión; estado miembro de origen de un mercado regulado.

estado miembro de origen/home member state

Acepción: estado miembro de origen de empresa de inversión. Es el estado miembro en el que la empresa de inversión tenga su administración central, siempre que su titular sea una persona física o una persona jurídica sin domicilio social según su ley nacional, porque de lo contrario el estado miembro de origen es aquél en que la empresa de inversión persona jurídica tiene su domicilio social.

Acepción: estado miembro de origen de un mercado regulado. Es el estado miembro en que el mercado regulado esté registrado o el estado miembro en que esté situada la administración central si el mercado regula-

do tuviere domicilio social conforme a la legislación nacional.

Directiva MiFID, 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004 [art. 4.1.20)].

Término relacionado: *estado miembro de acogida*.

filial/subsidiary

Es la empresa en la que la empresa matriz ejerce una influencia dominante con arreglo a los criterios establecidos en los artículos 1 y 2 de la Directiva 83/349/CEE, incluso la filial de una empresa filial de una empresa matriz.

Directiva MiFID, 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004 [art. 4.1.29)].

Términos relacionados: *control, empresa matriz*.

gestión de cartera/portfolio management

Todo mandato u orden de un cliente a una empresa de servicios de inversión para la gestión discrecional e individualizada de carteras, en la que se comprendan uno o más instrumentos financieros.

Directiva MiFID, 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004 [art. 4.1.9)].

Términos relacionados: *cliente, cliente minorista, cliente profesional*.

gestor del mercado/market operator

Es la persona o entidad que gestiona o desarrolla la actividad de un mercado regulado. El gestor del mercado puede ser el propio mercado regulado.

Directiva MiFID, 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004 [art. 4.1.13)].

Término relacionado: *mercado regulado*.

instrumento del mercado monetario/ money-market instrument

Es cualquier título de los que se negocian habitualmente en el mercado monetario, como bonos del Tesoro, certificados de depósito y efectos comerciales, excluidos los instrumentos de pago.

Directiva MiFID, 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004 [art. 4.1.19)].

instrumento financiero/financial instrument

Es un título, un valor, una divisa, un índice, un tipo de interés, un derivado relacionado con activos, derechos, obligaciones índices y medidas que puede ser objeto de negociación en un sistema de negociación multilateral o internalizador sistemático.

Son instrumentos financieros los especificados en la sección C del anexo I de la Directiva MiFID. Éstos responden a las siguientes categorías y tipos: 1) valores negociables; 2) instrumentos del mercado monetario; 3) participaciones de organismos de inversión colectiva; 4) contratos de opciones, futuros, permutas (*swaps*), acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de derivados relacionados con valores, divisas, tipos de interés o rendimientos, u otros instrumentos derivados, índices financieros o medidas financieras que puedan liquidarse en efectivo; 5) contratos de opciones, futuros, permutas (*swaps*), acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de derivados relacionados con materias primas que deban liquidarse en efectivo o que puedan liquidarse en efectivo a petición de una de las partes (por motivos distintos al incumplimiento o a otro suceso que lleve a la rescisión del contrato); 6) contratos de opciones, futuros, permutas (*swaps*) y otros contratos de derivados relacionados con materias primas que puedan liquidarse en especie, siempre que se negocien en un mercado regulado o SMN; 7) contratos de opciones, futuros, permutas (*swaps*), acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de derivados relacionados con materias primas que puedan ser liquidados mediante entrega física no mencionados en el punto 6 de la sección C, y no destinados a fines comerciales, que presentan las características de otros instrumentos financieros derivados, teniendo en cuenta, entre otras cosas, si se liquidan a través de cámaras de compensación reconocidas o son objeto de ajustes regulares de los márgenes de garantía; 8) instrumentos derivados para la transferencia del riesgo de crédito; 9) contratos financieros por diferencias; 10) contratos de opciones, futuros, permutas (*swaps*), acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de derivados relacionados con variables climáticas, gastos de transporte, autorizaciones de emisión o tipos de inflación, u otras estadísticas económicas oficiales, que deban liquidarse en efectivo o que puedan liquidarse en efectivo a elección de una de las partes (por motivos distintos al incumplimiento o a otro suceso que lleve a la rescisión del contrato); 10) cualquier otro contrato derivado relacionado con activos, derechos, obligaciones índices y medidas no mencionados en la presente sección C, que presentan las características de otros instrumentos financieros derivados, teniendo en cuenta, entre otras cosas, si se negocian en un mercado regulado o SMN, se liquidan a través de cámaras de compensación reconocidas o son objeto de ajustes regulares de los márgenes de garantía.

Términos relacionados: *valor negociable, internalizador sistemático, sistema de negociación multilateral.*

Directiva MiFID, 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004 [anexo I, sección C, en relación con el art. 4.1.17)].

internalizador sistemático/systematic internaliser

Es un sistema de negociación de instrumentos financieros por una empresa de inversión al margen de un mercado regulado o de un sistema múltiple de negociación, siempre que la empresa de inversión o la entidad autorizada actúe por cuenta propia mediante la ejecución de órdenes de clientes y la negociación se desarrolle de forma organizada, frecuente y sistemática.

Reglamento (CE) 1287/2006, de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, que desarrolla en este aspecto la Directiva MiFID, 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004 [art. 4.1. 7)].

Términos relacionados: *ejecución de orden por cuenta de cliente, empresa de inversión, negociación por cuenta propia, sistema de negociación multilateral.*

mercado regulado/regulated operator

Es un sistema de negociación multilateral (compra-venta entre un número indeterminado de terceros) operado o gestionado por un gestor del mercado (quien gestiona o desarrolla la actividad en un mercado regulado), que reúne o brinda la posibilidad de 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 con respecto a los instrumentos financieros admitidos a negociación conforme a sus normas o sistemas, y que está autorizado y funciona de forma regular de conformidad con lo dispuesto en el título III.

Directiva MiFID, 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004 [art. 4.1.14)].

negociación por cuenta propia/dealing on own account

Es la celebración de un contrato o la realización de operación sobre instrumento financiero con capital propio.

Directiva MiFID, 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004 [art. 4.1. 6)].

normas de conducta/conduct of business obligations

Son las obligaciones y deberes que las entidades de inversión han de cumplir en la negociación y contratos

que celebren con sus clientes, con el fin de que estos últimos comprendan la naturaleza y los riesgos del servicio de inversión.

Las normas de conducta que rigen la prestación de servicios de inversión son: 1) actuar con honestidad, imparcialidad y profesionalidad; 2) actuar en el mejor interés de los clientes; 3) proporcionar en todo momento una información clara, imparcial y no engañosa; 4) la información deberá ser, además, comprensible, y contener todos los extremos contenidos en el apartado 3 del art. 19, de modo que permita al cliente comprender la naturaleza y los riesgos del servicio de inversión y del tipo específico de instrumento financiero que se ofrece y, por consiguiente, pueda tomar decisiones sobre la inversión con conocimiento de causa.

Directiva MiFID, 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004 [art. 19.1)].

orden a precio limitado/limit order

Es el encargo o mandato de compra o venta de un instrumento financiero por un volumen concreto y al precio especificado o en mejores condiciones.

Directiva MiFID, 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004 [art. 4.1.16)].

Término relacionado: *instrumento financiero.*

participación cualificada/qualifying holding

Es la participación, directa o indirecta, en una empresa de inversión que represente al menos el 10 por 100 de su capital o de sus derechos de voto, según el artículo 92 de la Directiva 2001/34/CE, o que permita ejercer una influencia significativa en su gestión.

Directiva MiFID, 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004 [art. 4.1.27)].

servicio y actividad de inversión/investment service and activity

Un servicio o actividad de inversión es: 1) cualquiera de los enumerados en la sección A del anexo I en relación con cualquiera de los instrumentos enumerados en la sección C del anexo I; 2) los que determine la Comisión, asistida por el Comité de Expertos, en relación con los contratos de derivados asimilados a instrumentos financieros derivados (8).

Directiva MiFID, 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004 [art. 4.1. 2), anexo I, sección A y sección B].

Términos relacionados: *actividad o servicio de inversión; instrumento financiero.*

servicio auxiliar/ancillary service

Es la realización de una o varias prestaciones complementarias a un servicio o actividad de inversión.

Se consideran servicios auxiliares a servicio o actividad de inversión los siguientes: 1) administración y custodia de instrumentos financieros por cuenta de clientes, incluidos la custodia y servicios conexos, como la gestión de tesorería y de garantías; 2) concesión de créditos o préstamos a un inversor para permitirle la realización de una operación en uno o varios instrumentos financieros, cuando la empresa que concede el crédito o préstamo participa en la operación; 3) asesoramiento a empresas en materia de estructura del capital, estrategia industrial y cuestiones afines, y asesoramiento y servicios en relación con las fusiones y la adquisición de empresas; 4) servicios de cambio de divisas cuando éstos estén relacionados con la prestación de servicios de inversión; 5) informes de inversiones y análisis financieros u otras formas de recomendación general relativa a las operaciones en instrumentos financieros; 6) servicios relacionados con el aseguramiento; 7) los servicios y actividades de inversión, así como los servicios auxiliares del tipo incluido en la sección A o en la B del anexo I relativos al subyacente de los derivados incluidos en la sección C, puntos 5, 6, 7 y 10, cuando éstos se hallen vinculados a la prestación de servicios de inversión o de servicios auxiliares.

Directiva MiFID, 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004 [art. 4.1.3) anexo I, sección B].

Términos relacionados: *servicio y actividad de inversión; asesoramiento de inversión.*

sistema de negociación multilateral (SMN)/ multilateral trading facility (MTF)

Es un mercado o lugar de encuentro dirigido a la negociación de instrumentos financieros, operado por una empresa de inversión o por un gestor del mercado, que permite reunir —dentro del sistema y según 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 el título II.

Directiva MiFID, 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004 [art. 4.1.15)].

sociedad de gestión de un OICVM/ UCITS management company

Es cualquier organismo cuyo objeto sea la inversión colectiva en valores mobiliarios de los capitales obteni-

dos del público, cuyo funcionamiento esté sometido al principio de reparto de riesgos y cuyas participaciones sean, a petición de los tenedores, vueltas a comprar o reembolsadas, directa o indirectamente, a cargo de los activos de estos organismos. Se asimila a tales nuevas compras o reembolsos el hecho de que una OICVM actúe para que el valor de sus participaciones en Bolsa no se separe sensiblemente de su valor de inventario neto.

No se consideran sociedad de gestión: 1) los OICVM de tipo cerrado; 2) los OICVM que obtengan capitales sin promover la venta de sus participaciones entre el público en la Comunidad o en cualquier parte de ésta; 3) los OICVM cuya venta de participaciones esté reservada por el reglamento del fondo o por los documentos constitutivos de la sociedad de inversión al público de terceros países; 4) las categorías de OICVM fijadas por la regulación del estado miembro en el que está situado el OICVM, y para los que sean inadecuadas las normas previstas en la sección V y en el artículo 36, habida cuenta de su política de inversión y de empréstitos.

Directiva 85/611/CEE del Consejo, de 20 de diciembre de 1985 [arts. 1 y 2, por remisión de la Directiva MiFID, 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004, art. 4.1.24)].

sucursal/branch

Es cualquier establecimiento, distinto del adscrito a la administración central, que constituya una parte sin personalidad jurídica de una empresa de inversión y que preste servicios o actividades de inversión y pueda realizar asimismo servicios auxiliares para cuyo ejercicio la empresa de inversión haya recibido la oportuna autorización.

Se considera una única sucursal a la formada por todos los centros de actividad establecidos en el mismo estado miembro por una misma empresa de inversión que tenga su administración central en otro estado miembro.

Directiva MiFID, 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004 [art. 4.1.26)].

test de conveniencia/appropriateness

Es la información requerida al cliente respecto del producto o servicio de inversión en el que tiene interés, y que permite a la entidad de inversión determinar la experiencia y los conocimientos del cliente en orden al producto o servicio en el que está interesado.

El test de conveniencia es el general, y persigue determinar el nivel de información que deberá proporcionar la entidad de inversión a su cliente.

Directiva MiFID, 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004 [arts. 19.5 y 19.6, desarrollados en los artículos 36 y 37 de la Directiva 2006/73/CE].

test de idoneidad/suitability

Es la información proporcionada por el cliente respecto del nivel de conocimiento del producto o servicio en el que está interesado.

Es un test especial para la prestación de servicios de gestión discrecional de cartera o el de asesoramiento. Los criterios y estructura de esta modalidad se establecen en la Directiva de nivel 2 y son: 1) que el producto o servicio responda a los objetivos de inversión del cliente; 2) que el producto o servicio sea de tal naturaleza que el cliente pueda, desde el punto de vista financiero, asumir cualquier riesgo de inversión relacionado de modo coherente con sus objetivos de inversión, y 3) que el producto o servicio sea de tal naturaleza que el cliente cuente con la experiencia y los conocimientos necesarios para comprender los riesgos que implica la operación o la gestión de su cartera.

Directiva MiFID, 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004 [arts. 19.5 y 19.6, desarrollados en los artículos 36 y 37 de la Directiva 2006/73/CE].

valor negociable/transferable security

Es todo aquél que se negocia en el mercado de capital, a excepción de los instrumentos de pagos

Ejemplos de valor negociable: 1) acciones de sociedades y otros valores equiparables a las acciones de sociedades, asociaciones u otras entidades, y certificados de depósito representativos de acciones; 2) obligaciones u otras formas de deuda titulizada, incluidos los certificados de depósito representativos de tales valores; 3) los demás valores que dan derecho a adquirir o a vender tales valores negociables o que dan lugar a una liquidación en efectivo, determinada por referencia a valores negociables, divisas, tipos de interés o rendimientos, materias primas u otros índices o medidas.

Directiva MiFID, 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004 [art. 4.1. 18)].

vínculos estrechos/close links

Es la relación de participación o de control entre dos o más personas físicas o jurídicas

A su vez, la participación es la propiedad, directa o por control, del 20 por 100 o más de los derechos de

voto o del capital de una empresa (art. 4.1.31). Asimismo, el control es la relación entre una empresa matriz y una filial en todos los supuestos mencionados en los apartados 1 y 2 del artículo 1 de la Directiva 83/349/CEE, o una relación similar entre toda persona física o jurídica y una empresa, entendiéndose que toda empresa filial de una filial será también filial de la matriz que está a la cabeza de esas empresas.

Directiva MiFID, 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004 [art. 4.1.31)].

NOTAS

(1) Debe entenderse que la siguiente lista incluye todas las entidades autorizadas que desarrollan las actividades características de las entidades mencionadas: entidades autorizadas por un estado miembro conforme a una directiva, entidades autorizadas o reguladas por un estado miembro sin referencia a una directiva y entidades autorizadas o reguladas por un estado no miembro (anexo II, Directiva MiFID, 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004).

(2) «Se considera que las entidades mencionadas anteriormente son profesionales. Sin embargo, debe permitírseles solicitar un trato no profesional, y las empresas de inversión pueden acordar conceder un nivel de protección más alto. Cuando el cliente de una empresa de inversión sea una empresa en el sentido antes mencionado, la empresa de inversión debe informarle, antes de prestar servicio alguno, de que, en base a la información de que dispone, se le considera un cliente profesional, y de que se le tratará como tal a menos que la empresa y el cliente acuerden otra cosa. La empresa debe también informar al cliente de que puede pedir una modificación de las condiciones del acuerdo para obtener un mayor grado de protección.

Corresponde al cliente reputado profesional solicitar un mayor nivel de protección cuando considere que no está en condiciones de valorar o gestionar correctamente los riesgos a los que se expone.

Se concederá este mayor nivel de protección cuando un cliente reputado profesional celebre con la empresa de inversión un acuerdo por escrito que estipule que no será tratado como profesional a efectos del régimen de conducta aplicable. El acuerdo debe precisar los servicios, operaciones o tipos de productos u operaciones a los que se aplica» (anexo II, Directiva MiFID, 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004, número 1. 3 bis, segundo, tercero y cuarto párrafos).

(3) Anexo II. Clientes que pueden ser tratados como profesionales si así lo solicitan: «II.2. *Procedimiento*.- Los clientes antes definidos solamente podrán renunciar a la protección de las normas de conducta si observan el siguiente procedimiento:

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

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

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

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

«Con respecto a los clientes ya clasificados como profesionales con arreglo a parámetros y procedimientos similares a los anteriores, no se prevé que sus relaciones con empresas de inversión resulten afectadas por posibles nuevas normas adoptadas de conformidad con el presente anexo.

«Las empresas deben aplicar políticas y procedimientos internos adecuados, que deberán establecerse por escrito, para clasificar a los clientes. Corresponde a los clientes profesionales informar a la empresa de inversión de cualquier cambio que pudiera modificar su clasificación. Si la empresa de inversión tuviera conocimiento de que el cliente ha dejado de cumplir las condiciones para poder acogerse a un trato profesional, adoptará las medidas apropiadas».

(4) Anexo II.II.1 Criterios de identificación.

«Ciertos clientes distintos de los mencionados en la sección I, entre los que se incluyen los organismos del sector público y los inversores minoristas, pueden también estar autorizados a renunciar a parte de la protección que les ofrecen las normas de conducta de las empresas de inversión.

«Las empresas de inversión deben, pues, estar autorizadas a tratar como profesionales a cualquiera de dichos clientes, siempre que se respeten los criterios pertinentes y el procedimiento mencionado a continuación. Sin embargo, no debe considerarse que esos clientes poseen unos conocimientos y una experiencia del mercado comparables a los de las categorías enumeradas en la sección I.

«Esta renuncia a la protección que conceden las normas de *conducta solamente se considerará válida si la empresa de inversión efectúa una evaluación adecuada de la competencia, la experiencia y los conocimientos del cliente que le ofrezca garantías razonables*, a la vista de las operaciones o de los servicios previstos, de que el cliente es capaz de tomar sus propias decisiones en materia de inversión y de comprender los riesgos en que incurre.

«El criterio de idoneidad aplicado a los directivos y gestores de las entidades autorizadas conforme a las directivas del ámbito financiero podría considerarse un ejemplo de la evaluación de la experiencia y los conocimientos. En el caso de las pequeñas entidades, la evaluación debe efectuarse sobre la persona autorizada a realizar operaciones en nombre de éstas.

«En el marco de la evaluación antes citada, debe comprobarse que se cumplen, como mínimo, dos de los siguientes criterios:

— que el cliente haya realizado en el mercado de valores de que se trate operaciones de volumen significativo con una frecuencia media de 10 por trimestre durante los cuatro meses anteriores;

— que el valor de la cartera de instrumentos financieros del cliente, formada por depósitos de efectivo e instrumentos financieros, sea superior a 500.000 euros

— que el cliente ocupe o haya ocupado por lo menos durante un año un cargo profesional en el sector financiero que requiera conocimientos sobre las operaciones o los servicios previstos».

(5) Directiva 83/349/CE, de 13 de junio, relativa a las cuentas anuales consolidadas.

«Artículo 1

«1. Los Estados miembros impondrán a toda empresa sujeta a su derecho nacional la obligación de establecer cuentas consolidadas y un informe consolidado de gestión si esta empresa (empresa matriz):

a) tiene la mayoría de los derechos de voto de los accionistas o asociados de una empresa (empresa filial), o

b) tiene el derecho de nombrar o revocar a la mayoría de los miembros del órgano de administración, de dirección o de control de una empresa (empresa filial) y es al mismo tiempo accionista o asociada de esta empresa, o

c) tiene derecho de ejercer una influencia dominante sobre una empresa (empresa filial) de la que es accionista o asociada, en virtud de un contrato celebrado con ella o en virtud de una cláusula estatutaria de tal empresa, cuando el derecho del que dependa esta empresa filial permita que quede sujeta a tales contratos o cláusulas estatutarias; los Estados miembros podrán no prescribir que la empresa matriz sea accionista o asociada de la empresa filial. Los Estados miembros cuyo derecho no prevea tal contrato o tal cláusula estatutaria no estarán obligados a aplicar esta disposición, o

d) sea accionista o asociada de una empresa, y

aa) la mayoría de los miembros del órgano de administración, de dirección o de control de esta empresa (empresa filial), en función durante el ejercicio y en el ejercicio anterior y hasta el establecimiento de cuentas consolidadas, hayan sido nombrados por efecto del solo ejercicio de sus derechos de voto, o

bb) que ella sola controle, en virtud de un acuerdo celebrado con otros accionistas o asociados de esta empresa (empresa filial), la mayoría de los derechos de voto de los accionistas o asociados de ésta. Los Estados miembros podrán adoptar disposiciones más detalladas relativas a la forma y contenido de este acuerdo. Los Estados miembros impondrán, al menos, la reglamentación que figura en el punto bb).

Podrán subordinar la aplicación del punto aa) al hecho de que el porcentaje de la participación sea igual o superior al 20 por 100 de los derechos de voto de los accionistas o asociados. Sin embargo, el punto aa) no será aplicable si otra empresa tiene, respecto a esta empresa filial, alguno de los derechos a que se refieren las letras a), b) o c).

«2. Además de los casos contemplados en el apartado 1, y hasta una coordinación posterior, los Estados miembros podrán imponer a toda empresa sujeta a su derecho nacional el establecimiento de cuentas consolidadas y de un informe consolidado de gestión cuando esta empresa (empresa matriz) posea en otra empresa (empresa filial) una participación en el sentido del artículo 17 de la Directiva 78/660/CEE, y

a) ejerza efectivamente sobre ésta una influencia dominante, o b) ella misma y la empresa filial se encuentren colocadas bajo una dirección única».

«Artículo 2

«1. Para la aplicación de las letras a), b) y d) del apartado 1 del artículo 1, a los derechos de voto, de nombramiento o de revocación de la empresa matriz deben sumárseles los derechos de cualquier otra empresa filial, y los de las personas que obren en su propio nombre, pero por cuenta de la empresa matriz o de cualquier otra empresa filial.

«2. Para la aplicación de las letras a), b) y d) del apartado 1 del artículo 1, los derechos indicados en el apartado 1 del presente artículo serán desprovistos de los derechos:

a) correspondientes a las acciones o partes poseídas por cuenta de una persona distinta de la empresa matriz o una empresa filial, o

b) correspondientes a las acciones o partes poseídas en garantía, siempre que estos derechos se ejerzan con arreglo a las instrucciones recibidas o que la posesión de estas acciones o partes constituya para la empresa poseedora una operación corriente de sus actividades en materia de préstamos, siempre que los derechos de voto se ejerzan en interés de quien ofrezca la garantía.

«3. Para la aplicación de las letras a) y d) del apartado 1 del artículo 1, a la totalidad de los derechos de voto de los accionistas o asociados de la empresa filial deben quitársele los derechos de voto propios de las acciones o partes poseídas por esta misma empresa, por una empresa filial (SIC! filial) de ésta o por una persona que actúe en su propio nombre pero por cuenta de estas empresas».

(6) Art. 4,1.1), quinto párrafo de la Directiva: «No obstante, cuando una persona física preste servicios que impliquen la tenencia de

fondos o valores negociables pertenecientes a terceros, sólo podrá considerarse empresa de inversión con arreglo a la presente Directiva si, sin perjuicio de las demás exigencias de la presente Directiva y de la Directiva 93/6/CEE, reúne las condiciones siguientes:

a) que estén protegidos los derechos de propiedad de terceros sobre sus instrumentos y fondos, en particular en caso de insolvencia de la empresa o de sus propietarios, embargo, compensación o cualquier otra acción emprendida por acreedores de la empresa o de sus propietarios;

b) que la empresa de inversión esté sujeta a normas que tengan por objeto supervisar su solvencia y la de sus propietarios;

c) que las cuentas anuales de la empresa estén auditadas por una o varias personas facultadas para auditar cuentas con arreglo a la legislación nacional;

d) cuando una empresa tenga un solo propietario, que éste adopte medidas para la protección de los inversores en caso de cese de las actividades de la empresa por causa de fallecimiento, incapacidad o circunstancias similares».

(7) EMPRESA DE INVERSIÓN en la Directiva 93/6/CEE, modificada por el art. 67 de la Directiva MiFID: «La Directiva 93/6/CEE queda modificada como sigue:

1) El punto 2 del artículo 2 se sustituye por el texto siguiente:

2) Se entenderá por empresa de inversión, todas las entidades definidas en el apartado 1 del artículo 4 de la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, rela-

tiva a los mercados de instrumentos financieros que deben someterse a los requisitos establecidos en dicha Directiva, excepto:

a) las entidades de crédito,

b) las empresas locales tal y como se definen en el punto 20) y

c) las empresas que únicamente estén autorizadas a prestar el servicio de asesoramiento en materia de inversión o a recibir y transmitir órdenes de inversores, en ambos casos sin mantener fondos o valores mobiliarios que pertenezcan a sus clientes, y que por esta razón nunca puedan hallarse en situación deudora respecto de sus clientes».

(8) Art. 4.1.2) de la Directiva: «La Comisión, actuando de conformidad con el procedimiento mencionado en el apartado 2 del artículo 64, determinará:

— los contratos de derivados mencionados en el punto 7 de la sección C del anexo I que tienen las características de otros instrumentos financieros derivados, teniendo en cuenta, entre otras cuestiones, si su compensación y liquidación la realizan cámaras de compensación reconocidas y son objeto de ajustes regulares de los márgenes de garantía;

— los contratos de derivados mencionados en el punto 10 de la sección C del anexo I que tienen las características de otros instrumentos financieros derivados, teniendo en cuenta, entre otras cuestiones, si se comercializan en un mercado regulado o en un SMN, su compensación y liquidación la realizan cámaras de compensación reconocidas y son objeto de ajustes regulares de los márgenes de garantía».



DOCUMENTO

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*

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

EL PARLAMENTO EUROPEO Y EL CONSEJO
DE LA UNIÓN EUROPEA,

Visto el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, y en particular el apartado 2 de su artículo 47,

Vista la propuesta de la Comisión (1),

Visto el dictamen del Comité Económico y Social Europeo (2),

Visto el dictamen del Banco Central Europeo (3),

De conformidad con el procedimiento establecido en el artículo 251 del Tratado (4),

Considerando lo siguiente:

(1) La Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables (5), trataba de establecer las condiciones en que las empresas de inversión y los bancos autorizados podían prestar determinados servicios o establecer sucursales en otros Estados miembros sobre la base de la autorización y supervisión del país de origen. Pretendía armonizar así los requisitos de autorización inicial y funcionamiento de las empresas de inversión, así como las normas de conducta. Preveía también la armonización de algunas de las normas de funcionamiento de los mercados regulados.

(2) En los últimos años ha aumentado el número de inversores que participan en los mercados financieros, donde

encuentran una gama mucho más compleja de servicios e instrumentos. Esta evolución aconseja ampliar el marco jurídico comunitario, que debe recoger toda esa gama de actividades al servicio del inversor. A tal fin, conviene alcanzar el grado de armonización necesario para ofrecer a los inversores un alto nivel de protección y permitir que las empresas de inversión presten servicios en toda la Comunidad, ya que se trata de un mercado único, tomando como base la supervisión del país de origen. En vista de lo anterior, la Directiva 93/22/CEE debe ser sustituida por una nueva Directiva.

(3) Debido a que los inversores dependen cada vez más de las recomendaciones personalizadas, es conveniente incluir el asesoramiento en materia de inversión entre los servicios de inversión sujetos a autorización.

(4) Conviene incluir en la lista de instrumentos financieros determinados instrumentos derivados sobre materias primas y otros constituidos y negociados de un modo que plantea cuestiones de reglamentación comparables a las de los instrumentos financieros tradicionales.

(5) Es necesario establecer un régimen regulador general para la ejecución de operaciones sobre instrumentos financieros, independientemente de los métodos de negociación empleados, con el fin de asegurar una buena calidad de ejecución de las operaciones de los inversores y de preservar la integridad y eficiencia general del sistema financiero. Debe establecerse un marco coherente y ajustado al riesgo que regule los principales tipos de sistemas de ejecución de órdenes empleados actualmente en los mercados financieros europeos. Para ello hay que reconocer la aparición, paralelamente a los mercados regulados, de una nueva generación de sistemas de negociación organizada que deben estar sometidos a ciertas obligaciones para preservar el funcionamiento eficiente y ordenado de los mercados financieros. Para establecer un marco regulador equilibrado, debe disponerse la inclusión de un nuevo servicio de inversión relacionado con el funcionamiento de los SMN.

(6) Deben introducirse las definiciones de mercado regulado y de SMN, y deben alinearse estrechamente entre sí para

(1) DO C 71 E de 25.3.2003, p. 62.

(2) DO C 220 de 16.9.2003, p. 1.

(3) DO C 144 de 20.6.2003, p. 6.

(4) Dictamen del Parlamento Europeo de 25 de septiembre de 2003 (no publicado aún en el Diario Oficial), Posición Común del Consejo de 8 de diciembre de 2003 (DO C 60 E de 9.3.2004, p.1) y Posición del Parlamento Europeo de 30 de marzo de 2004 (no publicada aún en el Diario Oficial). Decisión del Consejo de 7 de abril de 2004.

(5) DO L 141 de 11.6.1993, p. 27, Directiva cuya última modificación la constituye la Directiva 2002/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo (DO L 35 de 11.2.2003, p. 1).

reflejar que cubren las mismas funciones de negociación organizada. Las definiciones deben excluir los sistemas bilaterales en los que una empresa de inversión participa en cada negociación por cuenta propia y no como una contraparte exenta de riesgo, interpuesta entre el comprador y el vendedor. El término «sistema» engloba todos aquellos mercados que operan únicamente sobre la base de un conjunto de normas y una plataforma de negociación, así como los que operan sólo con arreglo a un conjunto de normas. Los mercados regulados y los SMN no están obligados a utilizar un sistema «técnico» para casar órdenes. Un mercado compuesto únicamente por un conjunto de normas que regulan aspectos relacionados con la condición de miembro, la admisión de instrumentos a negociación, la negociación entre miembros y las obligaciones de información y, en su caso, de transparencia es un mercado regulado o un SMN según lo definido en la presente Directiva y las operaciones concluidas con arreglo a dichas normas se consideran concluidas con arreglo a los sistemas de un mercado regulado o un SMN. La expresión «intereses de compra y venta» debe entenderse en sentido amplio e incluye órdenes, cotizaciones e indicaciones de interés. El requisito de que los intereses se confronten dentro del sistema, según normas no discrecionales establecidas por el gestor del sistema significa que se confronten con arreglo a las normas del sistema o por medio de los métodos o procedimientos de funcionamiento interno del sistema (incluidos los procedimientos integrados en los programas informáticos). Por «normas no discrecionales» ha de entenderse aquellas normas que no permiten a la empresa de inversión que gestiona un SMN ningún margen de discrecionalidad sobre la interacción de los intereses. Las definiciones exigen que esos intereses se confronten de tal modo que den lugar a un contrato, cuya ejecución se ajuste a las normas del sistema o a los métodos o procedimientos de funcionamiento interno del sistema.

(7) La presente Directiva pretende abarcar a las empresas cuya profesión o actividad habituales sea prestar servicios o realizar actividades de inversión con carácter profesional. Por consiguiente, debe excluirse de su ámbito a toda persona que tenga una actividad profesional de otra naturaleza.

(8) Las personas que administren sus propios activos y empresas, que no presten otros servicios de inversión ni realicen otras actividades de inversión que la negociación por cuenta propia a menos que sean creadores de mercado o que negocien por cuenta propia al margen de un mercado regulado o un SMN de forma organizada, frecuente y sistemática proporcionando un sistema accesible a terceros con objeto de entrar en negociación con ellos, no deben entrar en el ámbito de aplicación de la presente Directiva.

(9) Cuando en el texto se haga referencia a las personas debe entenderse que se incluye tanto a las personas físicas como a las jurídicas.

(10) Deben quedar excluidas las empresas de seguros cuyas actividades estén sujetas al oportuno control de las autoridades competentes de supervisión prudencial y a la Directiva 64/225/CEE del Consejo, de 25 de febrero de 1964, relativa a la supresión, en materia de reaseguro y de retroce-

sión, de las restricciones a la libertad de establecimiento y a la libre prestación de servicios (1), la Primera Directiva 73/239/CEE del Consejo, de 24 de julio de 1973, sobre coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas relativas al acceso a la actividad del seguro directo distinto del seguro de vida, y a su ejercicio (2), y la Directiva 2002/83/CE del Consejo, de 5 de noviembre de 2002 sobre el seguro de vida (3).

(11) No deben estar incluidas en el ámbito de la presente Directiva las personas que no presten servicios de inversión a terceros, sino exclusivamente a sus empresas matrices, a sus filiales o a otras filiales de sus empresas matrices.

(12) También deben estar excluidas del ámbito de la presente Directiva las personas que presten servicios de inversión únicamente de forma accesoría en el marco de una actividad profesional, siempre que esta última esté regulada y que las disposiciones pertinentes no prohíban la prestación accesoría de servicios de inversión.

(13) Las personas cuyos servicios de inversión consistan exclusivamente en la administración de regímenes de participación de los trabajadores y que, por lo tanto, no presten servicios de inversión a terceros, no deben estar incluidas en el ámbito de la presente Directiva.

(14) Es necesario excluir del ámbito de la presente Directiva los bancos centrales y otros organismos que realizan funciones similares, así como los organismos públicos encargados de la gestión de la deuda pública o que intervienen en dicha gestión, concepto que abarca la colocación de la misma, a excepción de los organismos que sean total o parcialmente propiedad del Estado y cuya función sea comercial o esté relacionada con la adquisición de participaciones sociales.

(15) Deben excluirse del ámbito de la presente Directiva los organismos de inversión colectiva y fondos de pensiones, independientemente de que estén coordinados o no a escala comunitaria, y los depositarios o gestores de dichas empresas, ya que están sujetos a normas específicas directamente adaptadas a sus actividades.

(16) Para poder acogerse a las excepciones establecidas en la presente Directiva, la persona de que se trate debe cumplir sin interrupción las condiciones de dichas excepciones. En particular, si una persona presta servicios de inversión o realiza actividades de inversión y está exenta de la aplicación de la presente Directiva porque dichos servicios y actividades son auxiliares respecto de su actividad principal, cuando se considere como parte de un grupo, no podrá seguir acogiéndose a la exención relativa a los servicios auxiliares cuando la prestación de dichos servicios o actividades deje de ser auxiliar respecto de su actividad principal.

(1) DO 56 de 4.4.1964, p. 878/64. Directiva modificada por el Acta de adhesión de 1972.

(2) DO L 228 de 16.8.1973, p. 3. Directiva cuya última modificación la constituye la Directiva 2002/87/CE.

(3) DO L 345 de 19.12.2002, p. 1.

(17) Las personas que presten los servicios o realicen las actividades de inversión cubiertos por la presente Directiva deben estar sujetas a la autorización de su Estado miembro de origen, con el fin de proteger a los inversores y a la estabilidad del sistema financiero.

(18) Con arreglo a la presente Directiva, las entidades de crédito autorizadas en virtud de la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de marzo de 2000, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio (1) no requieren otra autorización para prestar servicios o realizar actividades de inversión. Cuando una entidad de crédito decida prestar servicios o realizar actividades de inversión, las autoridades competentes, antes de concederle una autorización, deben verificar si cumple las disposiciones pertinentes de la presente Directiva.

(19) Con arreglo a la presente Directiva, las empresas de inversión que prestan, de modo no periódico, uno o varios servicios de inversión o realizan una o varias actividades de inversión que no estén amparados por su autorización, no necesitan una autorización adicional.

(20) A los efectos de la presente Directiva, la actividad de recepción y transmisión de órdenes también debe incluir la actividad de poner en contacto a dos o más inversores, permitiendo con ello la realización de operaciones entre esos inversores.

(21) En el contexto de la próxima revisión del dispositivo de adecuación del capital del Acuerdo de Basilea II, los Estados miembros reconocen la necesidad de volver a examinar si debe considerarse que las empresas de inversión que ejecutan las órdenes de sus clientes sobre la base de operaciones de adquisición y venta simultáneas por cuenta propia (matched principal) actúan como ordenantes y, por lo tanto, quedan supeditadas a exigencias reguladoras adicionales en materia de capital.

(22) Los principios de reconocimiento mutuo y de supervisión del Estado miembro de origen requieren que las autoridades competentes de los Estados miembros denieguen o revoquen la autorización cuando factores como el contenido de los programas de operaciones, la distribución geográfica o las actividades realmente efectuadas indiquen claramente que una empresa de inversión ha optado por el ordenamiento jurídico de un Estado miembro concreto para eludir normas más severas vigentes en otro Estado miembro en cuyo territorio pretende desarrollar o está desarrollando ya la mayor parte de sus actividades. Una empresa de inversión que sea una persona jurídica debe estar autorizada en el Estado miembro en el que tenga su domicilio social. Una empresa de inversión que no sea una persona jurídica debe estar autorizada en el Estado miembro en el que tenga su administración central. Además, los Estados miembros deben exigir que la administración central de una empresa de inversión esté siempre situada en su Estado miembro de origen y que opere realmente allí.

(1) DO L 126 de 26.05.2000, p. 1. Directiva cuya última modificación la constituye la Directiva 2002/87/CE.

(23) Una empresa de inversión autorizada en su Estado miembro de origen debe poder prestar servicios o realizar actividades de inversión en toda la Comunidad, sin necesidad de solicitar una autorización adicional de la autoridad competente del Estado miembro en el que desee prestar los servicios o realizar las actividades mencionados.

(24) Habida cuenta de que ciertas empresas de inversión están exentas de algunas obligaciones impuestas por la Directiva 93/6/CEE del Consejo, de 15 de marzo de 1993, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito (2), deben estar obligadas a suscribir una cantidad mínima de capital o un seguro de responsabilidad profesional, o bien una combinación de ambos. Los ajustes de los importes de ese seguro deben tener en cuenta las modificaciones introducidas en el marco de la Directiva 2002/92/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 9 de diciembre de 2002, sobre la mediación en los seguros (3). Este régimen particular en materia de adecuación del capital no debe prejuzgar ninguna decisión sobre el tratamiento apropiado de estas empresas en virtud de futuros cambios de la legislación comunitaria sobre la adecuación del capital.

(25) Dado que el ámbito de la regulación prudencial debe limitarse a las entidades que supongan una fuente de riesgo de contraparte para otros participantes del mercado por el hecho de gestionar una cartera de negociación de manera profesional, deben excluirse del ámbito de la presente Directiva las entidades que negocien por cuenta propia con instrumentos financieros, incluidos los derivados sobre materias primas considerados en la presente Directiva, así como aquéllas que presten servicios de inversión en derivados sobre materias primas a los clientes de su actividad principal pero con carácter auxiliar respecto de su actividad principal, cuando se considere que esas empresas forman parte de un grupo, siempre que dicha actividad principal no consista en la prestación de servicios de inversión en el sentido de la presente Directiva.

(26) Para proteger los derechos de propiedad y otros derechos similares del inversor sobre los valores y sus derechos sobre los fondos confiados a una empresa de inversión, conviene en particular distinguirlos de los de la empresa. Este principio no debe, sin embargo, impedir que una empresa realice operaciones en su propio nombre pero por cuenta del inversor, cuando así lo exija la propia naturaleza de la operación y el inversor consienta en ello, como por ejemplo en el préstamo de valores.

(27) Cuando un cliente, de conformidad con la legislación comunitaria y, en particular, con la Directiva 2002/47/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de junio de 2002, sobre acuerdos de garantía financiera (4), transfiera la plena propiedad de instrumentos financieros o de fondos a una empresa de inversión con objeto de garantizar o cubrir de otro modo obligaciones actuales o futuras, reales, contingentes o posibles, dichos instrumentos o fondos deben dejar de considerarse como pertenecientes al cliente.

(2) DO L 141 de 11.6.1993, p. 1. Directiva cuya última modificación la constituye la Directiva 2002/87/CE.

(3) DO L 9 de 15.1.2003, p. 3.

(4) DO L 168 de 27.6.2002, p. 43.

(28) Los procedimientos para la autorización, en la Comunidad, de sucursales de empresas de inversión autorizadas en terceros países deben seguir aplicándose a estas empresas. Estas sucursales no deben disfrutar de la libre prestación de servicios, de conformidad con el párrafo segundo del artículo 49 del Tratado, ni del derecho de establecimiento en un Estado miembro distinto de aquél en el que estén establecidas. En los casos en que la Comunidad no esté vinculada por ninguna obligación bilateral o multilateral, conviene establecer un procedimiento que asegure la reciprocidad de trato a las empresas de inversión de la Comunidad en los terceros países de que se trate.

(29) La creciente gama de actividades que muchas empresas de inversión realizan simultáneamente ha incrementado la posibilidad de que surjan conflictos de intereses entre estas diversas actividades y los intereses de sus clientes. Es, pues, necesario establecer normas que garanticen que estos conflictos no perjudiquen los intereses de sus clientes.

(30) Debe considerarse que todo servicio se presta a iniciativa de un cliente, salvo que el cliente lo solicite en respuesta a una comunicación personalizada, procedente o por cuenta de la empresa a ese cliente concreto, que contenga una invitación o pretenda influir en el cliente con respecto a un instrumento financiero específico o una operación específica. Un servicio puede considerarse prestado a iniciativa del cliente a pesar de que el cliente lo solicite basándose en cualquier tipo de comunicación que contenga una promoción u oferta de instrumentos financieros, realizada por el medio que fuere, que por su propia naturaleza sea general y esté dirigida al público o a un grupo o categoría de clientes o posibles clientes más amplio.

(31) Uno de los objetivos de la presente Directiva es la protección de los inversores. Las medidas a tal efecto deben ajustarse a las particularidades de cada categoría de inversores (particulares, profesionales y contrapartes).

(32) No obstante el principio de autorización, supervisión y cumplimiento en el país de origen de las obligaciones relativas al funcionamiento de las sucursales, conviene confiar a la autoridad competente del Estado miembro de acogida la responsabilidad de velar por el cumplimiento de determinadas obligaciones establecidas en la presente Directiva en relación con las actividades realizadas por la sucursal dentro del territorio donde está radicada, ya que dicha autoridad es la más próxima a la sucursal, por lo que es la que está en mejores condiciones de descubrir y poner fin a las infracciones de las normas que rigen las operaciones de la sucursal.

(33) Es necesario imponer a las empresas de inversión una obligación efectiva de «ejecución óptima» para garantizar que ejecuten las órdenes en las condiciones más favorables para los clientes. Esta obligación debe aplicarse a toda empresa que tenga obligaciones contractuales o de intermediación con el cliente.

(34) La competencia leal exige que los participantes del mercado e inversores puedan comparar los precios que los distintos centros de negociación (es decir, los mercados regu-

lados, los SMN y los intermediarios) están obligados a hacer públicos. Para ello, se recomienda a los Estados miembros que eliminen cualquier tipo de obstáculo que pudiera oponerse a la consolidación, en el ámbito europeo, de la información pertinente y su publicación.

(35) Al establecer la relación comercial con el cliente, la empresa de inversión podrá solicitar al cliente o cliente potencial que dé su consentimiento simultáneamente a la política de ejecución, así como a la posibilidad de que las órdenes de los clientes puedan ejecutarse al margen de un mercado regulado o un SMN.

(36) Las personas que presten servicios de inversión en nombre de más de una empresa de inversión no deben considerarse agentes vinculados, sino empresas de inversión, cuando entren en la definición establecida en la presente Directiva, exceptuando a aquellas personas que puedan quedar exentas.

(37) La presente Directiva no debe afectar al derecho de los agentes vinculados a realizar actividades cubiertas por otras Directivas y actividades afines con respecto a servicios o productos financieros no cubiertos por la presente Directiva, incluso por cuenta de otros miembros del mismo grupo financiero al que pertenecen.

(38) Las condiciones para ejercer actividades fuera de los locales de la empresa de inversión (venta a domicilio) no deben estar cubiertas por la presente Directiva.

(39) Las autoridades competentes de los Estados miembros no deben registrar, o deben cancelar la inscripción del agente vinculado cuyas actividades reales indiquen claramente que ha optado por el sistema jurídico de un Estado miembro con el fin de evitar las normas más estrictas que están vigentes en otro Estado miembro en cuyo territorio tiene intención de realizar, o en efecto realiza, la mayor parte de sus actividades.

(40) A los efectos de la presente Directiva, se debe considerar que las contrapartes elegibles actúan en calidad de clientes.

(41) Para asegurar el cumplimiento de las normas de conducta con respecto a los inversores con mayor necesidad de protección (incluidas las normas de ejecución óptima y de gestión de órdenes del cliente) y reflejar prácticas mercantiles bien asentadas en la Comunidad, conviene aclarar que es posible establecer excepciones a las normas de conducta en caso de operaciones realizadas o suscitadas entre contrapartes elegibles.

(42) Con respecto a las operaciones ejecutadas entre contrapartes elegibles, la obligación de divulgar las órdenes de clientes a precio limitado sólo debe aplicarse si la contraparte está enviando explícitamente una orden a precio limitado a una empresa de inversión para su ejecución.

(43) Los Estados miembros deben proteger el derecho a la intimidad de las personas físicas con relación al tratamien-

to de datos personales de conformidad con la Directiva 95/46/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de octubre de 1995, relativa a la protección de las personas físicas en lo que respecta al tratamiento de datos personales y a la libre circulación de estos datos (1).

(44) Con el doble objetivo de proteger a los inversores y de asegurar el funcionamiento armónico de los mercados de valores, es preciso garantizar la transparencia de las operaciones y velar por que las normas establecidas a tal fin se apliquen a las empresas de inversión cuando éstas operen en los mercados. Para que los inversores o los participantes del mercado puedan evaluar en todo momento las condiciones de una operación sobre acciones que están sopesando y puedan comprobar a posteriori las condiciones en las que se llevó a cabo, deben establecerse normas comunes para la publicación de los datos de las operaciones sobre acciones ya concluidas y la difusión de los datos de las operaciones sobre acciones que son posibles en aquel momento. Estas normas son necesarias para garantizar la integración real de los mercados de valores de los Estados miembros, para reforzar la eficiencia del proceso global de formación de precios de los instrumentos de renta variable y para contribuir a la observancia efectiva de las obligaciones de «ejecución óptima». Para ello es preciso disponer de un régimen global de transparencia aplicable a todas las operaciones sobre acciones, independientemente de que las realice una empresa de inversión de modo bilateral o se ejecuten a través de mercados regulados o SMN. La obligación impuesta a las empresas de inversión en el marco de la presente Directiva de indicar los precios de compra/venta y de ejecutar una orden al precio indicado no exime a una empresa de inversión de la obligación de encaminar una orden a otro lugar de ejecución cuando esta internalización sea susceptible de impedir que la empresa cumpla las obligaciones de «ejecución óptima».

(45) Los Estados miembros deben poder aplicar las obligaciones de declarar las operaciones en virtud de la presente Directiva a los instrumentos financieros no admitidos a cotización en un mercado regulado.

(46) Un Estado miembro puede decidir aplicar los requisitos de transparencia pre-negociación y post-negociación establecidos en la presente Directiva a otros instrumentos financieros distintos de las acciones, en cuyo caso, dichos requisitos deben aplicarse a todas las empresas de inversión de las que dicho Estado miembro sea el Estado miembro de origen, con respecto a las operaciones que realicen en el territorio de dicho Estado, así como a las actividades transfronterizas efectuadas al amparo de la libre prestación de servicios. También deben aplicarse a las operaciones realizadas en el territorio de dicho Estado miembro por sucursales establecidas en él y pertenecientes a empresas de inversión autorizadas en otro Estado miembro.

(47) Todas las empresas de inversión deben tener las mismas posibilidades de adherirse o acceder a los mercados regulados en toda la Comunidad. Independientemente del modo en que estén organizadas actualmente las operaciones en los

Estados miembros, es importante suprimir las restricciones técnicas y jurídicas al acceso a los mercados regulados.

(48) Para facilitar la conclusión de operaciones transfronterizas, es conveniente que las empresas de inversión puedan acceder fácilmente a los mecanismos de compensación y liquidación en toda la Comunidad, independientemente de que las operaciones se hayan concluido a través de mercados regulados del Estado miembro de que se trate. Las empresas de inversión que deseen participar directamente en los sistemas de liquidación de otros Estados miembros deben cumplir los oportunos requisitos operativos y comerciales para su adhesión, así como las medidas prudenciales, para mantener el funcionamiento armónico y ordenado de los mercados financieros.

(49) La autorización para gestionar un mercado regulado debe abarcar todas las actividades directamente relacionadas con la presentación, tratamiento, ejecución, confirmación e información de las órdenes desde el momento en que éstas son recibidas por el mercado regulado hasta el momento en que se transmiten para su ulterior conclusión, así como las actividades relacionadas con la admisión a negociación de instrumentos financieros. Debe también incluir las operaciones realizadas a través de creadores de mercado designados por el mercado regulado, de conformidad con sus sistemas y con arreglo a las normas que los regulan. No todas las operaciones concluidas por miembros o participantes del mercado regulado o el SMN han de ser consideradas concluidas en el marco de los sistemas del mercado regulado o SMN. Las operaciones que miembros o participantes realicen de forma bilateral y que no cumplan todas las obligaciones establecidas para un mercado regulado o un SMN con arreglo a la presente Directiva deben considerarse operaciones concluidas al margen de un mercado regulado o un SMN a los efectos de la definición de internalizador sistemático. En tal caso, la obligación de las empresas de inversión de hacer públicas las cotizaciones en firme debe aplicarse si se cumplen las condiciones establecidas en la presente Directiva.

(50) Los internalizadores sistemáticos pueden decidir dar acceso a sus cotizaciones sólo a los clientes minoristas, sólo a los clientes profesionales, o bien a ambos. No se les debe permitir que establezcan distinciones dentro de dichas categorías de clientes.

(51) El artículo 27 no obliga a los internalizadores sistemáticos a hacer públicas las cotizaciones en firme en relación con las transacciones superiores al volumen estándar del mercado.

(52) Cuando una empresa de inversión es un internalizador sistemático en acciones y en otros instrumentos financieros, la obligación de cotizar sólo debe aplicarse respecto a las acciones, sin perjuicio del considerando 46.

(53) La presente Directiva no pretende exigir la aplicación de normas de transparencia precomercial a las transacciones realizadas sobre la base de un mercado paralelo, entre cuyas características se hallan su carácter ad hoc e irregular y el hecho de que se realizan con contrapartes al por mayor, y que son parte de una relación comercial que se caracteriza por transacciones que exceden del volumen estándar del merca-

(1) DO L 281 de 23.11.1995, p. 31.

do, y en la que las transacciones se realizan fuera de los sistemas que normalmente utiliza la empresa de que se trate para sus actividades como internalizador sistemático.

(54) El volumen estándar del mercado para cualquier tipo de acción no debe ser significativamente desproporcionado con respecto a ninguna acción incluida en esa clase.

(55) La revisión de la Directiva 93/6/EEE debe fijar las exigencias mínimas de recursos propios que deben cumplir los mercados regulados para ser autorizados, y debe tener en cuenta el carácter específico de los riesgos asociados a estos mercados.

(56) Los gestores de un mercado regulado deben también poder gestionar un SMN con arreglo a las disposiciones pertinentes de la presente Directiva.

(57) Las disposiciones de la presente Directiva relativas a la admisión de instrumentos a negociación de conformidad con las normas aplicadas por el mercado regulado no deben ser un obstáculo para la aplicación de la Directiva 2001/34/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de mayo de 2001, sobre la admisión de valores negociables a cotización oficial y la información que ha de publicarse sobre dichos valores (1). No debe impedirse que un mercado regulado aplique a los emisores de valores o de instrumentos que esté estudiando admitir a cotización unos requisitos más severos que los impuestos en virtud de la presente Directiva.

(58) Los Estados miembros deben estar facultados para designar distintas autoridades competentes para hacer cumplir la amplia gama de obligaciones establecidas en la presente Directiva. Estas autoridades deben ser de carácter público, para garantizar su independencia de los agentes económicos y evitar conflictos de intereses. Los Estados miembros deben garantizar la financiación adecuada de la autoridad competente, con arreglo a su Derecho interno. La designación de estas autoridades públicas no debe impedir la delegación de funciones, bajo responsabilidad de la autoridad competente.

(59) Una información confidencial recibida por el punto de contacto de un Estado miembro a través del punto de contacto de otro Estado miembro no puede ser considerada puramente interna.

(60) Es necesario potenciar la convergencia de los poderes de que disponen las autoridades competentes a fin de tender a una aplicación de intensidad equivalente en todo el mercado financiero integrado. La eficacia de la supervisión debe garantizarse mediante un mínimo común de atribuciones acompañado de los recursos adecuados.

(61) Con vistas a la protección de los clientes y sin perjuicio del derecho de los consumidores a recurrir a los tribunales, conviene que los Estados miembros alienten a los organismos públicos y privados creados para la resolución extrajudicial de litigios a que cooperen entre sí en la resolu-

ción de los litigios transfronterizos, teniendo en cuenta la Recomendación 98/257/CE de la Comisión, de 30 de marzo de 1998, relativa a los principios aplicables a los órganos responsables de la solución extrajudicial de los litigios en materia de consumo (2). Debe alentarse a los Estados miembros a que, cuando apliquen las disposiciones sobre reclamaciones y procedimientos de recurso en los procedimientos extrajudiciales, se sirvan de los actuales mecanismos transfronterizos de cooperación, en particular de la red de denuncias en el ámbito de los servicios financieros (FIN-Net).

(62) Todo intercambio o transmisión de información entre autoridades competentes u otras autoridades, organismos o personas debe realizarse de conformidad con las normas sobre transferencia de datos personales a países terceros establecidas en la Directiva 95/46/CE.

(63) Es preciso reforzar las disposiciones sobre el intercambio de información entre autoridades competentes nacionales y consolidar los deberes de asistencia y cooperación que se deben entre sí. Debido al aumento de la actividad transfronteriza, las autoridades competentes deben facilitarse mutuamente la información pertinente para el ejercicio de sus funciones, para asegurar así el efectivo cumplimiento de la presente Directiva, incluso en situaciones en las que las infracciones o presuntas infracciones pueden interesar a las autoridades de dos o más Estados miembros. En este intercambio de información es necesario observar el más estricto secreto profesional para asegurar la buena transmisión de esa información y la protección de los derechos de los interesados.

(64) En su reunión del 17 de julio de 2000, el Consejo creó un Comité de expertos sobre la reglamentación de los mercados europeos de valores mobiliarios. En su informe final, el Comité de expertos propuso la introducción de nuevas técnicas legislativas basadas en un planteamiento en cuatro niveles: principios generales, medidas de ejecución, cooperación y cumplimiento. El nivel 1, en el que se sitúa la Directiva, debe limitarse a enunciar principios «marco» de ámbito general, mientras que el nivel 2 debe contener medidas técnicas de ejecución que ha de adoptar la Comisión con la asistencia de un comité.

(65) La Resolución adoptada por el Consejo Europeo de Estocolmo el 23 de marzo de 2001 respaldó el Informe final del Comité de expertos y el planteamiento en cuatro niveles de la reglamentación para aumentar la eficacia y transparencia del proceso de elaboración de la legislación comunitaria sobre valores.

(66) De acuerdo con el Consejo Europeo de Estocolmo, deben emplearse con mayor frecuencia medidas de ejecución de nivel 2 para garantizar la actualización de las disposiciones técnicas en función de la evolución del mercado y de las prácticas de supervisión, así como establecerse plazos para todas las fases de trabajo del nivel 2.

(67) La Resolución del Parlamento Europeo, de 5 de febrero de 2002, sobre la aplicación de la legislación en el marco de

(1) DO L 184 de 6.7.2001, p. 1. Directiva cuya última modificación la constituye la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo (DO L 345 de 31.12.2003, p. 64).

(2) DO L 115 de 17.4.1998, p. 31.

los servicios financieros también respaldó el informe del Comité de expertos, basándose en la declaración formal efectuada ese mismo día ante el Parlamento por la Comisión y en la carta de 2 de octubre de 2001 dirigida por el Comisario de Mercado Interior a la Presidencia de la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento, con respecto a las salvaguardias sobre el papel del Parlamento Europeo en este proceso.

(68) Las medidas necesarias para la ejecución de la presente Directiva se deben aprobar con arreglo a la Decisión 1999/468/CE del Consejo, de 28 de junio de 1999, por la que se establecen los procedimientos para el ejercicio de las competencias de ejecución atribuidas a la Comisión (1).

(69) Debe concederse al Parlamento Europeo un período de tres meses a partir de la primera transmisión del proyecto de medidas de ejecución para que pueda proceder a su examen y emitir su dictamen. Sin embargo, en casos de urgencia debidamente justificados, este período podría acortarse. Si, dentro de ese período, el Parlamento Europeo aprueba una resolución, la Comisión debe reexaminar su proyecto de medidas.

(70) Con vistas a tener en cuenta la evolución ulterior de los mercados financieros, la Comisión debe presentar informes al Parlamento Europeo y al Consejo sobre la aplicación de las disposiciones relativas al seguro de responsabilidad civil profesional, el alcance de las normas de transparencia y la posible autorización como empresas de inversión de los operadores especializados en derivados sobre materias primas.

(71) El objetivo de crear un mercado financiero integrado en el que los inversores estén realmente protegidos y se garantice la eficiencia y la integridad del mercado en general exige el establecimiento de normas comunes aplicables a las empresas de inversión, independientemente del país de la Comunidad en que estén autorizadas, que rijan el funcionamiento de los mercados regulados y otros sistemas de negociación para impedir que la opacidad o distorsión de un solo mercado pueda afectar al funcionamiento del sistema financiero europeo en general. Dado que este objetivo puede lograrse mejor a nivel comunitario, la Comunidad puede adoptar medidas, de acuerdo con el principio de subsidiariedad consagrado en el artículo 5 del Tratado. De conformidad con el principio de proporcionalidad enunciado en dicho artículo, la presente Directiva no excede de lo necesario para alcanzar dicho objetivo.

HAN ADOPTADO LA PRESENTE DIRECTIVA:

TÍTULO I

ÁMBITO DE APLICACIÓN Y DEFINICIONES

Artículo 1

Ámbito de aplicación

1. La presente Directiva se aplicará a las empresas de inversión y a los mercados regulados.

(1) DO L 184 e 17.7.1999, p. 23.

2. Las siguientes disposiciones también se aplicarán a las entidades de crédito autorizadas con arreglo a la Directiva 2000/12/CE, cuando presten uno o varios servicios o realicen una o varias actividades de inversión:

- el apartado 2 del artículo 2, los artículos 11, 13 y 14,
- el capítulo II del título II, excepto el párrafo segundo del apartado 2 del artículo 23,
- el capítulo III del título II, excepto los apartados 2 a 4 del artículo 31 y los apartados 2 a 6, 8 y 9 del artículo 32,
- los artículos 48 a 53, 57, 61 y 62, y
- el apartado 1 del artículo 71.

Artículo 2

Excepciones

1. La presente Directiva no se aplicará:

a) a las empresas de seguros definidas en el artículo 1 de la Directiva 73/239/CEE y en el artículo 1 de la Directiva 2002/83/CE, ni a las empresas que ejerzan las actividades de reaseguro y de retrocesión contempladas en la Directiva 64/225/CE;

b) a las personas que presten servicios de inversión exclusivamente a sus empresas matrices, a sus filiales o a otras filiales de sus empresas matrices;

c) a las personas que presten un servicio de inversión, cuando dicho servicio se preste de manera accesoria en el marco de una actividad profesional, y siempre que esta última esté regulada por disposiciones legales o reglamentarias o por un código deontológico profesional que no excluyan la prestación de dicho servicio;

d) a las personas que no realicen más servicio o actividad de inversión que negociar por cuenta propia, excepto si estas personas son creadores de mercado o negocian por cuenta propia al margen de un mercado regulado o un SMN de forma organizada, frecuente y sistemática proporcionando un sistema accesible a terceros con objeto de entrar en negociación con ellos;

e) a las personas que presten servicios de inversión consistentes exclusivamente en la gestión de sistemas de participación de los trabajadores;

f) a las personas que presten servicios de inversión que consistan únicamente en la gestión de sistemas de participación de trabajadores y en la prestación de servicios de inversión exclusivamente a sus empresas matrices, a sus filiales o a otras filiales de sus empresas matrices;

g) a los miembros del Sistema Europeo de Bancos Centrales, a otros organismos nacionales con funciones similares,

o a otros organismos públicos que se encargan de la gestión de la deuda pública o intervienen en ella;

h) a los organismos de inversión colectiva y fondos de pensiones, independientemente de que estén o no coordinados a nivel comunitario, ni a los depositarios y gestores de dichos organismos;

i) a las personas que negocian por cuenta propia en instrumentos financieros o prestan servicios de inversión en derivados sobre materias primas o contratos de derivados a que hace referencia el punto 10 de la sección C del anexo I a los clientes de su actividad principal, siempre que lo hagan como actividad auxiliar con respecto a la principal, cuando se considere como parte de un grupo, y dicha actividad principal no sea la prestación de servicios de inversión en el sentido de la presente Directiva o de servicios bancarios según la Directiva 2000/12/CE;

j) a las personas que prestan asesoramiento en materia de inversiones en el ejercicio de otra actividad profesional no regulada por la presente Directiva, siempre que la prestación de dicho asesoramiento no esté específicamente remunerada;

k) a las personas cuya actividad principal consiste en negociar por cuenta propia en materias primas o derivados sobre materias primas. Esta excepción no será aplicable cuando las personas que negocien por cuenta propia en materias primas o derivados sobre materias primas formen parte de un grupo cuya actividad principal sea la prestación de otros servicios de inversión en el sentido de la presente Directiva, o de servicios bancarios de conformidad con la Directiva 2000/12/CE;

l) a las empresas que prestan servicios de inversión o realizan actividades de inversión que consistan exclusivamente en negociar por cuenta propia en mercados de futuros financieros, opciones u otros derivados y en mercados de contado con el único propósito de cubrir posiciones en mercados de derivados, o que operen por cuenta de otros miembros de dichos mercados o faciliten precios para éstos, y que estén avaladas por miembros liquidadores del mismo mercado, cuando la responsabilidad del cumplimiento de los contratos celebrados por dichas empresas sea asumida por los miembros liquidadores del mismo mercado;

m) a las asociaciones creadas por fondos de pensiones daneses y finlandeses con el fin exclusivo de gestionar los activos de los fondos de pensiones participantes;

n) a los «*agenti di cambio*» cuyas actividades y funciones se rigen por el artículo 201 del Decreto legislativo italiano número 58, de 24 de febrero de 1998.

2. Los derechos conferidos por la presente Directiva no se harán extensivos a la prestación de servicios en calidad de contraparte en operaciones realizadas por organismos públicos que negocian deuda pública o por miembros del Sistema Europeo de Bancos Centrales, dentro de las funciones que les son asignadas en virtud del Tratado y por los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo o en el ejercicio de funciones equivalentes con arreglo a disposiciones nacionales.

3. Para tener en cuenta la evolución de los mercados financieros y asegurar la aplicación uniforme de la presente Directiva, la Comisión, de acuerdo con el procedimiento establecido en el apartado 2 del artículo 64, podrá fijar, con respecto a las excepciones de las letras c), i) y k), los criterios para determinar cuándo debe considerarse que una actividad es auxiliar de la principal a nivel de grupo y para determinar cuándo se presta de forma accesoria.

Artículo 3

Excepciones facultativas

1. Todo Estado miembro podrá decidir no aplicar la presente Directiva a cualquier persona respecto de la cual el Estado miembro sea Estado miembro de origen:

— que no esté autorizada a tener fondos o valores de clientes y que, por tal motivo, no pueda en ningún momento colocarse en posición deudora con respecto a sus clientes,

— que no esté autorizada a prestar servicios de inversión, a no ser la recepción y transmisión de órdenes sobre valores negociables y participaciones de organismos de inversión colectiva y la prestación de asesoramiento en materia de inversión relativa a dichos instrumentos financieros, y

— que, en el ejercicio de la prestación de dicho servicio, esté autorizada a transmitir órdenes únicamente a:

i) empresas de inversión autorizadas de conformidad con la presente Directiva,

ii) entidades de crédito autorizadas de conformidad con la Directiva 2000/12/CE,

iii) sucursales de empresas de inversión o de entidades de crédito que estén autorizadas en un tercer país y que estén sometidas y se ajusten a normas prudenciales que las autoridades competentes consideren al menos tan estrictas como las establecidas en la presente Directiva, en la Directiva 2000/12/CE o en la Directiva 93/6/CEE,

iv) organismos de inversión colectiva autorizados con arreglo a la legislación de un Estado miembro a vender participaciones al público y a los gestores de tales organismos,

v) sociedades de inversión de capital fijo, con arreglo a la definición del apartado 4 del artículo 15 de la Segunda Directiva 77/91/CEE del Consejo, de 13 de diciembre de 1976, tendente a coordinar, para hacerlas equivalentes, las garantías exigidas en los Estados Miembros a las sociedades, definidas en el párrafo segundo del artículo 58 del Tratado, con el fin de proteger los intereses de los socios y terceros, en lo relativo a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital (1), cuyas obligaciones se coticen o negocien en un mercado regulado de un Estado miembro,

(1) DO L 26 de 31.1.1977, p. 1. Directiva cuya última modificación la constituye el Acta de adhesión de 1994.

siempre que las actividades de dichas personas estén reguladas a escala nacional.

2. Las personas excluidas del ámbito de aplicación de la presente Directiva de conformidad con el apartado 1 no podrán acogerse a la libertad de prestación de servicios o actividades ni establecer sucursales conforme a lo dispuesto en los artículos 31 y 32, respectivamente.

Artículo 4

Definiciones

1. A los efectos de la presente Directiva, se entenderá por:

1) Empresa de inversión: toda persona jurídica cuya profesión o actividad habituales consisten en prestar uno o más servicios de inversión o en realizar una o más actividades de inversión con carácter profesional a terceros.

Los Estados miembros podrán incluir en la definición de empresa de inversión a empresas que no sean personas jurídicas, siempre que:

a) su estatuto jurídico garantice a los intereses de terceros un nivel de protección equivalente al que ofrecen las personas jurídicas, y

b) sean objeto de una supervisión prudencial equivalente y adaptada a su forma jurídica.

No obstante, cuando una persona física preste servicios que impliquen la tenencia de fondos o valores negociables pertenecientes a terceros, sólo podrá considerarse empresa de inversión con arreglo a la presente Directiva si, sin perjuicio de las demás exigencias de la presente Directiva y de la Directiva 93/6/CEE, reúne las condiciones siguientes:

a) que estén protegidos los derechos de propiedad de terceros sobre sus instrumentos y fondos, en particular en caso de insolvencia de la empresa o de sus propietarios, embargo, compensación o cualquier otra acción emprendida por acreedores de la empresa o de sus propietarios;

b) que la empresa de inversión esté sujeta a normas que tengan por objeto supervisar su solvencia y la de sus propietarios;

c) que las cuentas anuales de la empresa estén auditadas por una o varias personas facultadas para auditar cuentas con arreglo a la legislación nacional;

d) cuando una empresa tenga un solo propietario, que éste adopte medidas para la protección de los inversores en caso de cese de las actividades de la empresa por causa de fallecimiento, incapacidad o circunstancias similares.

2) Servicios y actividades de inversión: cualquiera de los servicios y actividades enumerados en la sección A del anexo I en relación con cualquiera de los instrumentos enumerados en la sección C del anexo I.

La Comisión, actuando de conformidad con el procedimiento mencionado en el apartado 2 del artículo 64, determinará:

— los contratos de derivados mencionados en el punto 7 de la sección C del anexo I que tienen las características de otros instrumentos financieros derivados, teniendo en cuenta, entre otras cuestiones, si su compensación y liquidación la realizan cámaras de compensación reconocidas y son objeto de ajustes regulares de los márgenes de garantía;

— los contratos de derivados mencionados en el punto 10 de la sección C del anexo I que tienen las características de otros instrumentos financieros derivados, teniendo en cuenta, entre otras cuestiones, si se comercializan en un mercado regulado o en un SMN, su compensación y liquidación la realizan cámaras de compensación reconocidas y son objeto de ajustes regulares de los márgenes de garantía.

3) Servicio auxiliar: cualquiera de los servicios enumerados en la sección B del anexo I.

4) Asesoramiento en materia de inversión: la prestación de recomendaciones personalizadas a un cliente, sea a petición de éste o por iniciativa de la empresa de inversión, con respecto a una o más operaciones relativas a instrumentos financieros.

5) Ejecución de órdenes por cuenta de clientes: la conclusión de acuerdos de compra o venta de uno o más instrumentos financieros por cuenta de clientes.

6) Negociación por cuenta propia: la negociación con capital propio que da lugar a la conclusión de operaciones sobre uno o más instrumentos financieros.

7) Internalizador sistemático: la empresa de inversión que, de forma organizada, frecuente y sistemática, negocia por cuenta propia mediante la ejecución de órdenes de clientes al margen de un mercado regulado o un SMN.

8) Creador de mercado: la persona que se presenta regularmente en los mercados financieros declarándose dispuesta a negociar por cuenta propia, comprando y vendiendo instrumentos financieros con capital propio a precios establecidos por él.

9) Gestión de carteras: la gestión discrecional e individualizada de carteras según mandato de los clientes, cuando las carteras incluyan uno o más instrumentos financieros.

10) Cliente: toda persona física o jurídica a quien una empresa de inversión presta servicios de inversión o servicios auxiliares.

11) Cliente profesional: todo cliente que se ajuste a los criterios establecidos en el anexo II.

12) Cliente minorista: todo cliente que no sea cliente profesional.

13) Gestor del mercado: la persona o personas que gestionan o desarrollan la actividad de un mercado regulado. El gestor del mercado puede ser el propio mercado regulado.

14) Mercado regulado: sistema multilateral, operado o gestionado por un gestor del mercado, que reúne o brinda la posibilidad de 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 con respecto a los instrumentos financieros admitidos a negociación conforme a sus normas o sistemas, y que está autorizado y funciona de forma regular de conformidad con lo dispuesto en el título III.

15) Sistema de negociación multilateral (SMN): sistema multilateral, operado por una empresa de inversión o por un gestor del mercado, que permite reunir —dentro del sistema y según 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 el título II.

16) Orden a precio limitado: orden de compra o venta de un instrumento financiero al precio especificado o en mejores condiciones y por un volumen concreto.

17) Instrumento financiero: los instrumentos especificados en la sección C del anexo I.

18) Valores negociables: las categorías de valores que son negociables en el mercado de capitales, a excepción de los instrumentos de pago, como:

a) acciones de sociedades y otros valores equiparables a las acciones de sociedades, asociaciones u otras entidades y certificados de depósito representativos de acciones;

b) obligaciones u otras formas de deuda titulizada, incluidos los certificados de depósito representativos de tales valores;

c) los demás valores que dan derecho a adquirir o a vender tales valores negociables o que dan lugar a una liquidación en efectivo, determinada por referencia a valores negociables, divisas, tipos de interés o rendimientos, materias primas u otros índices o medidas.

19) Instrumentos del mercado monetario: las categorías de instrumentos que se negocian habitualmente en el mercado monetario, como bonos del Tesoro, certificados de depósito y efectos comerciales, excluidos los instrumentos de pago.

20) Estado miembro de origen:

a) en el caso de una empresa de inversión:

i) si se trata de una persona física, el Estado miembro en el que tenga su administración central;

ii) si se trata de una persona jurídica, el Estado miembro en donde tenga su domicilio social;

iii) si, de conformidad con su legislación nacional, no tuviere domicilio social, el Estado miembro en el que tenga su administración central;

b) en el caso de un mercado regulado, el Estado miembro en que esté registrado el mercado regulado o si, de conformidad con la legislación nacional de dicho Estado miembro, no tuviere domicilio social, el Estado miembro en que esté situada su administración central;

21) Estado miembro de acogida: el Estado miembro, distinto del Estado miembro de origen, en el que una empresa de inversión tenga una sucursal o realice servicios o actividades, o el Estado miembro en el que un mercado regulado brinde los mecanismos adecuados para que puedan acceder a la negociación en su sistema miembros o participantes remotos establecidos en ese mismo Estado miembro.

22) Autoridad competente: la autoridad designada por cada Estado miembro de conformidad con el artículo 48, salvo indicación en contrario de la presente Directiva.

23) Entidades de crédito: entidades de crédito con arreglo a la definición de la Directiva 2000/12/CE.

24) Sociedad de gestión de un OICVM: sociedad de gestión con arreglo a la definición de la Directiva 85/611/CEE del Consejo, de 20 de diciembre de 1985, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) (1).

25) Agente vinculado: persona física o jurídica que, bajo la responsabilidad plena e incondicional de una sola empresa de inversión por cuya cuenta actúa, promueve la inversión o servicios auxiliares ante clientes o posibles clientes, recibe y transmite las instrucciones u órdenes de clientes sobre instrumentos financieros o servicios de inversión, coloca instrumentos financieros o presta asesoramiento a clientes o posibles clientes con respecto a esos instrumentos financieros o servicios.

26) Sucursal: establecimiento, distinto de su administración central, que constituya una parte sin personalidad jurídica de una empresa de inversión y que preste servicios o actividades de inversión y pueda realizar asimismo servicios auxiliares para cuyo ejercicio la empresa de inversión haya recibido la oportuna autorización; todos los centros de actividad establecidos en el mismo Estado miembro por una misma empresa de inversión que tenga su administración central en otro Estado miembro se considerarán una única sucursal.

27) Participación cualificada: participación, directa o indirecta, en una empresa de inversión que represente al menos el 10% de su capital o de sus derechos de voto, según el artículo 92 de la Directiva 2001/34/CE, o que permita ejercer una influencia significativa en su gestión.

(1) DO L 375 de 31.12.1985, p. 3. Directiva cuya última modificación la constituye la Directiva 2001/108/CE del Parlamento Europeo y del Consejo (DO L 41 de 13.2.2002, p. 35).

28) Empresa matriz: empresa matriz según se define en los artículos 1 y 2 de la Séptima Directiva 83/349/CEE del Consejo, de 13 de junio de 1983, relativa a las cuentas consolidadas (1).

29) Filial: empresa filial según se define en los artículos 1 y 2 de la Directiva 83/349/CEE, incluso la filial de una empresa filial de una empresa matriz.

30) Control: lo definido como control en el artículo 1 de la Directiva 83/349/CEE.

31) Vínculos estrechos: una situación en la que dos o más personas físicas o jurídicas están vinculadas por:

a) participación, es decir, la propiedad, directa o por control, del 20% o más de los derechos de voto o del capital de una empresa;

b) control, es decir, la relación entre una empresa matriz y una filial en todos los supuestos mencionados en los apartados 1 y 2 del artículo 1 de la Directiva 83/349/CEE, o una relación similar entre toda persona física o jurídica y una empresa, entendiéndose que toda empresa filial de una filial será también filial de la empresa matriz que está a la cabeza de esas empresas.

La situación en la que dos o más personas físicas o jurídicas estén permanentemente vinculadas a una misma persona por una relación de control también se considerará que constituye un vínculo estrecho entre tales personas.

2. A fin de tener en cuenta la evolución de los mercados financieros y velar por la aplicación uniforme de la presente Directiva, la Comisión, de acuerdo con el procedimiento establecido en el apartado 2 del artículo 64, podrá aclarar las definiciones establecidas en el apartado 1 del presente artículo.

TÍTULO II

CONDICIONES DE AUTORIZACIÓN Y FUNCIONAMIENTO DE LAS EMPRESAS DE INVERSIÓN+

CAPÍTULO I

CONDICIONES Y PROCEDIMIENTOS DE AUTORIZACIÓN

Artículo 5

Obligatoriedad de la autorización

1. Los Estados miembros exigirán que la prestación de servicios o realización de actividades de inversión como profesión o actividad habitual esté sujeta a autorización previa de conformidad con las disposiciones del presente capítulo. Dicha auto-

(1) DO L 193 de 18.7.1983, p. 1. Directiva cuya última modificación la constituye la Directiva 2003/51/CE del Parlamento Europeo y del Consejo (DO L 178 de 17.7.2003, p. 16).

rización la concederá la autoridad competente del Estado miembro de origen designada de conformidad con el artículo 48.

2. No obstante lo dispuesto en el apartado 1, los Estados miembros permitirán a cualquier gestor del mercado que gestione un SMN, a condición de que se verifique previamente que cumple lo dispuesto en el presente capítulo, con excepción de los artículos 11 y 15.

3. Los Estados miembros establecerán un registro de todas las empresas de inversión. Este registro será público y contendrá información sobre los servicios o actividades para los cuales esté autorizada la empresa de inversión. Será actualizado de manera periódica.

4. Cada Estado miembro exigirá que:

— toda empresa de inversión que sea una persona jurídica, tenga su administración central en el mismo Estado miembro de su domicilio social,

— toda empresa de inversión que no sea una persona jurídica, o toda empresa de inversión que sea una persona jurídica pero que de conformidad con su legislación nacional no tenga domicilio social, tenga su administración central en el Estado miembro en que ejerza de hecho sus actividades.

5. En caso de empresas de inversión que presten únicamente asesoramiento en materia de inversión o el servicio de recepción y transmisión de órdenes en las condiciones del artículo 3, los Estados miembros podrán permitir que la autoridad competente delegue funciones administrativas, preparatorias o auxiliares relacionadas con la concesión de una autorización de conformidad con las condiciones estipuladas en el apartado 2 del artículo 48.

Artículo 6

Alcance de la autorización

1. El Estado miembro de origen se asegurará de que la autorización especifique los servicios o actividades de inversión que la empresa de inversión está autorizada a prestar. La autorización podrá cubrir uno o varios de los servicios auxiliares mencionados en la sección B del anexo I. En ningún caso podrá concederse la autorización únicamente para la prestación de servicios auxiliares.

2. Una empresa de inversión que solicite autorización para ampliar su actividades a otros servicios o actividades de inversión o a otros servicios auxiliares no previstos en el momento de la autorización inicial deberá presentar una solicitud de ampliación de su autorización.

3. La autorización será válida para toda la Comunidad y permitirá a una empresa de inversión prestar los servicios o realizar las actividades para las que haya sido autorizada en toda la Comunidad, ya sea mediante el establecimiento de una sucursal o en régimen de libre prestación de servicios.

Artículo 7

Procedimientos para conceder y denegar solicitudes de autorización

1. La autoridad competente no concederá autorización hasta que esté plenamente convencida de que el solicitante cumple todos los requisitos que se derivan de las disposiciones adoptadas en virtud de la presente Directiva.

2. La empresa de inversión facilitará toda la información —incluido un programa de operaciones que exponga, entre otras cosas, los tipos de actividad previstos y la estructura organizativa de la empresa de inversión— necesaria para que la autoridad competente pueda comprobar que dicha empresa ha adoptado, en el momento de la autorización inicial, todas las medidas necesarias para cumplir sus obligaciones en virtud de las disposiciones del presente capítulo.

3. Se notificará al solicitante, dentro de los seis meses siguientes a la presentación de una solicitud completa, si se ha concedido o no la autorización.

Artículo 8

Revocación de la autorización

La autoridad competente podrá revocar la autorización concedida a una empresa de inversión cuando ésta:

a) no haga uso de la autorización en un plazo de doce meses, renuncie a ésta expresamente o no haya prestado servicios de inversión o realizado actividades de inversión durante los seis meses anteriores a la revocación, a no ser que en el correspondiente Estado miembro existan disposiciones que establezcan la caducidad de la autorización en dichos supuestos;

b) haya obtenido la autorización valiéndose de declaraciones falsas o de cualquier otro medio irregular;

c) deje de cumplir las condiciones a las que estaba sujeta la concesión de la autorización, como la conformidad con las condiciones establecidas en la Directiva 93/6/CEE;

d) haya infringido de manera grave y sistemática las disposiciones adoptadas de conformidad con la presente Directiva relativas a las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión;

e) incurra en alguno de los supuestos en los que el Derecho nacional prevea la revocación de la autorización por aspectos no incluidos en el ámbito de la presente Directiva.

Artículo 9

Personas que efectivamente dirigen las actividades

1. Los Estados miembros exigirán que las personas que efectivamente dirigen las actividades de una empresa de inver-

sión gocen de la honorabilidad y la experiencia suficientes para asegurar la gestión adecuada y prudente de la empresa de inversión.

Cuando el gestor de mercado que solicite autorización para gestionar un SMN y las personas que efectivamente dirigen la actividad del SMN sean las mismas que las que efectivamente dirigen la actividad del mercado regulado, se considerará que dichas personas cumplen los requisitos establecidos en el párrafo primero.

2. Los Estados miembros exigirán que la empresa de inversión notifique a la autoridad competente cualquier cambio en su equipo directivo, junto con toda la información necesaria para valorar si el nuevo personal designado para dirigir la empresa goza de la honorabilidad y la experiencia suficientes.

3. La autoridad competente denegará la autorización si no está convencida de que las personas que efectivamente dirigen las actividades de la empresa de inversión gozan de la honorabilidad y la experiencia suficientes, o cuando existan motivos objetivos y demostrables para creer que los cambios propuestos en la dirección de la empresa suponen una amenaza para la gestión adecuada y prudente de la empresa.

4. Los Estados miembros exigirán que la gestión de las empresas de inversión esté a cargo de al menos dos personas que cumplan los requisitos del apartado 1.

No obstante lo dispuesto en el párrafo primero, los Estados miembros podrán conceder autorización a empresas de inversión que sean personas físicas, o a empresas de inversión que sean personas jurídicas y estén dirigidas por una sola persona física, de conformidad con sus estatutos y con el Derecho nacional. Sin embargo, los Estados miembros exigirán que cuenten con mecanismos alternativos que aseguren la gestión adecuada y prudente de esas empresas de inversión.

Artículo 10

Accionistas y socios con participaciones cualificadas

1. Las autoridades competentes no autorizarán a las empresas de inversión a realizar servicios ni actividades de inversión mientras no se les haya informado de la identidad de los accionistas o de los socios, ya sean directos o indirectos, personas físicas o jurídicas, que posean participaciones cualificadas y de los importes de dichas participaciones.

Las autoridades competentes denegarán la autorización si, atendiendo a la necesidad de garantizar una gestión adecuada y prudente de la empresa de inversión, no están convencidas de la idoneidad de los accionistas o socios que posean participaciones cualificadas.

En los casos en que existan vínculos estrechos entre la empresa de inversión y otras personas físicas o jurídicas, la autoridad competente solamente concederá la autorización si estos vínculos no impiden el ejercicio efectivo de las funciones de supervisión de la autoridad competente.

2. La autoridad competente denegará también la autorización cuando las disposiciones legales, reglamentarias o administrativas de un tercer país por las que se rigen una o varias personas físicas o jurídicas con las que la empresa mantiene vínculos estrechos, o las dificultades que supone su aplicación, impidan el ejercicio efectivo de sus funciones de supervisión.

3. Los Estados miembros exigirán que toda persona física o jurídica que se proponga adquirir o vender, directa o indirectamente, una participación cualificada en una empresa de inversión informe previamente a la autoridad competente del volumen de la participación prevista, de acuerdo con el párrafo segundo. Se exigirá también a tales personas que informen a la autoridad competente si se proponen aumentar o reducir su participación cualificada, de modo que la proporción de los derechos de voto o del capital en su poder alcance, quede por debajo o supere el 20%, el 33% o el 50%, o de tal modo que la empresa de inversión se convierta en su filial o deje de serlo.

Sin perjuicio de lo dispuesto en el apartado 4, la autoridad competente dispondrá de un plazo máximo de tres meses, a partir de la fecha de la notificación de la propuesta de adquisición contemplada en el párrafo primero, para oponerse al mencionado proyecto si, atendiendo a la necesidad de garantizar una gestión prudente y adecuada de la empresa de inversión, no estuviere convencida de la idoneidad de las personas mencionadas en el párrafo primero. Si la autoridad competente no se opone al proyecto, podrá fijar un plazo para su puesta en práctica.

4. Si el adquirente de la participación mencionada en el apartado 3 es una empresa de inversión, una entidad de crédito, una empresa de seguros o la sociedad de gestión de un OICVM autorizada en otro Estado miembro, o la empresa matriz de una empresa de inversión, entidad de crédito, empresa de seguros o sociedad de gestión de un OICVM autorizada en otro Estado miembro, o una persona que controle una empresa de inversión, entidad de crédito, empresa de seguros o sociedad de gestión de un OICVM autorizada en otro Estado miembro, y si, como consecuencia de esa adquisición, la empresa se convirtiera en filial del adquirente o quedara sujeta a su control, la evaluación de la adquisición deberá ser objeto de la consulta previa contemplada en el artículo 60.

5. Los Estados miembros exigirán que las empresas de inversión informen sin demora a la autoridad competente si tienen conocimiento de que una adquisición o cesión de participaciones de su capital hace que las participaciones superen o queden por debajo de los umbrales mencionados en el párrafo primero del apartado 3.

Las empresas de inversión comunicarán asimismo a la autoridad competente, al menos una vez al año, la identidad de los accionistas y socios que posean participaciones cualificadas, indicando el volumen de dichas participaciones, de acuerdo, por ejemplo, con los datos obtenidos en la junta general anual de accionistas o socios, o con los que se obtengan del cumplimiento de las normas aplicables a las sociedades cuyos títulos se admiten a negociación en un mercado regulado.

6. Los Estados miembros exigirán que, cuando la influencia de las personas mencionadas en el párrafo primero del apartado 1 pueda ir en detrimento de una gestión prudente y adecuada de la empresa de inversión, la autoridad competente adopte las medidas oportunas para poner fin a esta situación.

Dichas medidas podrán consistir en la solicitud de un mandato judicial o en la imposición de sanciones a los directivos y responsables de la gestión, o en la suspensión del ejercicio de los derechos de voto correspondientes a las acciones o participaciones que posean los accionistas o socios de que se trate.

Se aplicarán medidas similares a las personas que no cumplan la obligación de proporcionar información previa en relación con la adquisición o el incremento de una participación cualificada. En el caso de que se adquiriera una participación pese a la oposición de las autoridades competentes, los Estados miembros, con independencia de cualquier otra sanción que pueda imponerse, dispondrán la suspensión del ejercicio de los correspondientes derechos de voto, o bien la nulidad de los votos emitidos o la posibilidad de anularlos.

Artículo 11

Adhesión a un sistema de indemnización de los inversores autorizado

La autoridad competente verificará que toda entidad que solicite autorización como empresa de inversión cumpla, en el momento de la autorización, sus obligaciones en virtud de la Directiva 97/9/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 3 de marzo de 1997, relativa a los sistemas de indemnización de los inversores (1).

Artículo 12

Dotación de capital inicial

Los Estados miembros se asegurarán de que las autoridades competentes no concedan la autorización a menos que la empresa de inversión tenga suficiente capital inicial de conformidad con los requisitos de la Directiva 93/6/CEE, teniendo en cuenta la naturaleza del servicio o actividad de inversión en cuestión.

En espera de la revisión de la Directiva 93/6/CEE, las empresas de inversión mencionadas en el artículo 67 estarán sujetas a los requisitos de capital establecidos en dicho artículo.

Artículo 13

Requisitos de organización

1. El Estado miembro de origen exigirá que las empresas de inversión cumplan los requisitos que, con respecto a su organización, se establecen en los apartados 2 a 8 siguientes.

(1) DO L 84 de 26.3.1997, p. 22.

2. Toda empresa de inversión establecerá políticas y procedimientos adecuados y suficientes para garantizar que la misma, incluidos sus directivos, empleados y agentes vinculados, cumplan las obligaciones que les impone la presente Directiva, así como las normas pertinentes aplicables a las operaciones personales de dichas personas.

3. Toda empresa de inversión mantendrá y aplicará medidas administrativas y de organización efectivas con vistas a adoptar todas las medidas razonables destinadas a impedir que los conflictos de intereses definidos en el artículo 18 perjudiquen los intereses de sus clientes.

4. Toda empresa de inversión adoptará medidas razonables para garantizar la continuidad y la regularidad de la realización de los servicios y actividades de inversión. A tal fin, la empresa de inversión empleará sistemas, recursos y procedimientos adecuados y proporcionados.

5. Cuando confíe a un tercero el ejercicio de funciones operativas cruciales para la prestación de un servicio continuado y satisfactorio a sus clientes y la realización de actividades de inversión de modo continuo y satisfactorio, la empresa de inversión adoptará medidas razonables para evitar que aumente indebidamente el riesgo operativo. La externalización de funciones operativas importantes no podrá afectar sensiblemente a la calidad del control interno ni a la capacidad del supervisor de controlar que la empresa cumple todas sus obligaciones.

Toda empresa de inversión dispondrá de procedimientos administrativos y contables adecuados, mecanismos de control interno, técnicas eficaces de valoración del riesgo y mecanismos eficaces de control y salvaguardia de sus sistemas informáticos.

6. Toda empresa de inversión llevará un registro de todos los servicios y operaciones que realice. Dicho registro deberá ser suficiente para permitir que la autoridad competente supervise el cumplimiento de los requisitos previstos en la presente Directiva y, en especial, de todas las obligaciones de la empresa de inversión para con sus clientes o posibles clientes.

7. Cuando tenga a su disposición instrumentos financieros pertenecientes a clientes, la empresa de inversión tomará las medidas oportunas para salvaguardar los derechos de propiedad de dichos clientes, sobre todo en caso de insolvencia de la empresa de inversión, y para impedir la utilización por cuenta propia de los instrumentos de los clientes, salvo en el caso de que los clientes manifiesten su consentimiento expreso.

8. Cuando tenga a su disposición fondos pertenecientes a clientes, la empresa de inversión tomará las medidas oportunas para salvaguardar los derechos de dichos clientes y, salvo en el caso de las entidades de crédito, para impedir la utilización por cuenta propia de los fondos de los clientes.

9. En el caso de las sucursales de empresas de inversión, la autoridad competente del Estado miembro en el que esté situada la sucursal asumirá la responsabilidad establecida en

el apartado 6 con respecto al registro de las operaciones realizadas por la sucursal, sin perjuicio de que la autoridad competente del Estado miembro de origen de la empresa de inversión tenga acceso directo a estos registros.

10. Para tener en cuenta los progresos técnicos de los mercados financieros y asegurar la aplicación uniforme de los apartados 2 a 9, la Comisión adoptará, de conformidad con el procedimiento mencionado en el apartado 2 del artículo 64, medidas de ejecución que especifiquen los requisitos organizativos concretos que se exigirán a las empresas de inversión que realicen distintos servicios o actividades de inversión y auxiliares o combinaciones de los mismos.

Artículo 14

Proceso de negociación y conclusión de operaciones en un SMN

1. Los Estados miembros exigirán a las empresas de inversión o gestores del mercado que gestionan un SMN que, además de los requisitos contemplados en el artículo 13, establezcan normas y procedimientos transparentes y no discrecionales que aseguren una negociación justa y ordenada, y que fijen criterios objetivos para una ejecución eficaz de las órdenes.

2. Los Estados miembros exigirán a las empresas de inversión o gestores del mercado que gestionan un SMN que establezcan normas transparentes en relación con los criterios para determinar los instrumentos financieros que pueden negociarse en el marco de sus sistemas.

Los Estados miembros exigirán que, cuando corresponda, las empresas de inversión o gestores del mercado que gestionan un SMN proporcionen o se aseguren de que puede obtenerse información pública suficiente para que sus usuarios puedan formarse una opinión sobre las inversiones, teniendo en cuenta tanto la naturaleza de los usuarios como los tipos de instrumentos negociados.

3. Los Estados miembros velarán por que los artículos 19, 21 y 22 no sean de aplicación a las operaciones realizadas con arreglo a las normas que regulan un SMN entre sus miembros o participantes o entre el SMN y sus miembros o participantes con respecto al uso del SMN. No obstante, los miembros o participantes del SMN se atenderán a las obligaciones contempladas en los artículos 19, 21 y 22 en relación con sus clientes cuando, al actuar por cuenta de sus clientes, ejecuten sus órdenes mediante los sistemas de un SMN.

4. Los Estados miembros exigirán que las empresas de inversión o gestores del mercado que gestionan un SMN establezcan y mantengan normas transparentes, basadas en criterios objetivos, que regulen el acceso a su sistema. Dichas normas deberán ajustarse a las condiciones establecidas en el apartado 3 del artículo 42.

5. Los Estados miembros exigirán a las empresas de inversión o gestores del mercado que gestionan un SMN que infor-

men claramente a sus usuarios de sus responsabilidades respectivas con relación a la liquidación de las operaciones ejecutadas en el sistema. Los Estados miembros exigirán que las empresas de inversión o gestores del mercado que gestionan un SMN hayan tomado las medidas necesarias para facilitar la liquidación eficiente de las operaciones realizadas en los sistemas del SMN.

6. Cuando un valor negociable admitido a negociación en un mercado regulado se negocie también en un SMN sin consentimiento de su emisor, éste no estará sujeto a ninguna obligación de información financiera inicial, continua o ad hoc en relación con ese SMN.

7. Los Estados miembros exigirán que toda empresa de inversión o gestor del mercado que gestione un SMN cumpla inmediatamente las instrucciones que le sean comunicadas por su autoridad competente de conformidad con el apartado 1 del artículo 50, en relación con la exclusión o suspensión de un instrumento financiero de la negociación.

Artículo 15

Relaciones con terceros países

1. Los Estados miembros informarán a la Comisión de las dificultades generales a las que se enfrenten las empresas de inversión a la hora de establecerse o de prestar servicios o realizar actividades de inversión en un tercer país.

2. Cuando, sobre la base de la información que le sea presentada con arreglo al apartado 1, la Comisión advierta que un tercer país no concede a las empresas de inversión de la Comunidad un acceso efectivo al mercado comparable al que concede la Comunidad a las empresas de inversión de ese tercer país, podrá presentar propuestas al Consejo sobre un mandato apropiado de negociación con vistas a obtener un trato competitivo comparable para las empresas de inversión de la Comunidad. El Consejo se pronunciará por mayoría cualificada.

3. Cuando, sobre la base de la información que le sea presentada con arreglo al apartado 1, la Comisión advierta que un tercer país no concede a las empresas de inversión de la Comunidad un trato nacional que les permita las mismas posibilidades competitivas que a las empresas de inversión nacionales, y que no se cumplen las condiciones de acceso efectivo al mercado, podrá iniciar negociaciones con vistas a remediar la situación.

En las circunstancias mencionadas en el párrafo anterior, la Comisión podrá decidir, de conformidad con el procedimiento mencionado en el apartado 2 del artículo 64, en todo momento y paralelamente al inicio de negociaciones, que las autoridades competentes de los Estados miembros suspendan o limiten sus decisiones relativas a solicitudes de autorización pendientes o futuras y la adquisición directa o indirecta de participaciones por empresas matrices reguladas por el derecho del tercer país en cuestión. Estas limitaciones o suspensiones no podrán aplicarse al establecimiento de filiales por las empresas de inversión debidamente autorizadas en la

Comunidad o por sus filiales, ni a la adquisición de participaciones en empresas de inversión de la Comunidad por esas empresas o filiales. La duración de las medidas citadas no podrá ser superior a tres meses.

Antes de finalizar el período de tres meses mencionado en el párrafo segundo, y a tenor de los resultados de las negociaciones, la Comisión podrá, de conformidad con el procedimiento mencionado en el apartado 2 del artículo 64, decidir la prórroga de estas medidas.

4. Cuando la Comisión advierta que se produce una de las situaciones descritas en los apartados 2 y 3, los Estados miembros deberán informarla, previa petición:

a) de toda solicitud de autorización de cualquier empresa que sea filial directa o indirecta de una empresa matriz regulada por el derecho del tercer país en cuestión;

b) cuando hayan sido informados, de conformidad con el apartado 3 del artículo 10, de que esa empresa matriz se propone adquirir una participación en una empresa de inversión de la Comunidad, de modo que esta última se convertiría en su filial.

Esta obligación de proporcionar información expirará cuando se alcance un acuerdo con el tercer país de que se trate, o cuando dejen de aplicarse las medidas mencionadas en los párrafos segundo y tercero del apartado 3.

5. Las medidas adoptadas conforme al presente artículo deberán respetar las obligaciones de la Comunidad en virtud de los acuerdos internacionales, bilaterales o multilaterales, que regulen el acceso a las actividades de las empresas de inversión o su ejercicio.

CAPÍTULO II

CONDICIONES DE FUNCIONAMIENTO DE LAS EMPRESAS DE INVERSIÓN

Sección 1

Disposiciones generales

Artículo 16

Revisión periódica de las condiciones de la autorización inicial

1. Los Estados miembros exigirán que las empresas de inversión autorizadas en su territorio cumplan en todo momento las condiciones de la autorización inicial establecidas en el capítulo I del presente título.

2. Los Estados miembros exigirán a las autoridades competentes que establezcan los métodos apropiados para supervisar que las empresas de inversión cumplan su obligación en virtud del apartado 1. Exigirán a las empresas de inversión que notifiquen a las autoridades competentes todo cambio importante respecto de las condiciones de la autorización inicial.

3. En el caso de las empresas de inversión que presten únicamente asesoramiento en materia de inversión, los Estados miembros podrán permitir que la autoridad competente delegue cometidos administrativos, preparatorios o auxiliares relacionados con la revisión de las condiciones de la autorización inicial, de conformidad con las condiciones estipuladas en el apartado 2 del artículo 48.

Artículo 17

Obligaciones generales de supervisión continua

1. Los Estados miembros se asegurarán de que las autoridades competentes supervisen las actividades de las empresas de inversión para comprobar que cumplen las condiciones de funcionamiento establecidas en la presente Directiva. Los Estados miembros se asegurarán de que se hayan adoptado las medidas apropiadas para que las autoridades competentes puedan obtener la información necesaria para comprobar que las empresas de inversión cumplen esas obligaciones.

2. En el caso de las empresas de inversión que presten únicamente asesoramiento en materia de inversión, los Estados miembros podrán permitir que la autoridad competente delegue cometidos administrativos, preparatorios o auxiliares relacionados con la supervisión periódica de los requisitos operativos, de conformidad con las condiciones estipuladas en el apartado 2 del artículo 48.

Artículo 18

Conflictos de intereses

1. Los Estados miembros exigirán a las empresas de inversión que tomen todas las medidas razonables para detectar conflictos de intereses que pudieran surgir en el momento de la prestación de cualquier servicio de inversión o auxiliar, o de una combinación de los mismos, entre las propias empresas, incluidos sus directivos, empleados y agentes vinculados o cualquier persona vinculada directa o indirectamente a ellas por control, y sus clientes o entre clientes.

2. En caso de que las medidas organizativas o administrativas adoptadas por la empresa de inversión con arreglo al apartado 3 del artículo 13 para tratar los conflictos de intereses no sean suficientes para garantizar, con razonable certeza, que se prevendrán los riesgos de perjuicio para los intereses del cliente, la empresa de inversión deberá revelar claramente al cliente la naturaleza general o el origen de los conflictos de intereses antes de actuar por cuenta del cliente.

3. Para tener en cuenta los progresos técnicos de los mercados financieros y asegurar la aplicación uniforme de los apartados 1 y 2, la Comisión, de conformidad con el procedimiento mencionado en el apartado 2 del artículo 64, adoptará medidas de ejecución para:

a) definir las medidas que sería razonable que adoptaran las empresas de inversión para detectar, prevenir, abordar o revelar conflictos de intereses en la prestación de servicios de inversión y servicios auxiliares o combinaciones de los mismos;

b) establecer criterios adecuados para determinar los tipos de conflictos de intereses cuya existencia podría perjudicar los intereses de los clientes o posibles clientes de la empresa de inversión.

Sección 2

Disposiciones para garantizar la protección del inversor

Artículo 19

Normas de conducta para la prestación de servicios de inversión a clientes

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

2. Toda la información, incluidas las comunicaciones publicitarias, dirigidas por la empresa de inversión a los clientes o posibles clientes serán imparciales, claras y no engañosas. Las comunicaciones publicitarias serán claramente identificables como tales.

3. Se proporcionará a los clientes o posibles clientes de manera comprensible información adecuada sobre:

— la empresa de inversión y sus servicios,

— los instrumentos financieros y las estrategias de inversión propuestas; esta información debería incluir orientaciones y advertencias apropiadas acerca de los riesgos asociados a las inversiones en esos instrumentos o en relación con estrategias de inversión particulares,

— centros de ejecución de órdenes, y

— gastos y costes asociados,

de modo que les permita, en lo posible, comprender la naturaleza y los riesgos del servicio de inversión y del tipo específico de instrumento financiero que se ofrece y, por consiguiente, puedan tomar decisiones sobre la inversión con conocimiento de causa. Esta información podrá facilitarse en un formato normalizado.

4. Al prestar asesoramiento en materia de inversiones o realizar gestión de carteras, la empresa de inversión obtendrá la información necesaria sobre los conocimientos y experiencia en el ámbito de inversión correspondiente al tipo concreto de producto o servicio, la situación financiera y los objetivos de inversión del cliente o posible cliente, con el fin de que

la empresa pueda recomendarle los servicios de inversión e instrumentos financieros que más le convengan.

5. Los Estados miembros se asegurarán de que las empresas de inversión, cuando presten servicios de inversión distintos de los contemplados en el apartado 4, pidan al cliente o posible cliente que facilite información sobre sus conocimientos y experiencia en el ámbito de inversión correspondiente al tipo concreto de producto o servicio ofrecido o solicitado, de modo que la empresa de inversión pueda evaluar si el servicio o producto de inversión previsto es adecuado para el cliente.

En caso de que la empresa de inversión, basándose en la información recibida en virtud del apartado anterior, considere que el producto o servicio no es adecuado para el cliente o posible cliente, deberá advertirle de su opinión. Esta advertencia podrá facilitarse en un formato normalizado.

En caso de que el cliente o posible cliente decida no facilitar la información solicitada a la que se refiere el párrafo primero o no facilite información suficiente en relación con sus conocimientos y experiencia, la empresa de inversión advertirá al cliente o posible cliente de que dicha decisión impide a la empresa determinar si el servicio o producto previsto es adecuado para él. Esta advertencia podrá facilitarse en un formato normalizado.

6. Los Estados miembros permitirán que, cuando las empresas de inversión presten servicios de inversión que se limiten exclusivamente a la ejecución o recepción y transmisión de órdenes de clientes, con o sin prestación de servicios auxiliares, dichas empresas presten dichos servicios de inversión a sus clientes sin necesidad de obtener la información o hacer la valoración mencionadas en el apartado 5 cuando se cumplan todas las condiciones siguientes:

— que dichos servicios se refieran a acciones admitidas a cotización en un mercado regulado o en un mercado equivalente de un tercer país, a instrumentos del mercado monetario, obligaciones u otras formas de deuda titulizada (excluidas las obligaciones o los valores de deuda titulizada que incluyan derivados), OICVM y otros instrumentos financieros no complejos. Se considerará que un mercado de un tercer país es equivalente a un mercado regulado si cumple unos requisitos equivalentes a los establecidos en el título III. La Comisión publicará una lista de los mercados que deben considerarse equivalentes. Esta lista se actualizará periódicamente,

— que el servicio se preste a iniciativa del cliente o posible cliente,

— que se haya informado claramente al cliente o posible cliente de que en la prestación de dicho servicio la empresa de inversión no está obligada a evaluar la adecuación del instrumento ofrecido o del servicio prestado y de que, por tanto, el cliente no goza de la correspondiente protección de las normas de conducta pertinentes; esta advertencia podrá facilitarse en un formato normalizado,

— que la empresa de inversión cumpla las obligaciones que le impone el artículo 18.

7. La empresa de inversión creará un registro que incluya el documento o documentos objeto del acuerdo entre la empresa y el cliente que estipulen los derechos y las obligaciones de las partes y las demás condiciones en las que la empresa prestará servicios al cliente. Los derechos y las obligaciones de las partes en el contrato podrán indicarse mediante referencia a otros documentos o textos jurídicos.

8. El cliente deberá recibir de la empresa de inversión informes adecuados sobre el servicio prestado a sus clientes. Dichos informes incluirán, en su caso, los costes de las operaciones y servicios realizados por cuenta del cliente.

9. En caso de que se ofrezca un servicio de inversión como parte de un producto financiero que ya esté sujeto a otras disposiciones de la legislación comunitaria o a normas europeas comunes para entidades de crédito y créditos al consumo relativas a la valoración de riesgos de los clientes o a los requisitos de información, dicho servicio no estará sujeto además a las obligaciones establecidas en el presente artículo.

10. Para asegurar la necesaria protección de los inversores y la aplicación uniforme de los apartados 1 a 8, la Comisión adoptará, de conformidad con el procedimiento mencionado en el apartado 2 del artículo 64, medidas de ejecución que garanticen que las empresas de inversión cumplan los principios en ellos mencionados cuando presten servicios de inversión o auxiliares a sus clientes. Estas medidas de ejecución detalladas tendrán en cuenta:

a) la naturaleza del servicio o servicios ofrecidos o prestados al cliente o posible cliente, teniendo en cuenta el tipo, objeto, magnitud y frecuencia de las operaciones;

b) la naturaleza de los instrumentos financieros que se ofrecen o se prevé ofrecer;

c) el carácter particular o profesional del cliente o posible cliente.

Artículo 20

Prestación de servicios por medio de otra empresa de inversión

Los Estados miembros permitirán que una empresa de inversión que recibe instrucciones para realizar servicios de inversión o servicios auxiliares en nombre de un cliente por mediación de otra empresa de inversión pueda basarse en la información sobre el cliente transmitida por esta última. La empresa de inversión que remita las instrucciones será responsable de que la información transmitida sea completa y exacta.

La empresa de inversión que reciba de este modo las instrucciones para realizar servicios en nombre de un cliente podrá también basarse en recomendaciones proporcionadas al cliente por otra empresa de inversión con respecto al servicio o a la operación en cuestión. La empresa de inversión que remita las instrucciones será responsable de la adecua-

ción para el cliente de las recomendaciones o asesoramiento proporcionado.

La empresa de inversión que reciba instrucciones u órdenes de clientes a través de otra empresa de inversión seguirá siendo responsable de la realización del servicio o la operación, sobre la base de esta información o recomendaciones, de conformidad con las disposiciones pertinentes del presente título.

Artículo 21

Obligación de ejecutar órdenes en las condiciones más ventajosas para el cliente

1. Los Estados miembros exigirán que, al ejecutar órdenes, las empresas de inversión adopten todas las medidas razonables para obtener el mejor resultado posible para sus clientes teniendo en cuenta el precio, los costes, la rapidez, la probabilidad de la ejecución y la liquidación, el volumen, la naturaleza o cualquier otra consideración pertinente para la ejecución de la orden. No obstante, en caso de que haya una instrucción específica del cliente, la empresa de inversión ejecutará la orden siguiendo la instrucción específica.

2. Los Estados miembros exigirán a las empresas de inversión que establezcan y apliquen medidas efectivas para cumplir lo dispuesto en el apartado 1. En particular, los Estados miembros exigirán que las empresas de inversión establezcan y apliquen una política de ejecución de órdenes que les permita obtener para las órdenes de sus clientes el mejor resultado posible de conformidad con el apartado 1.

3. La política de ejecución de órdenes incluirá, con respecto a cada clase de instrumentos, información sobre los distintos centros en que la empresa de inversión ejecute las órdenes de sus clientes y los factores que influyan en la elección del centro de ejecución. Incluirá como mínimo los centros en que la empresa de inversión puede obtener sistemáticamente el mejor resultado posible para la ejecución de las órdenes de los clientes.

Los Estados miembros exigirán a las empresas de inversión que proporcionen a sus clientes información adecuada sobre su política de ejecución de órdenes. Los Estados miembros exigirán que las empresas de inversión obtengan el consentimiento previo de sus clientes respecto de la política de ejecución.

Los Estados miembros exigirán que, en caso de que la política de ejecución de órdenes prevea la posibilidad de que las órdenes de los clientes puedan ejecutarse al margen de un mercado regulado o un SMN, la empresa de inversión informe de esta posibilidad a sus clientes o posibles clientes. Los Estados miembros exigirán que las empresas de inversión obtengan el consentimiento previo y expreso de sus clientes antes de proceder a ejecutar sus órdenes al margen de un mercado regulado o un SMN. Las empresas de inversión podrán obtener dicho consentimiento en forma de acuerdo general o para cada operación.

4. Los Estados miembros exigirán que las empresas de inversión supervisen la efectividad de sus sistemas y de su política de ejecución de órdenes con objeto de detectar y, en su caso, corregir cualquier deficiencia. En particular, comprobarán periódicamente si los centros de ejecución incluidos en la política de ejecución de órdenes proporcionan los mejores resultados posibles para el cliente o si es necesario cambiar sus sistemas de ejecución. Los Estados miembros exigirán a las empresas de inversión que notifiquen a los clientes cualquier cambio importante en sus sistemas o en su política de ejecución de órdenes.

5. Los Estados miembros exigirán que las empresas de inversión puedan demostrar a sus clientes, a petición de éstos, que han ejecutado sus órdenes de conformidad con la política de ejecución de la empresa.

6. Para asegurar la necesaria protección a los inversores, el funcionamiento correcto y ordenado de los mercados y la aplicación uniforme de los apartados 1, 3 y 4, la Comisión adoptará, de conformidad con el procedimiento mencionado en el apartado 2 del artículo 64, medidas de ejecución con respecto a:

a) los criterios para determinar la importancia relativa de los distintos factores que, con arreglo al apartado 1, pueden tenerse en cuenta para determinar el mejor resultado posible teniendo presentes el volumen y el tipo de orden, así como si el cliente es particular o profesional;

b) los factores que puede tener en cuenta una empresa de inversión a la hora de revisar sus sistemas de ejecución y las circunstancias en las cuales podría ser adecuado modificar dichos sistemas, y en particular, los factores para determinar los centros que permiten a las empresas de inversión obtener sistemáticamente el mejor resultado posible para la ejecución de las órdenes de los clientes;

c) la naturaleza y la amplitud de la información que ha de facilitarse a los clientes acerca de sus políticas de ejecución, de conformidad con el apartado 3.

Artículo 22

Normas de gestión de órdenes de clientes

1. Los Estados miembros exigirán que las empresas de inversión autorizadas para ejecutar órdenes por cuenta de clientes dispongan de procedimientos y sistemas que aseguren la ejecución puntual, justa y rápida de esas órdenes, frente a otras órdenes de clientes o a los intereses particulares de la empresa de inversión.

Dichos procedimientos o sistemas permitirán la ejecución de órdenes de clientes, por lo demás equivalentes, con arreglo al momento en que fueron recibidas por la empresa de inversión.

2. Los Estados miembros exigirán que las empresas de inversión adopten medidas para facilitar la ejecución más rápida

da posible de las órdenes de clientes a precio limitado respecto de acciones admitidas a negociación en un mercado regulado que no sean ejecutadas inmediatamente en las condiciones existentes en el mercado, para lo cual las empresas deberán, a menos que el cliente indique otra cosa, hacer pública inmediatamente dicha orden del cliente a precio limitado, de forma que otros participantes del mercado puedan acceder fácilmente a la misma. Los Estados miembros podrán decidir que las empresas de inversión cumplan la presente obligación transmitiendo las órdenes de clientes a precio limitado a un mercado regulado y/o a un SMN. Los Estados miembros dispondrán que las autoridades competentes puedan eximir de la obligación de publicar la información sobre las órdenes a precio limitado cuyo volumen pueda considerarse grande en comparación con el volumen habitual del mercado, conforme a lo establecido en el apartado 2 del artículo 44.

3. Para asegurarse de que las medidas para la protección de los inversores y el funcionamiento correcto y ordenado de los mercados tienen en cuenta los progresos técnicos de los mercados financieros, y para asegurar la aplicación uniforme de los apartados 1 y 2, la Comisión adoptará, de conformidad con el procedimiento mencionado en el apartado 2 del artículo 64, medidas de ejecución que definan:

a) las condiciones y la naturaleza de los procedimientos y sistemas que permitan una ejecución puntual, justa y rápida de las órdenes de los clientes y las situaciones o los tipos de operaciones en las que es razonable que las empresas de inversión puedan apartarse de una pronta ejecución para obtener unas condiciones más favorables para los clientes;

b) los distintos métodos por los que puede considerarse que una empresa de inversión ha cumplido su obligación de revelar al mercado órdenes de clientes a precio limitado no ejecutables inmediatamente.

Artículo 23

Obligaciones de las empresas de inversión que designan agentes vinculados

1. Los Estados miembros podrán decidir permitir que las empresas de inversión designen agentes vinculados con fines de promoción de sus servicios, para captar negocio o recibir órdenes de clientes o posibles clientes y transmitirlos, colocar instrumentos financieros o prestar asesoramiento sobre dichos instrumentos y servicios financieros que la empresa de inversión ofrece.

2. Los Estados miembros exigirán que, cuando una empresa de inversión decida designar un agente vinculado, ésta mantenga la responsabilidad total e incondicional de toda acción u omisión del agente vinculado cuando éste actúe en nombre de la empresa. Los Estados miembros exigirán a las empresas de inversión que se aseguren de que los agentes vinculados informen de la capacidad con que actúan y de la empresa a la que representan cuando se pongan en contacto o antes de negociar con cualquier cliente o posible cliente.

De conformidad con los apartados 6, 7 y 8 del artículo 13, los Estados miembros podrán permitir que los agentes vinculados registrados en sus territorios manejen dinero o instrumentos financieros de clientes en nombre y bajo la entera responsabilidad de la empresa de inversión para la cual operen dentro de sus territorios o, en caso de transacciones transfronterizas, en el territorio de un Estado miembro que permita que un agente vinculado maneje dinero de clientes.

Los Estados miembros exigirán a las empresas de inversión que supervisen las actividades de sus agentes vinculados para asegurarse de que siguen cumpliendo lo dispuesto en la presente Directiva al actuar por medio de agentes vinculados.

3. Los Estados miembros que decidan autorizar a las empresas de inversión a designar agentes vinculados establecerán un registro público. Los agentes vinculados se inscribirán en el registro público del Estado miembro en el que estén establecidos.

Cuando el Estado miembro en el que esté establecido el agente vinculado haya decidido, de conformidad con el apartado 1, no permitir que las empresas de inversión autorizadas por sus autoridades competentes designen agentes vinculados, dichos agentes se registrarán ante la autoridad competente del Estado miembro de origen de la empresa de inversión por cuya cuenta actúe.

Los Estados miembros se asegurarán de que no se inscriba en el registro público a un agente vinculado hasta que se haya comprobado que tiene suficiente honorabilidad y posee los conocimientos generales, comerciales y profesionales apropiados para poder comunicar con precisión al cliente o al posible cliente toda la información pertinente sobre el servicio propuesto.

Los Estados miembros podrán decidir que las empresas de inversión puedan verificar si los agentes vinculados que han designado tienen suficiente honorabilidad y poseen los conocimientos apropiados a que se refiere el párrafo tercero.

El registro se pondrá al día regularmente. Será de acceso público para su consulta.

4. Los Estados miembros exigirán que las empresas de inversión que designen agentes vinculados tomen las medidas adecuadas para evitar cualquier repercusión negativa que las actividades del agente vinculado no reguladas por la presente Directiva pudieran tener en las actividades que el agente vinculado realiza en nombre de la empresa de inversión.

Los Estados miembros podrán autorizar a las autoridades competentes a colaborar con empresas de inversión y entidades de crédito, asociaciones de éstas y otras entidades, en el registro de agentes vinculados y la supervisión del cumplimiento por parte de éstos de las obligaciones a que se refiere el apartado 3. En particular, los agentes vinculados podrán ser registrados por una empresa de inversión, entidad de crédito o asociaciones de éstas y otras entidades bajo la supervisión de la autoridad competente.

5. Los Estados miembros exigirán a las empresas de inversión que designen solamente agentes vinculados inscritos en los registros públicos mencionados en el apartado 3.

6. Los Estados miembros podrán reforzar los requisitos establecidos en el presente artículo o añadir nuevos requisitos con relación a los agentes vinculados registrados bajo su jurisdicción.

Artículo 24

Operaciones ejecutadas con contrapartes elegibles

1. Los Estados miembros se asegurarán de que las empresas de inversión autorizadas a ejecutar órdenes por cuenta de clientes, negociar por cuenta propia o recibir y transmitir órdenes puedan suscitar o realizar operaciones con contrapartes elegibles sin estar obligadas a cumplir las obligaciones previstas en los artículos 19 y 21 y en el apartado 1 del artículo 22 con respecto a esas operaciones o con respecto a los servicios auxiliares directamente relacionados con dichas operaciones.

2. A los efectos del presente artículo, los Estados miembros reconocerán como contrapartes elegibles a las empresas de inversión, entidades de crédito, compañías de seguros, OICVM y sus sociedades de gestión, fondos de pensiones y sus sociedades de gestión, otras entidades financieras autorizadas o reguladas con arreglo a la legislación comunitaria o al Derecho nacional de un Estado miembro, empresas no sujetas a la presente Directiva en virtud de las letras k) y l) del apartado 1 del artículo 2, gobiernos nacionales y sus servicios correspondientes, incluidos los organismos públicos que negocian deuda pública, bancos centrales y organizaciones supranacionales.

La clasificación como contraparte elegible según el párrafo primero se entenderá sin perjuicio del derecho de esas entidades a solicitar, bien de forma general o bien para cada operación, el trato como clientes, en cuyo caso su relación con la empresa de inversión quedará sujeta a las disposiciones de los artículos 19, 21 y 22.

3. Los Estados miembros podrán reconocer asimismo como contrapartes elegibles a otras empresas que cumplan requisitos proporcionados previamente establecidos, incluidos umbrales cuantitativos. En caso de una operación en la que las contrapartes en potencia estén situadas en distintas jurisdicciones, la empresa de inversión respetará el estatuto de la otra empresa, tal como lo determinen la legislación o las medidas del Estado miembro en el que esté establecida esa empresa.

Los Estados miembros garantizarán que las empresas de inversión, cuando realicen operaciones de conformidad con el apartado 1 con estas otras empresas, obtengan de la contraparte en potencia la confirmación expresa de que accede a ser tratada como contraparte elegible. Los Estados miembros permitirán que las empresas de inversión obtengan dicha confirmación en forma de acuerdo general o para cada operación.

4. Los Estados miembros podrán reconocer como contrapartes elegibles a entidades de terceros países equivalentes a las entidades de las categorías mencionadas en el apartado 2.

Los Estados miembros podrán reconocer asimismo como contrapartes elegibles a empresas de terceros países como las mencionadas en el apartado 3, en las mismas condiciones y con arreglo a los mismos requisitos que los establecidos en el apartado 3.

5. Para asegurar la aplicación uniforme de los apartados 2, 3 y 4, habida cuenta de la evolución de las prácticas del mercado, y facilitar el funcionamiento efectivo del mercado único, la Comisión podrá adoptar, de conformidad con el procedimiento mencionado en el apartado 2 del artículo 64, medidas de ejecución que definan:

a) los procedimientos para solicitar el trato como cliente con arreglo al apartado 2;

b) los procedimientos para obtener la confirmación expresa de las contrapartes en potencia con arreglo al apartado 3;

c) los requisitos proporcionados previamente establecidos, incluidos umbrales cuantitativos, que permitan considerar a una empresa como contraparte elegible con arreglo al apartado 3.

Sección 3

Transparencia e integridad del mercado

Artículo 25

Obligación de preservar la integridad del mercado, de declarar las operaciones y de llevar un registro

1. Sin perjuicio del reparto de responsabilidades en la ejecución de las disposiciones de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado) (1), los Estados miembros velarán por el establecimiento de medidas apropiadas que permitan a la autoridad competente supervisar las actividades de las empresas de inversión para asegurarse de que actúan de manera honrada, justa y profesional, fomentando la integridad del mercado.

2. Los Estados miembros exigirán a las empresas de inversión que tengan a disposición de la autoridad competente, por lo menos durante cinco años, los datos pertinentes relativos a todas las operaciones en instrumentos financieros que hayan llevado a cabo, ya sea por cuenta propia o por cuenta de un cliente. En el caso de las operaciones realizadas por cuenta de clientes, los registros deberán contener toda la información y los datos sobre la identidad del cliente y la infor-

(1) DO L 96 de 12.4.2003, p. 16.

mación requerida en virtud de la Directiva 91/308/CEE del Consejo, de 10 de junio de 1991, relativa a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales (1).

3. Los Estados miembros exigirán a las empresas de inversión que ejecutan operaciones en cualquier instrumento financiero admitido a cotización en un mercado regulado que declaren los datos de esas operaciones a la autoridad competente con la mayor brevedad, y a más tardar al finalizar el siguiente día laborable. Esta obligación se aplicará independientemente de que las operaciones se hayan realizado o no en un mercado regulado.

Las autoridades competentes establecerán, de conformidad con el artículo 58, las medidas necesarias para garantizar que la autoridad competente del mercado más importante en términos de liquidez para dichos instrumentos financieros reciba asimismo esa información.

4. Estos informes incluirán, en particular, datos acerca de los nombres y números de los instrumentos comprados o vendidos, la cantidad, las fechas y horas de ejecución y los precios de la operación, así como los medios de identificación de las empresas de inversión de que se trate.

5. Los Estados miembros dispondrán que estos informes destinados a la autoridad competente sean elaborados por la propia empresa de inversión, por un tercero que actúe en su nombre, por un sistema de casamiento de operaciones o de información aprobado por la autoridad competente, o por el mercado regulado o el SMN a través de cuyos sistemas se haya concluido la operación. En caso de que las operaciones sean declaradas directamente a la autoridad competente por un mercado regulado, un SMN o un sistema de casamiento de operaciones o de información aprobado por la autoridad competente, la empresa de inversión podrá ser eximida de la obligación contemplada en el apartado 3.

6. Cuando, de conformidad con el apartado 7 del artículo 32, los informes a los que se refiere el presente artículo sean transmitidos a la autoridad competente del Estado miembro de acogida, ésta transmitirá dicha información a las autoridades competentes del Estado miembro de origen de la empresa de inversión, a no ser que decidan que no desean recibir tal información.

7. Para asegurarse de que las medidas de protección de la integridad del mercado se modifican para tener en cuenta los progresos técnicos de los mercados financieros, y para asegurar la aplicación uniforme de los apartados 1 a 5, la Comisión podrá adoptar, de conformidad con el procedimiento mencionado en el apartado 2 del artículo 64, medidas de ejecución que definan los métodos y disposiciones para informar acerca de las operaciones financieras, la forma y el contenido de estos informes y los criterios para definir un mercado importante de conformidad con el apartado 3.

(1) DO L 166 de 28.6.1981, p. 77. Directiva cuya última modificación la constituye la Directiva 2001/97/CE del Parlamento Europeo y del Consejo (DO L 344 de 28.12.2001, p. 76).

Artículo 26

Supervisión del cumplimiento de las normas de los SMN y de otras obligaciones legales

1. Los Estados miembros exigirán que las empresas de inversión y los gestores del mercado que gestionen un SMN establezcan y mantengan mecanismos y procedimientos eficaces, que correspondan a las necesidades del SMN, para supervisar con regularidad el cumplimiento de sus normas por parte de sus usuarios. Las empresas de inversión y gestores de mercado que gestionen un SMN supervisarán las operaciones realizadas por sus usuarios de acuerdo con sus sistemas, con objeto de detectar infracciones de dichas normas o anomalías en las condiciones de negociación o de actuación que puedan suponer abuso de mercado.

2. Los Estados miembros exigirán que las empresas de inversión y los gestores del mercado que gestionen un SMN señalen a la autoridad competente toda infracción significativa de sus normas o toda anomalía en las condiciones de negociación o de actuación que pueda suponer abuso de mercado. Los Estados miembros también exigirán a las empresas de inversión y a los gestores del mercado que gestionen un SMN que faciliten inmediatamente a la autoridad competente la información pertinente para la investigación y la persecución del abuso de mercado y le presten plena asistencia en la investigación y la persecución del abuso de mercado cometido en o mediante sus sistemas.

Artículo 27

Obligación de las empresas de inversión de hacer públicas las cotizaciones en firme

1. Los Estados miembros exigirán a los internalizadores sistemáticos en acciones que publiquen una cotización en firme con relación a aquellas acciones admitidas a negociación en un mercado regulado para las que sean internalizadores sistemáticos y para las que exista un mercado líquido. Cuando se trate de acciones para las que no exista un mercado líquido, los internalizadores sistemáticos divulgarán las cotizaciones a sus clientes a petición de éstos.

Las disposiciones del presente artículo serán aplicables a los internalizadores sistemáticos que negocien para volúmenes inferiores o iguales al volumen estándar del mercado. Los internalizadores sistemáticos que sólo negocien con volúmenes superiores al volumen estándar del mercado no estarán sujetos a las disposiciones del presente artículo.

Los internalizadores sistemáticos podrán decidir el volumen o los volúmenes en los que quieren cotizar. Para una acción determinada cada cotización incluirá uno o más precios en firme de compra y venta para un volumen o unos volúmenes que podrían ser inferiores o iguales al volumen estándar del mercado para la clase de acciones a la que la acción pertenece. El precio o los precios reflejarán también las condiciones imperantes en el mercado para aquella acción.

Las acciones se agruparán en clases sobre la base del valor medio aritmético de las órdenes ejecutadas en el mercado para aquella acción. El volumen estándar del mercado para cada clase de acciones será un volumen representativo del valor medio aritmético de las órdenes ejecutadas en el mercado para las acciones incluidas en cada clase de acciones.

El mercado para cada acción estará compuesto por todas las órdenes ejecutadas en la Unión Europea con respecto a aquella acción, exceptuando aquellas cuya escala sea de gran magnitud en comparación con el volumen normal de mercado para aquella acción.

2. La autoridad competente del mercado más importante en términos de liquidez, tal como se define en el artículo 25, para cada acción determinará por lo menos una vez al año, sobre la base del valor medio aritmético de las órdenes ejecutadas en el mercado con respecto a aquella acción, la clase de acciones a la que pertenece. Esta información se hará pública a todos los participantes en el mercado.

3. Los internalizadores sistemáticos harán públicas sus cotizaciones de forma regular y continua dentro del horario normal de negociación. Estarán autorizados a actualizar sus cotizaciones en cualquier momento. En condiciones de mercado excepcionales, también podrán retirar sus cotizaciones.

Las cotizaciones se harán públicas de manera fácilmente accesible para otros participantes del mercado, en condiciones comerciales razonables.

Los internalizadores sistemáticos ejecutarán, ateniéndose a las disposiciones establecidas en el artículo 21, las órdenes que reciban de sus clientes minoristas en relación con las acciones para las que son internalizadores sistemáticos a los precios de cotización en el momento de la recepción de la orden.

Los internalizadores sistemáticos ejecutarán las órdenes que reciban de sus clientes profesionales en relación con las acciones para las que son internalizadores sistemáticos a los precios de cotización en el momento de la recepción de la orden. No obstante, podrán ejecutar dichas órdenes a mejor precio en casos justificados, siempre que dicho precio se encuentre dentro de un rango público próximo a las condiciones de mercado y siempre que las órdenes sean de un volumen mayor al volumen habitualmente realizado por un inversor minorista.

Respecto de las operaciones en las que la ejecución de varios valores sea parte de una única operación o en el caso de órdenes sujetas a condiciones distintas del precio actual del mercado, los internalizadores sistemáticos podrán, además, ejecutar órdenes procedentes de sus clientes profesionales a precios distintos de los cotizados sin tener que cumplir las condiciones establecidas en el párrafo cuarto.

Cuando se produzca una situación en la que un internalizador sistemático que cotice una sola cotización, o cuya cotización más elevada sea inferior al volumen estándar del mercado, reciba una orden de un cliente de un volumen superior a su volumen de cotización, pero inferior al volumen estándar

del mercado, podrá decidir ejecutar aquella parte de la orden que exceda de su volumen de cotización, siempre que se ejecute al precio cotizado, excepto en caso de que se permita lo contrario con arreglo a las condiciones establecidas en los dos párrafos anteriores. En los casos en que el internalizador sistemático cotice en diferentes volúmenes y reciba una orden comprendida entre tales volúmenes, que opte por ejecutar, la ejecutará a uno de los precios cotizados con arreglo a las disposiciones del artículo 22, excepto en caso de que se permita lo contrario con arreglo a las condiciones establecidas en los dos párrafos anteriores.

4. Las autoridades competentes controlarán que:

a) la empresa de inversión actualiza regularmente los precios de compra/venta que hace públicos de conformidad con el apartado 1 y mantiene precios que reflejan las condiciones imperantes en el mercado;

b) la empresa de inversión cumple las condiciones de mejora de precios establecidas en el cuarto párrafo del apartado 3.

5. Los internalizadores sistemáticos podrán decidir, basándose en su política comercial y de forma objetiva y no discriminatoria, los inversores a quienes dan acceso a sus cotizaciones. A tal efecto, dispondrán de normas claras que regulen el acceso a sus cotizaciones. Los internalizadores sistemáticos podrán suspender o negarse a entablar relaciones comerciales con inversores basándose en consideraciones comerciales tales como la situación financiera del inversor, el riesgo de la contraparte y la liquidación final de la operación.

6. Para limitar el riesgo de quedar expuestos a operaciones múltiples de un mismo cliente, los internalizadores sistemáticos podrán limitar de forma no discriminatoria el número de operaciones del mismo cliente que se comprometen a realizar en las condiciones hechas públicas. También podrán limitar, de forma no discriminatoria y de conformidad con las disposiciones del artículo 22, el número total de operaciones de distintos clientes al mismo tiempo, siempre que ello sólo esté permitido cuando el número o el volumen de órdenes que pretenden realizar los clientes exceda considerablemente de lo normal.

7. Para asegurar la aplicación uniforme de los apartados 1 a 6, contribuyendo a la valoración eficaz de las acciones y maximizando la posibilidad de que las empresas de inversión obtengan el mejor resultado para sus clientes, la Comisión adoptará, de conformidad con el procedimiento mencionado en el apartado 2 del artículo 64, medidas de ejecución que:

a) especifiquen los criterios para la aplicación de los apartados 1 y 2;

b) especifiquen los criterios que determinen cuándo se publica una cotización de un modo regular y constante y es fácilmente accesible, así como los medios a través de los cuales las empresas de inversión podrán cumplir su obligación de publicar sus cotizaciones, que incluirán las siguientes posibilidades:

i) a través de los sistemas de cualquier mercado regulado que haya admitido a cotización el instrumento en cuestión,

ii) a través de un tercero,

iii) por medios privados;

c) especifiquen los criterios generales para determinar las transacciones en las que la ejecución en diversos valores es parte de una transacción o las órdenes que están sujetas a condiciones distintas de los precios actuales del mercado;

d) especifiquen los criterios generales para determinar lo que puede considerarse que son circunstancias excepcionales del mercado que permiten retirar las cotizaciones, así como las condiciones para actualizar las cotizaciones;

e) especifiquen los criterios para determinar cuál es el volumen habitualmente realizado por un inversor particular.

f) especifiquen los criterios para determinar lo que constituye exceder considerablemente de lo normal, tal como se establece en el apartado 6;

g) especifiquen los criterios para determinar cuándo un precio se encuentra dentro de un rango público próximo a las condiciones de mercado.

Artículo 28

Transparencia post-negociación de las empresas de inversión

1. Los Estados miembros exigirán como mínimo que las empresas de inversión que, bien por cuenta propia o bien por cuenta de sus clientes, efectúen operaciones en acciones admitidas a cotización en un mercado regulado al margen de un mercado regulado o de un SMN, hagan público el volumen y el precio de esas operaciones y la hora en que se hayan concluido. Esta información se hará pública lo más cerca posible al tiempo real, en condiciones comerciales razonables y de manera fácilmente accesible para los demás participantes en el mercado.

2. Los Estados miembros exigirán que la información que se haga pública de conformidad con el apartado 1 y los plazos en que se divulgue cumplan los requisitos adoptados en virtud del artículo 45. Cuando las medidas adoptadas en virtud del artículo 45 prevean aplazar la información para ciertas categorías de operaciones en acciones, esta posibilidad se aplicará *mutatis mutandis* a esas mismas operaciones cuando sean realizadas al margen de los mercados regulados o de los SMN.

3. Para asegurar el funcionamiento transparente y ordenado de los mercados y la aplicación uniforme del apartado 1, la Comisión adoptará, de conformidad con el procedimiento mencionado en el apartado 2 del artículo 64, medidas de ejecución que:

a) especifiquen los medios a través de los cuales las empresas de inversión podrán cumplir sus obligaciones en virtud del apartado 1, que incluirán las siguientes posibilidades:

i) a través de los sistemas de cualquier mercado regulado que haya admitido a cotización el instrumento en cuestión o a través de los sistemas de un SMN en el que se negocie la acción en cuestión,

ii) a través de un tercero,

iii) por medios privados;

b) aclaren la aplicación de la obligación establecida en el apartado 1 a las operaciones en las que intervenga el uso de acciones a efectos de garantía, préstamo u otros fines, cuando el intercambio de acciones está determinado por factores ajenos al precio actual de la acción en el mercado.

Artículo 29

Requisitos de transparencia pre-negociación para los SMN

1. Los Estados miembros exigirán como mínimo que las empresas de inversión y los gestores del mercado que gestionen un SMN hagan públicos los precios actuales de compra y venta y la profundidad de las posiciones de negociación a dichos precios que se difundan a través de sus sistemas por lo que respecta a las acciones admitidas a cotización en un mercado regulado. Los Estados miembros dispondrán que esta información se haga pública en condiciones comerciales razonables y de forma continua dentro del horario normal de negociación.

2. Los Estados miembros establecerán que las autoridades competentes puedan eximir a las empresas de inversión o gestores del mercado que gestionen un SMN de la obligación de publicar la información mencionada en el apartado 1 en función del modelo de mercado o del tipo y volumen de las órdenes en los casos establecidos en virtud del apartado 3. En particular, las autoridades competentes podrán no imponer dicha obligación en el caso de operaciones de gran volumen en comparación con el volumen de mercado habitual para esas acciones o para ese tipo de acciones.

3. Con el fin de garantizar la aplicación uniforme de los apartados 1 y 2, la Comisión adoptará, de conformidad con el procedimiento contemplado en el apartado 2 del artículo 64, medidas de ejecución relativas:

a) al rango de precios de oferta y demanda o a las cotizaciones de los creadores de mercado designados, así como a la profundidad de las posiciones de negociación a esos precios, que deberán hacerse públicos;

b) al volumen o tipo de órdenes que pueden estar exentas de la información pre-negociación de conformidad con el apartado 2;

c) al modelo de mercado que pueda estar exento de la información pre-negociación de conformidad con el apartado 2 y, en concreto, la aplicabilidad de la obligación a los métodos de negociación gestionados por un SMN que ejecutan operaciones con arreglo a sus normas mediante referencia a precios establecidos al margen de los sistemas del SMN o mediante subasta periódica.

Salvo que la naturaleza específica del SMN justifique otra cosa, el contenido de las medidas de ejecución será igual al de las medidas de ejecución previstas en el artículo 44 para los mercados regulados.

Artículo 30

Obligaciones de transparencia post-negociación para los SMN

1. Los Estados miembros exigirán como mínimo que, por lo que se refiere a acciones admitidas a cotización en un mercado regulado, las empresas de inversión y los gestores del mercado que gestionen un SMN hagan público el precio, el volumen y la hora de las operaciones realizadas de acuerdo con sus sistemas. Exigirán también que los datos de esas operaciones se hagan públicos en condiciones comerciales razonables y lo más cerca posible al tiempo real. Este requisito no se aplicará a los datos de las negociaciones realizadas en un SMN que se hagan públicos de acuerdo con los sistemas de un mercado regulado.

2. Los Estados miembros dispondrán que la autoridad competente pueda autorizar a las empresas de inversión o los gestores de mercado que gestionen un SMN a aplazar la publicación de los datos de las operaciones en función de su tipo o volumen. En especial, las autoridades competentes podrán autorizar el aplazamiento de la publicación en el caso de operaciones de gran volumen en comparación con el volumen de mercado habitual para esas acciones o para ese tipo de acciones. Los Estados miembros exigirán que los SMN obtengan de la autoridad competente la aprobación previa de los métodos propuestos de información aplazada, y que dichos métodos se revelen con claridad a los participantes del mercado y a los inversores.

3. Para velar por el funcionamiento eficiente y ordenado de los mercados financieros y asegurar la aplicación uniforme de los apartados 1 y 2, la Comisión, de conformidad con el procedimiento mencionado en el apartado 2 del artículo 64, adoptará medidas de ejecución con respecto a lo siguiente:

a) el alcance y el contenido de la información que debe ponerse a disposición del público;

b) las condiciones en las que las empresas de inversión o los gestores de mercado que gestionen un SMN pueden prever el aplazamiento de la publicación de operaciones y los criterios que se han de aplicar para decidir en qué operaciones se permite la publicación aplazada, debido al volumen de las mismas o al tipo de acciones de que se trata.

Salvo que la naturaleza específica del SMN justifique otra cosa, el contenido de las medidas de ejecución será igual al de las medidas de ejecución previstas en el artículo 45 para los mercados regulados.

CAPÍTULO III

DERECHOS DE LAS EMPRESAS DE INVERSIÓN

Artículo 31

Libre prestación de servicios y actividades de inversión

1. Los Estados miembros se asegurarán de que toda empresa de inversión autorizada y supervisada por la autoridad competente de otro Estado miembro de conformidad con la presente Directiva y, por lo que respecta a las entidades de crédito, de conformidad con la Directiva 2000/12/CE, pueda llevar a cabo libremente en sus territorios servicios o actividades de inversión, así como servicios auxiliares, siempre que dichos servicios y actividades estén cubiertos por la autorización. Sólo podrán prestarse servicios auxiliares junto con un servicio o actividad de inversión.

Los Estados miembros no impondrán ningún requisito adicional a estas empresas de inversión o entidades de crédito con respecto a las materias reguladas por la presente Directiva.

2. Toda empresa de inversión que desee prestar servicios o realizar actividades por primera vez en el territorio de otro Estado miembro, o que desee modificar la gama de servicios o actividades prestados bajo ese régimen, deberá comunicar a la autoridad competente de su Estado miembro de origen la siguiente información:

a) el Estado miembro en el que tenga previsto operar;

b) un programa de actividades en que se especifiquen, entre otras cosas, las actividades o servicios de inversión, así como los servicios auxiliares que se propone llevar a cabo y la indicación de si se prevé utilizar agentes vinculados en el territorio de los Estados miembros en los que piensa prestar servicios.

Cuando la empresa de inversión tenga la intención de utilizar agentes vinculados, la autoridad competente del Estado miembro de origen de la empresa de inversión comunicará, a petición de la autoridad competente del Estado miembro de acogida y en un plazo de tiempo razonable, la identidad de los agentes vinculados que la empresa de inversión tenga intención de utilizar en dicho Estado miembro. El Estado miembro de acogida podrá hacer pública dicha información.

3. En el plazo de un mes a partir de la recepción de la información, la autoridad competente del Estado miembro de origen la remitirá a la autoridad competente del Estado miembro de acogida que haya sido designada como punto de contacto de conformidad con el apartado 1 del artículo 56. Seguidamente, la empresa de inversión podrá empezar a prestar el

servicio o servicios de inversión de que se trate en el Estado miembro de acogida.

4. En caso de modificación de alguno de los datos comunicados de conformidad con el apartado 2, la empresa de inversión informará por escrito de dicho cambio a la autoridad competente del Estado miembro de origen al menos un mes antes de aplicar la modificación. La autoridad competente del Estado miembro de origen informará también sobre la modificación a la autoridad competente del Estado miembro de acogida.

5. Sin otro requisito legal o administrativo, los Estados miembros permitirán que las empresas de inversión y los gestores del mercado que gestionen SMN de otros Estados miembros establezcan en su territorio mecanismos apropiados para facilitar el acceso y la utilización a distancia de sus sistemas a usuarios o participantes establecidos en su territorio.

6. La empresa de inversión o el gestor del mercado que gestione un SMN comunicará a la autoridad competente de su Estado miembro de origen el Estado miembro en el que tenga previsto establecer dichos mecanismos. La autoridad competente del Estado miembro de origen del SMN comunicará esta información, en el plazo de un mes, al Estado miembro en el que el SMN prevea establecer tales mecanismos.

La autoridad competente del Estado miembro de origen del SMN comunicará, previa petición de la autoridad competente del Estado miembro de acogida del SMN y en un plazo razonable, la identidad de los miembros o participantes del SMN establecido en dicho Estado miembro.

Artículo 32

Establecimiento de una sucursal

1. Los Estados miembros se asegurarán de que puedan prestarse servicios o realizarse actividades de inversión y prestarse servicios auxiliares en su territorio de conformidad con la presente Directiva y con la Directiva 2000/12/CE mediante el establecimiento de una sucursal, a condición de que dichos servicios y actividades estén cubiertos por la autorización concedida a esa empresa de inversión o entidad de crédito en su Estado miembro de origen. Sólo se podrán prestar servicios auxiliares junto con un servicio o actividad de inversión.

Los Estados miembros no impondrán requisito adicional alguno, salvo los autorizados por el apartado 7, a la organización y el funcionamiento de la sucursal en relación con las cuestiones reguladas por la presente Directiva.

2. Los Estados miembros exigirán a toda empresa de inversión que desee establecer una sucursal en el territorio de otro Estado miembro que facilite previamente a la autoridad competente de su Estado miembro de origen la siguiente información:

a) los Estados miembros en cuyo territorio se propone establecer una sucursal;

b) un programa de actividades en que se especifiquen, entre otras cosas, las actividades o servicios de inversión, así como los servicios auxiliares que se propone llevar a cabo y la estructura organizativa de la sucursal, y la indicación de si ésta prevé utilizar agentes vinculados;

c) la dirección en el Estado miembro de acogida donde puede obtenerse documentación;

d) nombre de los directivos responsables de la gestión de la sucursal.

Cuando una empresa de inversión recurra a un agente vinculado establecido en un Estado miembro fuera de su Estado miembro de origen, dicho agente vinculado se asimilará a la sucursal y estará sujeto a lo dispuesto en la presente Directiva en relación con las sucursales.

3. A menos que tenga razones para dudar de la idoneidad de la estructura administrativa o de la situación financiera de la empresa de inversión, habida cuenta de las actividades que ésta se propone ejercer, la autoridad competente del Estado miembro de origen transmitirá a la autoridad competente del Estado miembro de acogida que haya sido designada como punto de contacto de conformidad con el apartado 1 del artículo 56 toda la información en el plazo de tres meses a partir de su recepción, e informará debidamente de ello a la empresa de inversión.

4. Además de la información mencionada en el apartado 2, la autoridad competente del Estado miembro de origen comunicará a la autoridad competente del Estado miembro de acogida los datos del sistema de indemnización acreditado al que esté afiliada la empresa de inversión, de conformidad con la Directiva 97/9/CE. En caso de modificación de esta información, la autoridad competente del Estado miembro de origen informará debidamente a la autoridad competente del Estado miembro de acogida.

5. En el caso de que se niegue a transmitir la citada información a la autoridad competente del Estado miembro de acogida, la autoridad competente del Estado miembro de origen indicará las razones de su negativa a la empresa de inversión de que se trate, dentro de los tres meses siguientes a la recepción de la información.

6. Cuando se haya recibido la comunicación de la autoridad competente del Estado miembro de acogida, o en ausencia de ésta en un plazo de dos meses a partir de la fecha de la comunicación de la autoridad competente del Estado miembro de origen, la sucursal podrá establecerse e iniciar sus actividades.

7. La autoridad competente del Estado miembro en el que esté establecida la sucursal asumirá la responsabilidad de asegurarse de que los servicios prestados por la sucursal en su territorio cumplan las obligaciones establecidas en los artículos 19, 21, 22, 25, 27 y 28, así como en las medidas adoptadas de conformidad con los mismos.

La autoridad competente del Estado miembro en el que esté establecida la sucursal tendrá derecho a examinar las

disposiciones adoptadas por la sucursal y a pedir las modificaciones estrictamente necesarias para que dicha autoridad pueda imponer el cumplimiento de las obligaciones establecidas en los artículos 19, 21, 22, 25, 27 y 28, así como en las medidas adoptadas de conformidad con los mismos respecto a los servicios o actividades prestados por la sucursal en su territorio.

8. Los Estados miembros dispondrán que, cuando una empresa de inversión autorizada en otro Estado miembro haya establecido una sucursal en su territorio, la autoridad competente del Estado miembro de origen de esa empresa de inversión pueda, en el ejercicio de sus responsabilidades y tras informar a la autoridad competente del Estado miembro de acogida, realizar inspecciones in situ de esa sucursal.

9. En caso de modificación de alguno de los datos comunicados de conformidad con el apartado 2, la empresa de inversión informará de ello por escrito a la autoridad competente de su Estado miembro de origen al menos un mes antes de aplicar la modificación. La autoridad competente del Estado miembro de origen también informará sobre tal modificación a la autoridad competente del Estado miembro de acogida.

Artículo 33

Acceso a los mercados regulados

1. Los Estados miembros exigirán que las empresas de inversión de otros Estados miembros que estén autorizadas a ejecutar órdenes de clientes o a negociar por cuenta propia tengan derecho a convertirse en miembros de los mercados regulados establecidos en su territorio o tengan acceso a ellos mediante alguno de los siguientes mecanismos:

a) directamente, estableciendo sucursales en los Estados miembros de acogida;

b) haciéndose miembros remotos o teniendo acceso a distancia al mercado regulado, sin tener que estar establecidas en el Estado miembro de origen de ese mercado regulado, cuando los procedimientos de negociación y los sistemas del mercado en cuestión no requieran una presencia física para la realización de operaciones.

2. Los Estados miembros no impondrán a las empresas de inversión que ejercen el derecho otorgado por el apartado 1 ningún requisito legal o administrativo adicional, con respecto a los puntos cubiertos por la presente Directiva.

Artículo 34

Acceso a los sistemas de contrapartida central, compensación y liquidación y derecho a designar un sistema de liquidación

1. Los Estados miembros exigirán que las empresas de inversión de otros Estados miembros tengan derecho a acce-

der a los sistemas de contrapartida central, compensación y liquidación existentes en su territorio con el fin de liquidar o concertar la liquidación de operaciones en instrumentos financieros.

Los Estados miembros exigirán que el acceso de dichas empresas de inversión a estos sistemas esté sujeto a los mismos criterios objetivos, transparentes y no discriminatorios que se aplican a los participantes locales. Los Estados miembros no restringirán el uso de estos mecanismos a la compensación y liquidación de las operaciones en instrumentos financieros realizadas en un mercado regulado o en un SMN de su territorio.

2. Los Estados miembros exigirán que los mercados regulados de su territorio ofrezcan a todos sus miembros o participantes el derecho a designar el sistema de liquidación de las operaciones en instrumentos financieros realizadas en ese mercado regulado, siempre que:

a) se establezcan entre el sistema designado de liquidación y cualquier otro sistema o infraestructura los vínculos y mecanismos que sean necesarios para asegurar la liquidación eficaz y económica de la operación en cuestión; y que

b) la autoridad competente responsable de la supervisión del mercado regulado reconozca que las condiciones técnicas para la liquidación de operaciones realizadas en ese mercado regulado a través de un sistema de liquidación distinto del designado por el mercado regulado permiten el funcionamiento armónico y ordenado de los mercados financieros.

Esta evaluación por parte de la autoridad competente del mercado regulado se entenderá sin perjuicio de las competencias de los bancos centrales nacionales en su calidad de supervisores de los sistemas de liquidación ni de otras autoridades supervisoras de dichos sistemas. Para evitar repeticiones innecesarias de los controles, la autoridad competente tendrá en cuenta la labor de supervisión ya ejercida por dichas entidades.

3. Los derechos de las empresas de inversión concedidos en virtud de los apartados 1 y 2 no afectarán al derecho de los operadores de sistemas de contrapartida central, compensación o liquidación de valores, de negarse a facilitar los servicios solicitados por motivos comerciales legítimos.

Artículo 35

Disposiciones relativas a los acuerdos de contrapartida central y de compensación y liquidación con relación a los SMN

1. Los Estados miembros no impedirán que las empresas de inversión y gestores del mercado que gestionen un SMN suscriban acuerdos adecuados con una contrapartida central, cámara de compensación o sistema de liquidación de otro Estado miembro a efectos de compensación o liquidación de algunas o todas las negociaciones que hayan concluido con participantes del mercado de sus respectivos sistemas.

2. La autoridad competente de las empresas de inversión y gestores del mercado que gestionen un SMN no podrá oponerse a que se recurra a contrapartidas centrales, cámaras de compensación o sistemas de liquidación de otro Estado miembro, salvo que pueda demostrar que su oposición es necesaria para mantener el funcionamiento ordenado de ese SMN y teniendo en cuenta las condiciones de los sistemas de liquidación previstas en el apartado 2 del artículo 34.

Para evitar repeticiones innecesarias de los controles, la autoridad competente tendrá en cuenta la labor de supervisión del sistema de compensación y liquidación ya ejercida por los bancos centrales nacionales en su calidad de supervisores de los sistemas de compensación y liquidación o por otras autoridades supervisoras con competencia sobre tales sistemas.

TÍTULO III

MERCADOS REGULADOS

Artículo 36

Autorización y legislación aplicable

1. Los Estados miembros reservarán la autorización como mercado regulado a los sistemas que cumplan lo dispuesto en el presente título.

La autorización como mercado regulado sólo se concederá cuando la autoridad competente esté convencida de que tanto el gestor del mercado como los sistemas del mercado regulado cumplen como mínimo los requisitos fijados en el presente título.

En caso de que un mercado regulado sea una persona jurídica y esté gestionado u operado por un gestor del mercado distinto del propio mercado regulado, los Estados miembros establecerán el modo en que deben distribuirse entre el mercado regulado y el gestor del mercado las distintas obligaciones impuestas al gestor del mercado en virtud de la presente Directiva.

El gestor del mercado regulado facilitará toda la información necesaria para que la autoridad competente pueda comprobar que el mercado regulado ha adoptado, en el momento de la autorización inicial, todas las medidas necesarias para cumplir sus obligaciones en virtud de las disposiciones del presente título. Dicha información ha de incluir un programa de operaciones que exponga, entre otras cosas, los tipos de actividad previstos y la estructura organizativa del mercado regulado.

2. Los Estados miembros exigirán al gestor del mercado regulado que realice las funciones relacionadas con la organización y el funcionamiento del mercado regulado bajo la supervisión de la autoridad competente. Los Estados miembros se asegurarán de que las autoridades competentes comprueban periódicamente que los mercados regulados cumplen las disposiciones del presente título. Velarán asimismo por que las autoridades competentes verifiquen que los mer-

cados regulados cumplan en todo momento las condiciones de la autorización inicial establecidas en el presente título.

3. Los Estados miembros velarán por que el gestor del mercado sea responsable de asegurar que el mercado regulado que gestiona cumple todos los requisitos que establece el presente título.

Los Estados miembros se asegurarán asimismo de que el gestor del mercado está autorizado para ejercer los derechos que correspondan al mercado regulado que gestiona en virtud de la presente Directiva.

4. Sin perjuicio de las disposiciones pertinentes de la Directiva 2003/6/CE, las negociaciones realizadas en el marco de los sistemas del mercado regulado se registrarán por el derecho público del Estado miembro de origen del mercado regulado.

5. La autoridad competente podrá revocar la autorización concedida a un mercado regulado cuando éste:

a) no haga uso de la autorización en un plazo de 12 meses, renuncie expresamente a la misma o no haya funcionado durante los seis meses anteriores a la revocación, a no ser que en el correspondiente Estado miembro existan disposiciones que establezcan la caducidad de la autorización en dichos supuestos;

b) haya obtenido la autorización valiéndose de declaraciones falsas o de cualquier otro medio irregular;

c) deje de cumplir las condiciones a las que estaba sujeta la concesión de autorización;

d) haya infringido grave y sistemáticamente las disposiciones adoptadas en cumplimiento de la presente Directiva;

e) incurra en alguno de los supuestos en los que la normativa nacional disponga la revocación de la autorización.

Artículo 37

Requisitos para la gestión del mercado regulado

1. Los Estados miembros exigirán que las personas que efectivamente dirigen las actividades y las operaciones del mercado regulado gocen de la honorabilidad y la experiencia suficientes para asegurar la gestión y el funcionamiento adecuado y prudente del mercado regulado. Los Estados miembros exigirán también al gestor del mercado regulado que informe a la autoridad competente de la identidad y de cualquier otro cambio ulterior de las personas que dirigen efectivamente las actividades y operaciones del mercado regulado.

La autoridad competente se negará a aprobar los cambios propuestos cuando existan razones objetivas y demostrables para creer que suponen una amenaza material para la gestión y el funcionamiento adecuado y prudente del mercado regulado.

2. Durante el procedimiento de autorización de un mercado regulado, los Estados miembros velarán por que pueda considerarse que la persona o personas que efectivamente dirigen las actividades y las operaciones de un mercado regulado ya autorizado de conformidad con las condiciones de la presente Directiva reúnen los requisitos establecidos en el apartado 1.

Artículo 38

Requisitos relativos a las personas que ejercen una influencia significativa en la gestión del mercado regulado

1. Los Estados miembros exigirán que las personas que están en posición de ejercer, directa o indirectamente, una influencia significativa en la gestión del mercado regulado sean idóneas.

2. Los Estados miembros exigirán que el gestor del mercado regulado:

a) facilite a la autoridad competente y al público información relativa al accionariado del mercado regulado o al gestor del mercado y, en especial, la identidad y gama de intereses de toda parte que pueda ejercer una influencia significativa sobre la gestión;

b) informe a la autoridad competente y al público de todo cambio de propiedad que suponga cambios en la identidad de las personas que ejercen una influencia significativa en la gestión del mercado regulado.

3. La autoridad competente se negará a aprobar las propuestas de cambio en la identidad de las personas que controlan el mercado regulado o del gestor del mercado si existen razones objetivas y demostrables para creer que ello supondría una amenaza para la gestión adecuada y prudente del mercado regulado.

Artículo 39

Requisitos de organización

Los Estados miembros exigirán que el mercado regulado:

a) adopte medidas para detectar claramente y abordar las posibles consecuencias adversas, para el funcionamiento del mercado regulado o para sus participantes, de cualquier conflicto de intereses entre los intereses del mercado regulado, sus accionistas o su gestor y las exigencias del buen funcionamiento del mercado regulado, en especial cuando esos conflictos de intereses puedan resultar perjudiciales para la realización de las funciones delegadas en el mercado regulado por la autoridad competente;

b) esté adecuadamente equipado para gestionar los riesgos a los que está expuesto, aplicar mecanismos y sistemas que les permitan identificar todos los riesgos significativos que

comprometan su funcionamiento y establecer medidas eficaces para atenuar esos riesgos;

c) adopte mecanismos adecuados para la adecuada gestión de los aspectos técnicos del sistema, incluidos procedimientos de contingencia eficaces para hacer frente a posibles perturbaciones de los sistemas;

d) establezca normas y procedimientos transparentes y no discrecionales que aseguren una negociación justa y ordenada y fijen criterios objetivos para una ejecución eficaz de las órdenes;

e) adopte mecanismos eficaces para facilitar la conclusión eficiente y puntual de las operaciones ejecutadas con arreglo a sus sistemas;

f) disponga, en el momento de su autorización y de manera permanente, de los recursos financieros suficientes para facilitar su funcionamiento ordenado, teniendo en cuenta la naturaleza y el alcance de las operaciones que en él se realizan y el tipo y el grado de riesgo a que se expone.

Artículo 40

Admisión de instrumentos financieros a negociación

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

Estas normas garantizarán que los instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado regulado puedan ser negociados de modo correcto, ordenado y eficiente y, cuando se trate de valores negociables, que sean libremente negociables.

2. En el caso de los derivados, las normas garantizarán, en particular, que la formulación del contrato de derivados permita una correcta formación de precios, así como la existencia de condiciones efectivas de liquidación.

3. Además de las obligaciones previstas en los apartados 1 y 2, los Estados miembros exigirán al mercado regulado que establezca y mantenga mecanismos eficaces para comprobar que los emisores de valores mobiliarios admitidos a negociación en el mercado regulado cumplan sus obligaciones conforme al Derecho comunitario con respecto a la divulgación de información inicial, continua o ad hoc.

Los Estados miembros se asegurarán de que el mercado regulado establezca mecanismos que faciliten a sus miembros o participantes el acceso a la información publicada en virtud del Derecho comunitario.

4. Los Estados miembros se asegurarán de que los mercados regulados hayan establecido los mecanismos necesarios para comprobar periódicamente el cumplimiento de los requisitos de admisión de los instrumentos financieros que admiten a negociación.

5. Un valor mobiliario que haya sido admitido a negociación en un mercado regulado podrá ser admitido posteriormente a negociación en otros mercados regulados, aun sin el consentimiento del emisor y de conformidad con las disposiciones pertinentes de la Directiva 2003/71/CE. El mercado regulado deberá informar al emisor de que sus valores se negocian en ese mercado regulado. El emisor no estará obligado a facilitar directamente la información requerida en el apartado 3 a ningún mercado regulado que haya admitido los valores a negociación sin su consentimiento.

6. Para asegurar la aplicación uniforme de los apartados 1 a 5, la Comisión adoptará, de conformidad con el procedimiento mencionado en el apartado 2 del artículo 64, medidas de ejecución que especifiquen:

a) para las distintas clases de instrumentos, las características que debe tener en cuenta el mercado regulado para determinar si un instrumento se ha emitido de conformidad con las condiciones fijadas en el párrafo segundo del apartado 1, para la admisión a negociación en los distintos segmentos del mercado que gestiona;

b) los mecanismos que debe aplicar el mercado regulado para que se considere que ha cumplido su obligación de comprobar que el emisor de un valor mobiliario cumple sus obligaciones conforme al Derecho comunitario con respecto a la divulgación de información inicial, continua o ad hoc.

c) los mecanismos que el mercado regulado debe implantar de conformidad con el apartado 3 para facilitar a sus miembros o participantes el acceso a la información publicada con arreglo a lo establecido en el Derecho comunitario.

Artículo 41

Suspensión y exclusión de instrumentos de la negociación

1. Sin perjuicio del derecho de la autoridad competente de exigir la suspensión o exclusión de la negociación de un instrumento, establecido en las letras j) y k) del apartado 2 del artículo 50, el gestor del mercado regulado podrá suspender o excluir de la negociación a todo instrumento financiero que deje de cumplir las normas del mercado regulado, salvo en caso de que tal decisión pudiera causar perjuicio grave a los intereses de los inversores o al funcionamiento ordenado del mercado.

Aun cuando existe la posibilidad de que los gestores de los mercados regulados informen directamente a los gestores de otros mercados regulados, los Estados miembros exigirán que el gestor de un mercado regulado que suspenda o excluya la negociación de un instrumento financiero haga pública esa decisión y comunique la información pertinente a la autoridad competente. La autoridad competente informará debidamente de ello a las autoridades competentes de los demás Estados miembros.

2. La autoridad competente que exija la suspensión o exclusión de un instrumento financiero de la negociación en uno o más mercados regulados deberá hacer pública su deci-

sión inmediatamente e informar debidamente de ello a las autoridades competentes de los demás Estados miembros. Las autoridades competentes de los demás Estados miembros exigirán la suspensión o exclusión de dicho instrumento financiero de la negociación en los mercados regulados y SMN que operen bajo su autoridad, salvo que ello pudiera causar perjuicio grave a los intereses de los inversores o al funcionamiento ordenado del mercado.

Artículo 42

Acceso al mercado regulado

1. Los Estados miembros exigirán que el mercado regulado establezca y mantenga normas transparentes y no discriminatorias, basadas en criterios objetivos, que regulen el acceso de sus participantes o la adhesión de sus miembros.

2. Estas normas deberán especificar todas las obligaciones de los miembros o participantes derivadas de:

a) la constitución y la administración del mercado regulado;

b) las disposiciones relativas a las operaciones que se realizan en el mercado;

c) las normas profesionales impuestas al personal de las empresas de inversión o entidades de crédito que operan en el mercado;

d) las condiciones establecidas, con arreglo al apartado 3, para los miembros o participantes distintos de las empresas de inversión y las entidades de crédito;

e) las normas y procedimientos para la compensación y liquidación de las operaciones realizadas en el mercado regulado.

3. Los mercados regulados podrán admitir como miembros o participantes a empresas de inversión, entidades de crédito autorizadas en virtud de la Directiva 2000/12/CE y a otras personas que:

a) sean idóneas;

b) posean un nivel suficiente de aptitud y competencia en materia de negociación;

c) tengan establecidas, en su caso, medidas de organización adecuadas;

d) dispongan de recursos suficientes para la función que han de cumplir, teniendo en cuenta los diversos mecanismos financieros que el mercado regulado puede haber establecido para garantizar la correcta liquidación de las operaciones.

4. Los Estados miembros se asegurarán de que, con respecto a las operaciones concluidas en un mercado regulado, los miembros y participantes no estén obligados a imponerse mutuamente las obligaciones establecidas en los artículos 19, 21 y 22 de la presente Directiva. No obstante, los miembros o participantes del mercado regulado se atenderán a las obligaciones contempladas en los artículos 19, 21 y 22 en rela-

ción con sus clientes cuando, actuando por cuenta de sus clientes, ejecuten sus órdenes en un mercado regulado.

5. Los Estados miembros se asegurarán de que las normas que rigen el acceso o la adhesión al mercado regulado permitan la participación directa o remota de las empresas de inversión y las entidades de crédito.

6. Los Estados miembros, sin otros requisitos legales o administrativos, permitirán que los mercados regulados de otros Estados miembros establezcan en su territorio los mecanismos apropiados para facilitar el acceso y la negociación remota en esos mercados regulados a miembros o participantes establecidos en su territorio.

El mercado regulado deberá comunicar a la autoridad competente de su Estado miembro de origen el Estado miembro en el que tenga previsto establecer dichos mecanismos. La autoridad competente del Estado miembro de origen comunicará esta información, en el plazo de un mes, al Estado miembro en el que el mercado regulado tenga previsto establecer dichos mecanismos.

La autoridad competente del Estado miembro de origen del mercado regulado comunicará, a petición de la autoridad competente del Estado miembro de acogida y en un plazo de tiempo razonable, la identidad de los miembros o participantes del mercado regulado establecido en dicho Estado miembro.

7. Los Estados miembros exigirán al gestor del mercado regulado que comunique periódicamente a la autoridad competente del mercado regulado la lista de los miembros y participantes del mismo.

Artículo 43

Supervisión del cumplimiento de las normas del mercado regulado y de otras obligaciones legales

1. Los Estados miembros exigirán a los mercados regulados que establezcan y mantengan mecanismos y procedimientos eficaces para supervisar con regularidad el cumplimiento de sus normas por parte de sus miembros o participantes. Los mercados regulados supervisarán las operaciones realizadas por sus miembros o participantes de acuerdo con sus sistemas, con objeto de detectar infracciones de dichas normas o anomalías en las condiciones de negociación o de actuación que puedan suponer abuso de mercado.

2. Los Estados miembros exigirán que los gestores de los mercados regulados señalen a la autoridad competente del mercado regulado toda infracción significativa de sus normas y toda anomalía en las condiciones de negociación o de actuación que pueda suponer abuso de mercado. Los Estados miembros también exigirán al gestor del mercado regulado que facilite de inmediato la información pertinente a la autoridad competente para la investigación y persecución del abuso de mercado cometido en el mercado regulado y le preste plena asistencia en la investigación y la persecución del abuso de mercado cometido en o mediante los sistemas del mercado regulado.

Artículo 44

Requisitos de transparencia pre-negociación aplicables a los mercados regulados

1. Los Estados miembros exigirán, como mínimo, a los mercados regulados que, por lo que se refiere a las acciones admitidas a negociación, hagan públicos los precios corrientes de compra y venta y la profundidad de las posiciones de negociación a esos precios que se difundan a través de sus sistemas. Dispondrán asimismo que esta información se ponga a disposición del público en condiciones comerciales razonables y de forma continua en el horario normal de negociación.

Los mercados regulados podrán permitir a las empresas de inversión que estén obligadas a publicar sus cotizaciones de acciones con arreglo al artículo 27 acceder, en condiciones comerciales razonables y de forma no discriminatoria, a los sistemas que emplean para publicar la información a que se refiere el párrafo primero.

2. Los Estados miembros establecerán que las autoridades competentes puedan eximir a los mercados regulados de la obligación de publicar la información mencionada en el apartado 1 en función del modelo de mercado o del tipo y volumen de las órdenes en los casos establecidos en virtud del apartado 3. En especial, las autoridades competentes podrán suspender dicha obligación en el caso de operaciones de gran volumen en comparación con el volumen de mercado habitual para esas acciones o para ese tipo de acciones.

3. Para asegurar la aplicación uniforme de los apartados 1 y 2, la Comisión adoptará, de conformidad con el procedimiento mencionado en el apartado 2 del artículo 64, medidas de ejecución relativas:

a) al rango de precios de oferta y demanda o a las cotizaciones de los creadores de mercado designados, así como a la profundidad de las posiciones de negociación a esos precios, que deberán hacerse públicos;

b) al volumen o tipo de órdenes que pueden estar exentas de la información pre-negociación, de conformidad con el apartado 2;

c) al modelo de mercado que pueda estar exento de la información pre-negociación, de conformidad con el apartado 2 y, en concreto, la aplicabilidad de la obligación a los métodos de negociación gestionados por mercados regulados que ejecutan operaciones con arreglo a sus normas mediante referencia a precios establecidos al margen del mercado regulado o mediante subasta periódica.

Artículo 45

Requisitos de transparencia post-negociación aplicables a los mercados regulados

1. Los Estados miembros exigirán, como mínimo, a los mercados regulados que, por lo que se refiere a las acciones

admitidas a negociación, hagan público el precio, el volumen y la hora de ejecución de las operaciones realizadas. Dispondrán asimismo que los detalles de esas operaciones se hagan públicos, en condiciones comerciales razonables y, en la medida de lo posible, en tiempo real.

Los mercados regulados podrán permitir a las empresas de inversión que estén obligadas a publicar los detalles de sus operaciones en acciones con arreglo al artículo 28 acceder, en condiciones comerciales razonables y de forma no discriminatoria, a los sistemas que emplean para publicar la información a que se refiere el párrafo primero.

2. Los Estados miembros dispondrán que la autoridad competente pueda autorizar a los mercados regulados a aplazar la publicación de los datos de las operaciones en función de su tipo o volumen. En especial, las autoridades competentes podrán autorizar el aplazamiento de la publicación en el caso de operaciones de gran volumen en comparación con el volumen de mercado habitual para esas acciones o para ese tipo de acciones. Los Estados miembros exigirán que los mercados regulados obtengan de la autoridad competente la aprobación previa de los métodos propuestos de información aplazada, y que dichos métodos se revelen de manera clara a los participantes del mercado y al público inversor.

3. Para velar por el funcionamiento eficiente y ordenado de los mercados financieros y asegurar la aplicación uniforme de los apartados 1 y 2, la Comisión, de conformidad con el procedimiento mencionado en el apartado 2 del artículo 64, adoptará medidas de ejecución con respecto a lo siguiente:

a) el alcance y el contenido de la información que debe ponerse a disposición del público;

b) las condiciones en las que un mercado regulado puede prever el aplazamiento de la publicación de operaciones y los criterios que se han de aplicar para decidir en qué operaciones se permite la publicación aplazada, debido al volumen de las mismas o al tipo de acciones de que se trata.

Artículo 46

Disposiciones relativas a los acuerdos de contrapartida central y de compensación y liquidación

1. Los Estados miembros no impedirán a los mercados regulados suscriban acuerdos apropiados con una contrapartida central o cámara de compensación y un sistema de liquidación de otro Estado miembro para realizar la compensación o liquidación de alguna o de todas las operaciones concluidas por los participantes del mercado con arreglo a sus sistemas.

2. La autoridad competente de un mercado regulado no podrá oponerse a que se recurra a contrapartidas centrales, cámaras de compensación o sistemas de liquidación de otro Estado miembro, salvo que pueda demostrar que su oposición es necesaria para mantener el funcionamiento ordenado de ese mercado regulado y teniendo en cuenta las condicio-

nes de los sistemas de liquidación previstas en el apartado 2 del artículo 34.

Para evitar repeticiones innecesarias de los controles, la autoridad competente tendrá en cuenta la labor de supervisión del sistema de compensación y liquidación ya ejercida por los bancos centrales nacionales en su calidad de supervisores de los sistemas de compensación y liquidación o por otras autoridades supervisoras con competencia sobre tales sistemas.

Artículo 47

Lista de mercados regulados

Cada Estado miembro elaborará una lista de los mercados regulados de los que sea Estado miembro de origen y enviará esa lista a los demás Estados miembros y a la Comisión. De forma análoga deberá comunicarse toda modificación de la citada lista. La Comisión publicará en el *Diario Oficial de la Unión Europea* una lista de todos los mercados regulados, que actualizará al menos una vez al año. Asimismo, la Comisión publicará y actualizará la lista en su sitio Internet cada vez que los Estados miembros notifiquen cambios en sus respectivas listas.

TÍTULO IV

AUTORIDADES COMPETENTES

CAPÍTULO I

DESIGNACIÓN, FACULTADES Y VÍAS DE RECURSO

Artículo 48

Designación de las autoridades competentes

1. Cada Estado miembro designará las autoridades competentes para desempeñar cada una de las funciones previstas en las distintas disposiciones de la presente Directiva. Los Estados miembros deberán comunicar a la Comisión y a las autoridades competentes de los demás Estados miembros la identidad de las autoridades competentes responsables de la ejecución de cada una de esas funciones y cualquier división de estas últimas.

2. Las autoridades competentes mencionadas en el apartado 1 deberán ser autoridades públicas, sin perjuicio de que puedan delegar tareas en otras entidades cuando ello esté expresamente previsto en el apartado 5 del artículo 5, el apartado 3 del artículo 16, el apartado 2 del artículo 17 y el apartado 4 del artículo 23.

Ninguna delegación de funciones en entidades distintas de las autoridades contempladas en el apartado 1 podrá implicar ni el ejercicio de la autoridad pública ni el uso de poderes discrecionales de valoración. Los Estados miembros exigirán que, antes de proceder a la delegación, las autoridades com-

petentes tomen todas las medidas razonables para asegurarse de que la entidad en la que se delegan las tareas posee la capacidad y los recursos suficientes para asumir efectivamente todas las funciones y de que la delegación sólo tenga lugar cuando se haya establecido un marco claramente definido y documentado para el ejercicio de la función delegada que establezca las funciones que han de desempeñarse y sus condiciones de ejercicio. Dichas condiciones incluirán una cláusula por la que se obligue a la entidad de que se trate a actuar y organizarse de forma que se eviten los conflictos de intereses y que no use la información obtenida en el desempeño de las tareas delegadas con fines ilegítimos o para falsear la competencia. En todo caso, la responsabilidad última de controlar el cumplimiento de la presente Directiva y sus medidas de ejecución recaerá en la autoridad competente o en las autoridades designadas de conformidad con el apartado 1.

Los Estados miembros informarán a la Comisión y a las autoridades competentes de otros Estados miembros acerca de todo acuerdo relativo a la delegación de tareas y de las condiciones exactas por las que se rige la delegación.

3. La Comisión publicará en el *Diario Oficial de la Unión Europea*, al menos una vez al año, una lista de las autoridades competentes a que se refieren los apartados 1 y 2, que mantendrá permanentemente actualizada en su sitio Internet.

Artículo 49

Cooperación entre autoridades de un mismo Estado miembro

Si un Estado miembro designa más de una autoridad competente para hacer cumplir lo dispuesto en la presente Directiva, sus funciones respectivas deberán estar claramente definidas y dichas autoridades deberán cooperar estrechamente entre sí.

Cada Estado miembro exigirá que también se produzca esa cooperación entre las autoridades competentes a los efectos de la presente Directiva y las autoridades competentes responsables en ese Estado miembro de la supervisión de las entidades de crédito y otras entidades financieras, fondos de pensiones, OICVM, mediadores de seguros y reaseguros y empresas de seguros.

Los Estados miembros exigirán a las autoridades competentes que se intercambien toda información esencial o pertinente para el ejercicio de sus funciones y obligaciones.

Artículo 50

Facultades de que deben disponer las autoridades competentes

1. Las autoridades competentes dispondrán de todas las facultades de supervisión e investigación necesarias para el ejercicio de sus funciones. Dentro de los límites previstos en sus respectivos marcos jurídicos nacionales, ejercerán estas facultades:

- a) directamente, o
- b) en colaboración con otras autoridades, o
- c) bajo su responsabilidad, mediante delegación en otras entidades en que se hayan delegado tareas de conformidad con el apartado 2 del artículo 48; o
- d) mediante solicitud a las autoridades judiciales competentes.

2. Los poderes a que se refiere el apartado 1 se ejercerán de conformidad con la normativa nacional e incluirán al menos el derecho a:

- a) acceder a cualquier documento bajo cualquier forma y recibir una copia del mismo;
- b) requerir información de cualquier persona y, si es necesario, convocar e interrogar a una persona para obtener información;
- c) realizar inspecciones in situ;
- d) exigir los registros telefónicos y de tráfico de datos existentes;
- e) exigir el cese de toda práctica que sea contraria a las disposiciones adoptadas en cumplimiento de la presente Directiva;
- f) exigir el embargo o el secuestro de activos;
- g) exigir la prohibición temporal para ejercer actividad profesional;
- h) exigir que los auditores de las empresas de inversión y los mercados regulados autorizados faciliten información;
- i) adoptar cualquier tipo de medida para asegurarse de que las empresas de inversión y los mercados regulados sigan cumpliendo los requisitos legales;
- j) exigir que se suspenda la negociación de un instrumento financiero;
- k) exigir que se excluya de la negociación un instrumento financiero, ya sea en un mercado regulado o en otros sistemas de negociación;
- l) remitir asuntos para su procesamiento penal;
- m) autorizar a auditores o expertos a llevar a cabo verificaciones o investigaciones.

Artículo 51

Sanciones administrativas

1. Sin perjuicio de los procedimientos para la revocación de la autorización ni del derecho de los Estados miembros a imponer sanciones penales, los Estados miembros se asegu-

rarán, de conformidad con su Derecho nacional respectivo, de que es posible adoptar las medidas administrativas apropiadas o imponer sanciones administrativas a los responsables en caso de incumplimiento de las disposiciones adoptadas en aplicación de la presente Directiva. Los Estados miembros se asegurarán de que estas medidas sean eficaces, proporcionadas y disuasorias.

2. Los Estados miembros determinarán las sanciones aplicables en caso de falta de cooperación en una investigación prevista en el artículo 50.

3. Los Estados miembros autorizarán a la autoridad competente a hacer públicas cualquier medida o sanción que vaya a imponerse por incumplimiento de las disposiciones adoptadas en aplicación de la presente Directiva, a menos que dicha divulgación pudiera poner en grave riesgo los mercados financieros o causar un perjuicio desproporcionado a las partes implicadas.

Artículo 52

Derecho de recurso

1. Los Estados miembros se asegurarán de que toda decisión adoptada en virtud de las disposiciones legislativas, reglamentarias y administrativas adoptadas de conformidad con la presente Directiva esté debidamente motivada y pueda ser objeto de recurso judicial. El derecho a recurrir a los tribunales será igualmente de aplicación cuando, sobre una solicitud de autorización que contenga todos los elementos requeridos, no se haya adoptado ninguna resolución en los seis meses siguientes a su presentación.

2. Los Estados miembros dispondrán que uno o más de los siguientes organismos, según determine su Derecho nacional, puedan, en interés de los consumidores y de conformidad con el Derecho nacional, elevar un asunto ante los organismos jurisdiccionales o los organismos administrativos competentes para garantizar la aplicación de las disposiciones nacionales que desarrollen la presente Directiva:

- a) organismos públicos o sus representantes;
- b) organizaciones de consumidores que tengan un interés legítimo en la protección de los consumidores;
- c) colegios profesionales que tengan un interés legítimo en la defensa de sus miembros.

Artículo 53

Mecanismo extrajudicial para las reclamaciones de los inversores

1. Los Estados miembros fomentarán el establecimiento de procedimientos eficaces y efectivos de reclamación y recurso para la resolución extrajudicial de conflictos de los consumidores en relación con la prestación de servicios de inversión

y servicios auxiliares por empresas de inversión sirviéndose, en su caso, de los organismos existentes.

2. Los Estados miembros se asegurarán de que estos organismos no estén incapacitados por disposiciones legales o reglamentarias para cooperar efectivamente en la resolución de conflictos transfronterizos.

Artículo 54

Secreto profesional

1. Los Estados miembros se asegurarán de que las autoridades competentes, todas aquellas personas que estén o hayan estado al servicio de las autoridades competentes o de las entidades en que se hayan delegado tareas de conformidad con el apartado 2 del artículo 48, así como los auditores y expertos que actúen en nombre de dichas autoridades, estén sujetos al secreto profesional. Ninguna información confidencial que puedan recibir en el ejercicio de sus funciones podrá ser divulgada a persona o autoridad alguna, salvo en forma genérica o colectiva tal que impida la identificación concreta de empresas de inversión, gestores del mercado, mercados regulados o cualquier otra persona, sin perjuicio de los supuestos contemplados por el derecho penal o por las demás disposiciones de la presente Directiva.

2. Cuando una empresa de inversión, un gestor del mercado o un mercado regulado haya sido declarado en quiebra o esté en proceso de liquidación obligatoria, toda aquella información confidencial que no atañe a terceros podrá ser divulgada en el curso de procedimientos civiles o mercantiles si fuera necesario para el desarrollo de los mismos.

3. Sin perjuicio de los supuestos cubiertos por el Derecho penal, las autoridades competentes, organismos o personas físicas o jurídicas distintas de las autoridades competentes que reciban información confidencial con arreglo a la presente Directiva podrán utilizarla exclusivamente en el desempeño de sus obligaciones y en el ejercicio de sus funciones -en el caso de las autoridades competentes- dentro del ámbito de aplicación de la presente Directiva o, en el caso de otras autoridades, organismos o personas físicas o jurídicas, para el fin para el que dicha información se les haya proporcionado o en el marco de procedimientos administrativos o judiciales relacionados específicamente con el ejercicio de dichas funciones. Sin embargo, si la autoridad competente u otra autoridad, organismo o persona que ha comunicado la información consiente en ello, la autoridad que recibe la información podrá utilizarla para otros fines.

4. Toda información confidencial recibida, intercambiada o transmitida en virtud de la presente Directiva estará sujeta al secreto profesional contemplado en el presente artículo. No obstante, el presente artículo no será obstáculo para que las autoridades competentes intercambien o transmitan información confidencial de conformidad con la presente Directiva y con otras directivas aplicables a las empresas de inversión, entidades de crédito, fondos de pensiones, OICVM, mediadores de seguros y reaseguros, empresas de seguros, mercados regulados o ges-

tores del mercado, o que lo hagan con el consentimiento de la autoridad competente u otra autoridad, organismo o persona física o jurídica que haya comunicado la información.

5. El presente artículo no impedirá a las autoridades competentes intercambiar o transmitir, con arreglo a su Derecho interno, información confidencial que no se haya recibido de una autoridad competente de otro Estado miembro.

Artículo 55

Relaciones con los auditores

1. Los Estados miembros dispondrán como mínimo que cualquier persona autorizada en el sentido de la Octava Directiva 84/253/CEE del Consejo, de 10 de abril de 1984, relativa a la autorización de las personas encargadas del control legal de documentos contables (1), que desempeñe en una empresa de inversión la función descrita en el artículo 51 de la Cuarta Directiva 78/660/CEE del Consejo, de 25 de julio de 1978, relativa a las cuentas anuales de determinadas formas de sociedad (2), el artículo 37 de la Directiva 83/349/CEE o el artículo 31 de la Directiva 85/611/CEE o cualquier otra función prescrita por la legislación, tenga el deber de informar puntualmente a las autoridades competentes de cualquier hecho o decisión referente a esa empresa del que haya tenido conocimiento en el ejercicio de sus funciones y que pueda:

a) constituir una infracción grave de las disposiciones legales, reglamentarias o administrativas que fijan las condiciones que rigen la autorización o que rigen específicamente el desarrollo de las actividades de las empresas de inversión;

b) afectar a la continuidad de las actividades de la empresa de inversión;

c) dar lugar a la denegación de la certificación de las cuentas o a la formulación de reservas.

Esa persona tendrá igualmente el deber de informar acerca de todo hecho o decisión de los que haya tenido conocimiento en el ejercicio de una de las funciones descritas en el párrafo primero en una empresa que tenga vínculos estrechos con la empresa de inversión en la que esté desempeñando esa función.

2. La divulgación de buena fe a las autoridades competentes, por personas autorizadas en el sentido de la Directiva 84/253/CEE, de los hechos o decisiones mencionados en el apartado 1 no constituirá una infracción de ninguna restricción contractual o legal a la divulgación de información ni hará incurrir a esas personas en responsabilidad de ninguna clase.

(1) DO L 126 de 12.5.1984, p. 20.

(2) DO L 222 de 14.8.1978, p. 11. Directiva cuya última modificación la constituye la Directiva 2003/51/CE del Parlamento Europeo y del Consejo (DO L 178 de 17.7.2003, p. 16).

CAPÍTULO II

COOPERACIÓN ENTRE LAS AUTORIDADES COMPETENTES DE DISTINTOS ESTADOS MIEMBROS

Artículo 56

Obligación de cooperar

1. Las autoridades competentes de los Estados miembros cooperarán entre sí siempre que sea necesario para llevar a cabo las funciones establecidas en virtud de la presente Directiva, haciendo uso a tal fin de las facultades que les atribuya la presente Directiva o el Derecho nacional.

Las autoridades competentes prestarán ayuda a las autoridades competentes de los demás Estados miembros. En particular, intercambiarán información y colaborarán en actividades de investigación o supervisión.

Con el fin de facilitar y agilizar la cooperación, y de manera especial el intercambio de información, los Estados miembros designarán como punto de contacto, a efectos de la presente Directiva, a una sola autoridad competente. Los Estados miembros comunicarán a la Comisión y a los demás Estados miembros los nombres de las autoridades designadas para recibir las solicitudes de intercambio de información o de cooperación de conformidad con el presente apartado.

2. Cuando, dada la situación de los mercados de valores en el Estado miembro de acogida, las operaciones de un mercado regulado que haya establecido mecanismos en un Estado miembro de acogida hayan cobrado una importancia sustancial para el funcionamiento de los mercados de valores y la protección de los inversores en dicho Estado miembro de acogida, las autoridades competentes de los Estados miembro de origen y de acogida establecerán unos mecanismos de cooperación proporcionados.

3. Los Estados miembros adoptarán las medidas administrativas y de organización necesarias para facilitar la asistencia prevista en el apartado 1.

Las autoridades competentes podrán ejercer sus poderes para fines de cooperación, incluso en casos en que el comportamiento investigado no constituya una infracción de la normativa vigente en ese Estado miembro.

4. Cuando una autoridad competente tuviere motivos fundados para sospechar que entidades no sujetas a su supervisión están realizando o han realizado en el territorio de otro Estado miembro actividades contrarias a las disposiciones de la presente Directiva, lo notificará de manera tan específica como sea posible a la autoridad competente de dicho Estado miembro. La autoridad de este último adoptará las medidas oportunas. Dicha autoridad comunicará a la autoridad competente notificante el resultado de su intervención y, en la medida de lo posible, los avances intermedios significativos. El presente apartado se entiende sin perjuicio de las competencias de la autoridad competente que haya comunicado la información.

5. Para garantizar la aplicación uniforme del apartado 2, la Comisión podrá adoptar, de conformidad con el procedimiento contemplado en el apartado 2 del artículo 64, medidas de ejecución para determinar qué criterios se aplicarán a la hora de decidir si las operaciones de un mercado regulado en un Estado miembro de acogida pueden considerarse de importancia sustancial para el funcionamiento de los mercados de valores y la protección de los inversores en ese Estado miembro de acogida.

Artículo 57

Cooperación en las actividades de supervisión, las verificaciones in situ o las investigaciones

La autoridad competente de un Estado miembro podrá pedir la cooperación de la autoridad competente de otro Estado miembro en una actividad de supervisión, para una verificación in situ o una investigación. Cuando se trate de empresas de inversión que sean miembros remotos de un mercado regulado, la autoridad competente del mercado regulado podrá optar por dirigirse a ellas directamente, en cuyo caso informará debidamente a la autoridad competente del Estado miembro de origen del miembro remoto.

En caso de que una autoridad competente reciba una solicitud relativa a una verificación in situ o a una investigación, dicha autoridad, en el marco de sus competencias:

- a) realizará ella misma la verificación o investigación; o
- b) permitirá que la realicen las autoridades que hayan presentado la solicitud; o
- c) permitirá que la realicen auditores o expertos.

Artículo 58

Intercambio de información

1. Las autoridades competentes de los Estados miembros que hayan sido designadas como puntos de contacto a los efectos de la presente Directiva, con arreglo al apartado 1 del artículo 56, se facilitarán inmediatamente la información requerida con el fin de desempeñar las funciones de las autoridades competentes, designadas de conformidad con el apartado 1 del artículo 48, establecidas en las disposiciones adoptadas de conformidad con la presente Directiva.

Las autoridades competentes que intercambien información con otras autoridades competentes con arreglo a la presente Directiva podrán indicar en el momento de la comunicación si dicha información sólo puede divulgarse si cuenta con su consentimiento expreso, en cuyo caso, la información podrá intercambiarse exclusivamente para los fines que dichas autoridades hayan autorizado.

2. La autoridad competente que haya sido designada como punto de contacto podrá transmitir la información reci-

bida con arreglo al apartado 1 y a los artículos 55 y 63 a las autoridades mencionadas en el artículo 49. No transmitirán dicha información a otros organismos o personas físicas y jurídicas sin el consentimiento expreso de las autoridades competentes que la hayan divulgado y únicamente para los fines para los que dichas autoridades hayan dado su consentimiento, salvo en circunstancias debidamente justificadas. En este último caso, el punto de contacto informará inmediatamente de ello al punto de contacto que envió la información.

3. Las autoridades mencionadas en el artículo 49, así como otros organismos o personas físicas y jurídicas que reciban información confidencial con arreglo al apartado 1 del presente artículo o a los artículos 55 y 63 sólo podrán utilizarla en el ejercicio de sus funciones, en especial:

- a) para verificar el cumplimiento de las condiciones que regulan el acceso a la actividad de las empresas de inversión y facilitar la supervisión, sobre una base individual o consolidada, del ejercicio de dicha actividad, especialmente en lo que respecta a las exigencias de adecuación del capital impuestas por la Directiva 93/6/CEE, a los procedimientos administrativos y contables y a los mecanismos de control interno;
- b) para supervisar el funcionamiento apropiado de los centros de negociación;
- c) para imponer sanciones;
- d) en caso de recurso administrativo contra decisiones de las autoridades competentes;
- e) en procedimientos judiciales entablados con arreglo a lo dispuesto en el artículo 52; o
- f) en mecanismos extrajudiciales para las denuncias de los inversores con arreglo al artículo 53.

4. La Comisión podrá adoptar, de conformidad con el procedimiento mencionado en el apartado 2 del artículo 64, medidas de ejecución relativas a los procedimientos de intercambio de información entre autoridades competentes.

5. El presente artículo y los artículos 54 y 63 no impedirán que la autoridad competente transmita a los bancos centrales, al Sistema Europeo de Bancos Centrales y al Banco Central Europeo, en su capacidad de autoridades monetarias y, en su caso, a otras autoridades públicas responsables de supervisar los sistemas de pago y liquidación, la información confidencial necesaria para el ejercicio de sus funciones; de igual modo, tampoco se impedirá a dichas autoridades u organismos comunicar a las autoridades competentes la información que éstas puedan necesitar para desempeñar las funciones que les corresponden con arreglo a la presente Directiva.

Artículo 59

Negativa a cooperar

Las autoridades competentes podrán negarse a dar curso a una solicitud de cooperación en una investigación, una veri-

ficación in situ o una supervisión conforme al artículo 57 o a intercambiar información conforme al artículo 58 solamente en caso de que:

a) dicha investigación, verificación in situ, supervisión o intercambio de información pueda atentar contra la soberanía, la seguridad o el orden público del Estado miembro destinatario de la solicitud;

b) se haya incoado un procedimiento judicial por los mismos hechos y contra las mismas personas ante las autoridades del Estado miembro destinatario de la solicitud;

c) se haya dictado ya una resolución judicial firme en el Estado miembro destinatario de la solicitud con respecto a las mismas personas y los mismos hechos.

En caso de denegación, la autoridad competente lo notificará debidamente a la autoridad competente solicitante, facilitando la mayor información posible al respecto.

Artículo 60

Consulta entre autoridades antes de la concesión de la autorización

1. Las autoridades competentes del otro Estado miembro afectado deberán ser consultadas con anterioridad a la concesión de una autorización a una empresa de inversión cuando ésta:

a) sea filial de una empresa de inversión o de una entidad de crédito autorizada en otro Estado miembro, o

b) sea filial de la empresa matriz de una empresa de inversión o de una entidad de crédito autorizada en otro Estado miembro, o

c) esté controlada por las mismas personas físicas o jurídicas que controlan una empresa de inversión o una entidad de crédito autorizada en otro Estado miembro.

2. La autoridad competente del Estado miembro responsable de la supervisión de las entidades de crédito o empresas de seguros será consultada antes de que se conceda una autorización a una empresa de inversión que:

a) sea filial de una entidad de crédito o empresa de seguros autorizada en la Comunidad, o

b) sea filial de la empresa matriz de una entidad de crédito o empresa de seguros autorizada en la Comunidad, o

c) esté controlada por la misma persona física o jurídica que controla una entidad de crédito o empresa de seguros autorizada en la Comunidad.

3. Las autoridades competentes mencionadas en los apartados 1 y 2 se consultarán, en particular, para evaluar la idoneidad de los accionistas y la honorabilidad y experiencia de las personas que dirijan efectivamente las actividades y que

participen en la gestión de otra entidad del mismo grupo. Intercambiarán toda la información referente a la idoneidad de los accionistas o de los socios y a la honorabilidad y experiencia de las personas que dirigen efectivamente las actividades que pueda interesar a las demás autoridades competentes para la concesión de una autorización o para la evaluación continua del cumplimiento de las condiciones de funcionamiento.

Artículo 61

Facultades de los Estados miembros de acogida

1. Los Estados miembros de acogida podrán exigir, con fines estadísticos, que todas las empresas de inversión que tengan sucursales en su territorio les informen periódicamente sobre las actividades de esas sucursales.

2. En cumplimiento de las responsabilidades que les confiere la presente Directiva, los Estados miembros de acogida podrán exigir a las sucursales de las empresas de inversión la información que sea necesaria para supervisar el cumplimiento de las normas de los Estados miembros de acogida que les sean aplicables en los casos previstos en el apartado 7 del artículo 32. Estas exigencias no podrán ser más estrictas que las que estos mismos Estados miembros imponen a las empresas establecidas en su territorio para supervisar el cumplimiento de esas mismas normas.

Artículo 62

Medidas preventivas que han de adoptar los Estados miembros de acogida

1. Cuando la autoridad competente del Estado miembro de acogida tenga motivos claros y demostrables para creer que una empresa de inversión que opera en su territorio en régimen de libre prestación de servicios infringe las obligaciones derivadas de las disposiciones adoptadas en virtud de la presente Directiva o que una empresa de inversión que posee una sucursal en su territorio infringe las obligaciones derivadas de las disposiciones adoptadas en virtud de la presente Directiva que no confieren facultades a la autoridad competente del Estado miembro de acogida, comunicará los hechos a la autoridad competente del Estado miembro de origen.

En el caso de que, pese a las medidas adoptadas por la autoridad competente del Estado miembro de origen o por resultar éstas inadecuadas, la empresa de inversión persista en una actuación claramente perjudicial para los intereses de los inversores del Estado miembro de acogida o el funcionamiento correcto de los mercados, la autoridad competente del Estado miembro de acogida, tras informar a la autoridad competente del Estado miembro de origen, adoptará todas las medidas pertinentes para proteger a los inversores y el correcto funcionamiento del mercado. Entre las medidas se incluirá la posibilidad de impedir que las empresas de inversión infractoras efectúen nuevas operaciones en su terri-

torio. Se informará a la Comisión sin demora acerca de estas medidas.

2. Cuando las autoridades competentes del Estado miembro de acogida comprueben que una empresa de inversión que posee una sucursal en su territorio no cumple las disposiciones legales o reglamentarias adoptadas en dicho Estado en aplicación de las disposiciones de la presente Directiva que confieren facultades a las autoridades competentes del Estado miembro de acogida, exigirán a la empresa de inversión de que se trate que ponga fin a su situación irregular.

Si la empresa de inversión no adopta las medidas oportunas, las autoridades competentes del Estado miembro de acogida tomarán todas las medidas necesarias para que la empresa de inversión ponga fin a su situación irregular. Las autoridades competentes del Estado miembro de origen deberán ser informadas de la naturaleza de las medidas adoptadas.

Si, a pesar de las medidas adoptadas por el Estado miembro de acogida, la empresa de inversión continúa infringiendo las disposiciones legales o reglamentarias a que se refiere el párrafo primero que estén vigentes en el Estado miembro de acogida, éste podrá, tras informar a las autoridades competentes del Estado miembro de origen, tomar las medidas oportunas a fin de evitar nuevas irregularidades o sancionarlas y, en la medida en que sea necesario, prohibir a la empresa de inversión efectuar nuevas operaciones en su territorio. La Comisión será informada sin demora de dichas medidas.

3. Cuando la autoridad competente del Estado miembro de acogida de un mercado regulado o un SMN tenga motivos claros y demostrables para creer que dicho mercado regulado o SMN infringe las obligaciones derivadas de las disposiciones adoptadas en virtud de la presente Directiva, comunicará los hechos a la autoridad competente del Estado miembro de origen del mercado regulado o del SMN.

En el caso de que, pese a las medidas adoptadas por la autoridad competente del Estado miembro de origen o por resultar éstas inadecuadas, dicho mercado regulado o SMN persista en una actuación claramente perjudicial para los intereses de los inversores del Estado miembro de acogida o el funcionamiento correcto de los mercados, la autoridad competente del Estado miembro de acogida, tras informar a la autoridad competente del Estado miembro de origen, adoptará todas las medidas pertinentes para proteger a los inversores y el correcto funcionamiento del mercado. Entre las medidas se incluirá la posibilidad de impedir que dicho mercado regulado o SMN ponga sus mecanismos a disposición de participantes o miembros remotos establecidos en el Estado miembro de acogida. La Comisión será informada sin demora de dichas medidas.

4. Toda medida adoptada en aplicación de lo dispuesto en los apartados 1, 2 o 3 que implique sanciones o restricciones de las actividades de una empresa de inversión o de un mercado regulado deberá ser debidamente motivada y comunicada a la empresa de inversión o al mercado regulado afectados.

CAPÍTULO III

COOPERACIÓN CON TERCEROS PAÍSES

Artículo 63

Intercambio de información con terceros países

1. Los Estados miembros podrán celebrar acuerdos de cooperación que prevean el intercambio de información con las autoridades competentes de terceros países, siempre y cuando la información revelada goce de una garantía de secreto profesional al menos equivalente a la exigida en virtud del artículo 54. Este intercambio de información deberá estar destinado a la realización de las tareas de esas autoridades competentes.

Los Estados miembros podrán transferir datos personales a terceros países de conformidad con el capítulo IV de la Directiva 95/46/CE.

Los Estados miembros también podrán celebrar acuerdos de cooperación que prevean el intercambio de información con autoridades, organismos y personas físicas y jurídicas de terceros países, responsables de:

i) la supervisión de entidades de crédito, otras organizaciones financieras, compañías de seguros y mercados financieros,

ii) la liquidación y la quiebra de las empresas de inversión y otros procedimientos similares,

iii) la realización de las auditorías de cuentas obligatorias de las empresas de inversión y otras entidades financieras, entidades de crédito y empresas de seguros, en el ejercicio de sus funciones de supervisión, o la administración de regímenes de indemnización, en el ejercicio de sus funciones,

iv) la supervisión de los órganos que intervienen en la liquidación y la quiebra de las empresas de inversión y otros procedimientos similares,

v) la supervisión de las personas encargadas de efectuar las auditorías de cuentas obligatorias de empresas de seguros, entidades de crédito, empresas de inversión y otras entidades financieras,

siempre y cuando la información revelada goce de una garantía de secreto profesional al menos equivalente a la exigida en el artículo 54. Dicho intercambio de información debe estar destinado al desempeño de las tareas de dichas autoridades u organismos o personas físicas o jurídicas.

2. Cuando la información proceda de otro Estado miembro, ésta sólo podrá divulgarse con el acuerdo expreso de las autoridades competentes que la hayan transmitido y, en su caso, solamente para los fines para los que dichas autoridades hayan dado su consentimiento. La misma disposición se aplicará a la información facilitada por las autoridades competentes de terceros países.

TÍTULO V

DISPOSICIONES FINALES

Artículo 64

Comitología

1. La Comisión estará asistida por el Comité europeo de valores establecido por la Decisión 2001/528/CE de la Comisión (1) (en lo sucesivo denominado el «Comité»).

2. En los casos en que se haga referencia al presente apartado, serán de aplicación los artículos 5 y 7 de la Decisión 1999/468/CE, observando lo dispuesto en su artículo 8, a condición de que las medidas de ejecución adoptadas con arreglo a dicho procedimiento no modifiquen las disposiciones fundamentales de la presente Directiva.

El plazo contemplado en el apartado 6 del artículo 5 de la Decisión 1999/468/CE queda fijado en tres meses.

3. Sin perjuicio de las medidas de ejecución ya adoptadas, tras un período de cuatro años a partir de la entrada en vigor de la presente Directiva se suspenderá la aplicación de aquellas de sus disposiciones que requieran la adopción de normas y decisiones técnicas con arreglo al apartado 2. A propuesta de la Comisión, el Parlamento Europeo y el Consejo podrán renovar las disposiciones afectadas de conformidad con el procedimiento previsto en el artículo 251 del Tratado y, con tal fin, las revisarán antes de que finalice dicho período.

Artículo 65

Informes y revisión

1. Antes de..... (*), la Comisión, sobre la base de una consulta pública y tras mantener conversaciones con las autoridades competentes, informará al Parlamento Europeo y al Consejo sobre la posible ampliación del alcance de las disposiciones de la Directiva relativas a las obligaciones de transparencia pre y post-negociación para incluir las operaciones en otros tipos de instrumentos financieros distintos de las acciones.

2. Antes de..... (**), la Comisión presentará un informe al Parlamento Europeo y al Consejo sobre la aplicación del artículo 2 7.

3. Antes de..... (***), la Comisión, sobre la base de consultas públicas y tras mantener conversaciones con las autoridades competentes, informará al Parlamento Europeo y al Consejo sobre:

(1) DO L 191 de 13.7.2001, p. 45.

(*) Dos años después de la entrada en vigor de la presente Directiva.

(**) Tres años después de la entrada en vigor de la presente Directiva.

(***) Treinta meses después de la entrada en vigor de la presente Directiva.

a) si sigue siendo apropiada la excepción la letra k) del apartado 1 del artículo 2 para las empresas cuya actividad principal sea la negociación por cuenta propia en derivados sobre materias primas;

b) el contenido y la forma de los requisitos que convendría aplicar para la autorización y supervisión de esas empresas como empresas de inversión en el sentido de la presente Directiva;

c) si son adecuadas las normas relativas a la designación de agentes vinculados en la ejecución de actividades o servicios de inversión, en particular las relativas a la supervisión de los mismos;

d) si sigue siendo apropiada la excepción de la letra i) del apartado 1 del artículo 2.

4. Antes de..... (***), la Comisión informará al Parlamento Europeo y al Consejo sobre la situación en que se halla la supresión de los obstáculos que pueden impedir la consolidación a nivel europeo de la información que los centros de negociación están obligados a publicar.

5. Sobre la base de los informes mencionados en los apartados 1 a 4, la Comisión podrá presentar propuestas de modificación de la presente Directiva.

6. Antes de..... (****), la Comisión, a la luz de los debates con las autoridades competentes, informará al Parlamento Europeo y al Consejo sobre si siguen siendo pertinentes los requisitos de seguro de responsabilidad profesional que el Derecho comunitario impone a los intermediarios.

Artículo 66

Modificación de la Directiva 85/611/CEE

El apartado 4 del artículo 5 de la Directiva 85/611/CEE se sustituye por el texto siguiente:

«4. El apartado 2 del artículo 2 y los artículos 12, 13 y 19 de la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de..., sobre mercados de instrumentos financieros (2) se aplicarán a la prestación de los servicios mencionados en el apartado 3 del presente artículo por las sociedades de gestión.

Artículo 67

Modificación de la Directiva 93/6/CEE

La Directiva 93/6/CEE queda modificada como sigue:

1) El punto 2 del artículo 2 se sustituye por el texto siguiente:

«2) se entenderá por empresa de inversión, todas las entidades definidas en el apartado 1 del artículo 4 de la Directiva

(2) DO L».

(****) Un año después de la entrada en vigor de la presente Directiva.

2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de..., sobre mercados de instrumentos financieros (1) que deben someterse a los requisitos establecidos en dicha Directiva, excepto:

- a) las entidades de crédito,
- b) las empresas locales tal como se definen en el punto 20) y
- c) las empresas que únicamente estén autorizadas a prestar el servicio de asesoramiento en materia de inversión o a recibir y transmitir órdenes de inversores, en ambos casos sin mantener fondos o valores mobiliarios que pertenezcan a sus clientes, y que por esta razón nunca puedan hallarse en situación deudora respecto de sus clientes.

2) El apartado 4 del artículo 3 se sustituye por el texto siguiente:

«4. Las empresas a que se refiere la letra b) del punto 2 del artículo 2 deberán contar con un capital inicial de 50.000 euros siempre que dispongan de la libertad de establecimiento o de prestar servicios con arreglo a los artículos 31 o 32 de la Directiva 2004/39/CE.»

3) En el artículo 3 se añaden los siguientes apartados:

«4 bis. En espera de la revisión de la Directiva 93/6/CE, las empresas contempladas en la letra c) del punto 2 del artículo 2 tendrán:

- a) un capital inicial de 50 000 euros; o
- b) un seguro de responsabilidad civil profesional que cubra todo el territorio de la Comunidad, u otra garantía comparable para hacer frente a la responsabilidad por negligencia profesional, con una cobertura mínima de 1.000.000 euros por reclamación de daños, y un total de 1.500.000 euros anuales para todas las reclamaciones; o
- c) una combinación tal de capital inicial y seguro de responsabilidad civil profesional que dé lugar a un nivel de cobertura equivalente al de las letras a) o b).

Las cantidades mencionadas en el presente apartado serán revisadas periódicamente por la Comisión para tener en cuenta los cambios en el índice europeo de precios al consumo publicado por Eurostat, realizándose las adaptaciones en el mismo sentido y al mismo tiempo que las que se realicen en virtud del apartado 7 del artículo 4 de la Directiva 2002/92/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 9 de diciembre de 2002, sobre la mediación en los seguros (*).

4 ter. Cuando una empresa de inversión de las contempladas en la letra c) del punto 2 del artículo 2 esté registrada asimismo con arreglo a la Directiva 2002/92/CE, tendrá que cumplir el requisito establecido en el apartado 3 del artículo 4 de dicha Directiva y, además, tendrá que tener:

- a) un capital inicial de 25.000 euros; o
- b) un seguro de responsabilidad civil profesional que cubra todo el territorio de la Comunidad, u otra garantía comparable para hacer frente a la responsabilidad por negligencia profesional, con una cobertura mínima de 500.000 euros por reclamación de daños, y un total de 750.000 euros anuales para todas las reclamaciones; o
- c) una combinación tal de capital inicial y seguro de responsabilidad civil profesional que dé lugar a un nivel de cobertura equivalente al de las letras a) o b).

Artículo 68

Modificación de la Directiva 2000/12/CE

El anexo I de la Directiva 2000/12/CE queda modificado como sigue:

Al final del anexo I se añade la siguiente frase:

«Cuando los servicios y actividades previstos en las secciones A y B del Anexo I de la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de..., sobre mercados de instrumentos financieros (2) se refieran a instrumentos financieros previstos en la sección C del Anexo I de dicha Directiva, estarán sujetos al reconocimiento mutuo de conformidad con la presente Directiva.

Artículo 69

Derogación de la Directiva 93/22/CEE

Queda derogada la Directiva 93/22/CEE con efectos a partir de... (**). Las referencias a la Directiva 93/22/CEE se entenderán hechas a la presente Directiva. Las referencias a un término definido en la Directiva 93/22/CEE o a alguno de sus artículos se entenderán hechas al término equivalente definido en la presente Directiva o a su correspondiente artículo.

Artículo 70

Incorporación al Derecho nacional

Los Estados miembros adoptarán las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas necesarias para dar cumplimiento a lo establecido en la presente Directiva, a más tardar (**). Informarán de ello inmediatamente a la Comisión.

Cuando los Estados miembros adopten dichas disposiciones, éstas incluirán una referencia a la presente Directiva o irán acompañadas de dicha referencia en su publicación oficial. Los Estados miembros establecerán las modalidades de la mencionada referencia.

(1) DO L».

(*) DO L 9 de 15.1.2003, p. 3.».

(2) DO L.

(**) 24 meses después de la entrada en vigor de la presente Directiva.

Artículo 71

Disposiciones transitorias

1. Se considerará que las empresas de inversión que ya antes de..... (**) estén autorizadas en sus Estados miembros de origen a prestar servicios de inversión están autorizadas a los fines de la presente Directiva siempre que la legislación de dichos Estados miembros prevea que para realizar ese tipo de actividades deben cumplirse condiciones equiparables a las estipuladas en los artículos 9 a 14.

2. Se considerará que el mercado regulado o el gestor del mercado que ya antes de.....(*) esté autorizado en su Estado miembro de origen está autorizado a los fines de la presente Directiva siempre que la legislación de dicho Estado miembro prevea que el mercado regulado o el gestor del mercado (según sea el caso) debe cumplir condiciones equiparables a las estipuladas en el título III.

3. Se considerará que los agentes vinculados que ya antes de.....(*) estén inscritos en un registro público están registrados a los fines de la presente Directiva siempre que la legislación de dichos Estados miembros prevea que los agentes vinculados deben cumplir condiciones equiparables a las estipuladas en el artículo 23.

4. Se considerará que la información comunicada antes de... (*) a efectos de los artículos 17, 18 ó 30 de la Directiva 93/22/CEE ha sido comunicada a efectos de los artículos 31 y 32 de la presente Directiva.

5. Todo sistema que se incluya en la definición de un SMN operado por un gestor de un mercado regulado deberá estar

(*) 24 meses después de la entrada en vigor de la presente Directiva.

autorizado como SMN a petición del gestor de un mercado regulado siempre que responda a normas equivalentes a las exigidas por la presente Directiva para la autorización y operación de un SMN y siempre que la petición en cuestión se presente a más tardar el..... (**).

6. Las empresas de inversión estarán autorizadas a continuar considerando como tales a los clientes profesionales existentes siempre que esta categoría haya sido otorgada por la empresa de inversión sobre la base de una evaluación adecuada de la competencia, la experiencia y los conocimientos del cliente que procure una garantía razonable, a la luz de la naturaleza de las transacciones o servicios previstos, de que éste es capaz de adoptar sus propias decisiones de inversión y de comprender los riesgos que puedan derivarse. Estas empresas de inversión informarán a sus clientes acerca de las condiciones establecidas en la presente Directiva para la categorización de clientes.

Artículo 72

Entrada en vigor

La presente Directiva entrará en vigor el día de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*.

Artículo 73

Destinatarios

Los destinatarios de la presente Directiva son los Estados miembros.

(**) 42 meses después de la entrada en vigor de la presente Directiva.

ANEXO I

LISTA DE SERVICIOS, ACTIVIDADES E INSTRUMENTOS FINANCIEROS

Sección A

Servicios y actividades de inversión

- (1) Recepción y transmisión de órdenes de clientes en relación con uno o más instrumentos financieros.
- (2) Ejecución de órdenes por cuenta de clientes.
- (3) Negociación por cuenta propia.
- (4) Gestión de carteras.
- (5) Asesoramiento en materia de inversión.
- (6) Aseguramiento de instrumentos financieros o colocación de instrumentos financieros sobre la base de un compromiso firme.
- (7) Colocación de instrumentos financieros sin base en un compromiso firme.
- (8) Gestión de sistemas de negociación multilateral.

Sección B

Servicios auxiliares

- (1) Administración y custodia de instrumentos financieros por cuenta de clientes, incluidos la custodia y servicios conexos como la gestión de tesorería y de garantías.
- (2) Concesión de créditos o préstamos a un inversor para permitirle la realización de una operación en uno o varios instrumentos financieros, cuando la empresa que concede el crédito o préstamo participa en la operación.
- (3) Asesoramiento a empresas en materia de estructura del capital, estrategia industrial y cuestiones afines, y asesoramiento y servicios en relación con las fusiones y la adquisición de empresas.
- (4) Servicios de cambio de divisas cuando éstos estén relacionados con la prestación de servicios de inversión.
- (5) Informes de inversiones y análisis financieros u otras formas de recomendación general relativa a las operaciones en instrumentos financieros.
- (6) Servicios relacionados con el aseguramiento.
- (7) Los servicios y actividades de inversión, así como los servicios auxiliares del tipo incluido en la Sección A o B del Anexo I relativos al subyacente de los derivados incluidos en la Sección C, puntos 5, 6, 7 y 10, cuando éstos se hallen vinculados a la prestación de servicios de inversión o de servicios auxiliares.

Sección C

Instrumentos financieros

- (1) Valores negociables.
- (2) Instrumentos del mercado monetario.
- (3) Participaciones de organismos de inversión colectiva.
- (4) Contratos de opciones, futuros, permutas («swaps»), acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de derivados relacionados con valores, divisas, tipos de interés o rendimientos, u otros instrumentos derivados, índices financieros o medidas financieras que puedan liquidarse en especie o en efectivo.

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

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

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

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

(9) Contratos financieros por diferencias.

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

CLIENTES PROFESIONALES A LOS EFECTOS DE LA PRESENTE DIRECTIVA

Cliente profesional es todo cliente que posee la experiencia, los conocimientos y la cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y para valorar correctamente los riesgos inherentes a dichas decisiones. Para ser considerado cliente profesional, el cliente debe cumplir los siguientes criterios:

I. Categorías de clientes que se consideran profesionales

Los siguientes clientes deben considerarse profesionales para todos los servicios y actividades de inversión e instrumentos financieros a los efectos de la Directiva.

(1) Entidades que deben ser autorizadas o reguladas para operar en los mercados financieros. Debe entenderse que la siguiente lista incluye todas las entidades autorizadas que desarrollan las actividades características de las entidades mencionadas: entidades autorizadas por un Estado miembro conforme a una directiva, entidades autorizadas o reguladas por un Estado miembro sin referencia a una directiva, y entidades autorizadas o reguladas por un Estado no miembro:

- a) Entidades de crédito
- b) Empresas de inversión
- c) Otras entidades financieras autorizadas o reguladas
- d) Compañías de seguros
- e) Organismos de inversión colectiva y sus sociedades de gestión
- f) Fondos de pensiones y sus sociedades de gestión
- g) Operadores en materias primas y en derivados de materias primas
- h) Operadores que contratan en nombre propio
- i) Otros inversores institucionales

(2) Grandes empresas que, a escala individual, cumplan dos de los siguientes requisitos de tamaño de la empresa:

- total del balance: 20.000.000 de euros
- volumen de negocios neto: 40.000.000 de euros
- fondos propios: 2.000.000 de euros.

(3) Gobiernos nacionales y regionales, organismos públicos que gestionan la deuda pública, bancos centrales, organismos internacionales y supranacionales como el Banco Mundial, el FMI, el BCE, el BEI y otras organizaciones internacionales similares.

(3 bis) Otros inversores institucionales cuya actividad como empresa es invertir en instrumentos financieros, incluidas las entidades dedicadas a la titularización de activos u otras transacciones de financiación.

Se considera que las entidades mencionadas anteriormente son profesionales. Sin embargo, debe permitírseles solicitar un trato no profesional, y las empresas de inversión pueden acordar conceder un nivel de protección más alto. Cuando el cliente de una empresa de inversión sea una empresa en el sentido antes mencionado, la empresa de inversión debe informarle, antes de prestar servicio alguno, de que, en base a la información de que dispone, se le considera un cliente profesional, y de que se le tratará como tal a menos que la empresa y el cliente acuerden otra cosa. La empresa debe también informar al cliente de que puede pedir una modificación de las condiciones del acuerdo para obtener un mayor grado de protección.

Corresponde al cliente reputado profesional solicitar un mayor nivel de protección cuando considere que no está en condiciones de valorar o gestionar correctamente los riesgos a los que se expone.

Se concederá este mayor nivel de protección cuando un cliente reputado profesional celebre con la empresa de inversión un acuerdo por escrito que estipule que no será tratado como profesional a efectos del régimen de conducta aplicable. El acuerdo debe precisar los servicios, operaciones o tipos de productos u operaciones a los que se aplica.

II. Clientes que pueden ser tratados como profesionales si así lo solicitan

II.1. Criterios de identificación

Ciertos clientes distintos de los mencionados en la sección I, entre los que se incluyen los organismos del sector público y los inversores minoristas, pueden también estar autorizados a renunciar a parte de la protección que les ofrecen las normas de conducta de las empresas de inversión.

Las empresas de inversión deben, pues, estar autorizadas a tratar como profesionales a cualquiera de dichos clientes, siempre que se respeten los criterios pertinentes y el procedimiento mencionado a continuación. Sin embargo, no debe considerarse que estos clientes poseen unos conocimientos y una experiencia del mercado comparables a los de las categorías enumeradas en la sección I.

Esta renuncia a la protección que conceden las normas de conducta solamente se considerará válida si la empresa de inversión efectúa una evaluación adecuada de la competencia, la experiencia y los conocimientos del cliente que le ofrezca garantías razonables, a la vista de la naturaleza de las operaciones o de los servicios previstos, de que el cliente es capaz de tomar sus propias decisiones en materia de inversión y de comprender los riesgos en que incurre.

El criterio de idoneidad aplicado a los directivos y gestores de las entidades autorizadas conforme a las directivas del ámbito financiero podría considerarse un ejemplo de la evaluación de la experiencia y los conocimientos. En el caso de las pequeñas entidades, la evaluación debe efectuarse sobre la persona autorizada a realizar operaciones en nombre de éstas.

En el marco de la evaluación antes citada debe comprobarse que se cumplen, como mínimo, dos de los siguientes criterios:

— que el cliente haya realizado en el mercado de valores de que se trate operaciones de volumen significativo con una frecuencia media de 10 por trimestre durante los cuatro trimestres anteriores;

— que el valor de la cartera de instrumentos financieros del cliente, formada por depósitos de efectivo e instrumentos financieros, sea superior a 500.000 euros;

— que el cliente ocupe o haya ocupado por lo menos durante un año un cargo profesional en el sector financiero que requiera conocimientos sobre las operaciones o los servicios previstos.

II.2. Procedimiento

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

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

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

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

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

Con respecto a los clientes ya clasificados como profesionales con arreglo a parámetros y procedimientos similares a los anteriores, no se prevé que sus relaciones con empresas de inversión resulten afectadas por posibles nuevas normas adoptadas de conformidad con el presente anexo.

Las empresas deben aplicar políticas y procedimientos internos adecuados, que deberán establecerse por escrito, para clasificar a los clientes. Corresponde a los clientes profesionales informar a la empresa de inversión de cualquier cambio que pudiera modificar su clasificación. Si la empresa de inversión tuviera conocimiento de que el cliente ha dejado de cumplir las condiciones para poder acogerse a un trato profesional, adoptará las medidas apropiadas.

COLABORADORES

DÍAZ RUIZ, Emilio. Profesor titular de Derecho Mercantil y abogado. Colaborador de la *Revista de Derecho del Mercado de Valores* y *Revista Española de Capital Riesgo*. Ha codirigido libros colectivos y es autor de numerosos trabajos relacionados con el mercado financiero y el derecho de contratos.

DÍEZ DE LOS RÍOS, Miguel. Abogado. Diplomado en Estudios Avanzados en Derecho y diplomado en Empresariales (Universidad San Pablo-CEU). Premio de excelencia académica en la licenciatura en Derecho, especialidad jurídico-empresarial. Autor de varios trabajos sobre derecho de sociedades y contratos, realizados en colaboración.

ESPÍN GUTIÉRREZ, Cristóbal. Profesor titular de Derecho Mercantil y director de la Sección Departamental de Derecho Mercantil. Doctor en Derecho por la Universidad Complutense de Madrid y licenciado en Ciencias Empresariales (ICADE). Vocal de la *Revista de Derecho de Sociedades* y especialista en mercado de valores.

FLORES DOÑA, María de la Sierra. Profesora titular Derecho Mercantil de la Universidad Complutense. Directora del grupo de investigación: Contratación. Empresa, y del grupo de innovación: E-Derecho (UCM). Es investigadora principal del proyecto Derecho Renovado del Consumidor (GR-UCM 58/08). Especialista en derecho de sociedades y contratación electrónica, siendo autora de varias monografías y trabajos relacionados con el derecho de sociedades, con el mercado de valores y con el impacto de las TIC en el mercado de valores, sociedades y contratos.

GARCÍA SANTOS, M.ª Nieves. Doctora en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense de Madrid. Actualmente presta sus

servicios en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) como Directora de Inversores desde junio de 2009. Previamente, había sido Directora de Estudios, Estadísticas y Publicaciones en dicha institución desde 1995, y entre 2001 y 2004 compaginó dicho cargo con la responsabilidad sobre el Departamento de Comunicación. Antes de trabajar en la CNMV trabajó en diversas entidades financieras: fue directora y consejera de InterMoney, S.A., economista-*vice president* de J. P. Morgan España y responsable del Servicio de Análisis Económico de Asesores Bursátiles, S.A. Inicialmente, trabajó como economista contratada en el Servicio de Estudios del Banco de España, asignada a la Oficina de Operaciones. Ha impartido docencia en la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, de donde es profesora titular de Política Económica desde 1988 (estando desde 1995 en situación de Servicios Especiales), en la Universidad Pontificia de Comillas (ICADE) y en el Instituto de Empresa de Madrid. Tiene diversas publicaciones sobre temas coyunturales, monetarios y financieros en revistas especializadas y contribuciones en libros.

MARÍN DE LA BÁRCENA, Fernando. Profesor asociado de Derecho Mercantil. Universidad Complutense. Abogado y premio extraordinario de doctorado (UCM). Colaborador en la *Revista de Derecho de Sociedades* y de *Derecho Concursal y Paraconcursal*. Especialista en derecho de sociedades, siendo autor de una monografía sobre responsabilidad de los administradores y otros trabajos en materia de contratos.

TAPIA SÁNCHEZ, María Rosa. Profesora titular I. Derecho Mercantil. Universidad Rey Juan Carlos. Premio extraordinario del doctorado. Colabora en las revistas de *Derecho de Sociedades*, del *Mercado de Valores* y de *Derecho Concursal y Paraconcursal*. Especialista en mercado de valores, es autora de trabajos sobre ofertas públicas y temas relacionados con las sociedades cotizadas.

CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS

BANCAJA (Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante). Castellón.
BBK (Bilbao Bizkaia Kutxa). Bilbao.
CAIXA CATALUNYA (Caixa d'Estalvis de Catalunya). Barcelona.
CAIXA GALICIA (Caja de Ahorros de Galicia). La Coruña.
CAIXA GIRONA (Caixa d'Estalvis de Girona). Gerona.
CAIXA LAIETANA (Caixa d'Estalvis Laietana). Mataró (Barcelona).
CAIXA MANLLEU (Caixa d'Estalvis Comarcal de Manlleu). Manlleu (Barcelona).
CAIXA MANRESA (Caixa d'Estalvis de Manresa). Manresa (Barcelona).
CAIXA ONTINYENT (Caja de Ahorros y M.P. de Ontinyent). Ontinyent (Valencia).
CAIXA PENEDÈS (Caixa d'Estalvis del Penedès). Villafranca del Penedès (Barcelona).
CAIXA SABADELL (Caixa d'Estalvis de Sabadell). Sabadell (Barcelona).
CAIXA TARRAGONA (Caixa d'Estalvis de Tarragona). Tarragona.
CAIXA TERRASSA (Caixa d'Estalvis de Terrassa). Terrassa (Barcelona).
CAIXANOVA (Caja de Ahorros de Vigo, Ourense e Pontevedra). Vigo (Pontevedra).
CAJA CANARIAS (Caja General de Ahorros de Canarias). Santa Cruz de Tenerife.
CAJA CANTABRIA (Caja de Ahorros de Santander y Cantabria). Santander.
CAJA CÍRCULO (Caja de Ahorros y M.P. del Círculo Católico de Obreros de Burgos). Burgos.
CAJA DE ÁVILA (Caja de Ahorros de Ávila). Ávila.
CAJA DE BADAJOZ (M.P. y Caja General de Ahorros de Badajoz). Badajoz.
CAJA DE BURGOS (Caja de Ahorros Municipal de Burgos). Burgos.
CAJA DE EXTREMADURA (Caja de Ahorros y M.P. de Extremadura). Cáceres.
CAJA DE GUADALAJARA (Caja de Ahorro Provincial de Guadalajara). Guadalajara.
CAJA DE JAÉN (Caja Provincial de Ahorros de Jaén). Jaén.
CAJA DUERO (Caja de Ahorros de Salamanca y Soria). Salamanca.
CAJA ESPAÑA (Caja España de Inversiones, C.A. y M.P.). León.
CAJA GRANADA (Caja General de Ahorros de Granada). Granada.
CAJA INMACULADA (Caja de Ahorros de la Inmaculada de Aragón). Zaragoza.
CAJA MADRID (Caja de Ahorros y M. P. de Madrid). Madrid.
CAJA MURCIA (Caja de Ahorros de Murcia). Murcia.
CAJA NAVARRA (Caja de Ahorros y M.P. de Navarra). Pamplona.
CAJA RIOJA (Caja de Ahorros de La Rioja). Logroño.
CAJA SEGOVIA (Caja de Ahorros y M.P. de Segovia). Segovia.
CAJASOL (M.P. y Caja de Ahorros de San Fernando de Huelva, Jerez y Sevilla). Sevilla.
CAJASTUR (Caja de Ahorros de Asturias). Oviedo.
CAJASUR (Caja de Ahorros y M.P. de Córdoba). Córdoba.
CAM (Caja de Ahorros del Mediterráneo). Alicante.
CCM-CAJA CASTILLA LA MANCHA (Caja de Ahorros de Castilla La Mancha). Cuenca.
COLONYA CAIXA POLLENÇA (Caja de Ahorros de Pollença). Pollença (Islas Baleares).
IBERCAJA (Caja de Ahorros y M.P. de Zaragoza, Aragón y Rioja). Zaragoza.
KUTXA (Caja de Ahorros y M.P. de Gipuzkoa y San Sebastián). San Sebastián.
LA CAIXA (Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona). Barcelona.
LA CAJA DE CANARIAS (Caja Insular de Ahorros de Canarias). Las Palmas de Gran Canaria.
SA NOSTRA (Caja de Ahorros y M.P. de las Baleares). Mallorca.
UNICAJA (M.P. y Caja de Ahorros de Ronda, Cádiz, Almería, Málaga y Antequera). Málaga.
VITAL KUTXA (Caja de Ahorros de Vitoria y Álava). Vitoria.

PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

Últimos números publicados:

PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

- N.º 122. Crisis y regulación financiera
N.º 123. Fondos estructurales y convergencia regional

PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO

- N.º 96. El consumidor en la contratación bancaria electrónica
N.º 97. Tarjetas de pago

PANORAMA SOCIAL

- N.º 9. Tercer Sector y voluntariado
N.º 10. Familias en transformación

ECONOMÍA DE LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS

- N.º 22. Galicia y Norte de Portugal. Claves económicas de una eurorregión

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

- N.º 213. La travesía del desierto
N.º 214. Autonomías 2009: Un retroceso desigual

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

EN INTERNET: <http://www.funcas.es/suscriptores/area.asp>

FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

Caballero de Gracia, 28. 28013 Madrid. Teléf. 91 596 54 81
suscrip@funcas.es

AÑO 2010

Deseo suscribirme a:

	Euros
<input type="checkbox"/> <i>Papeles de Economía Española</i>	55,00
Números sueltos	17,00
<input type="checkbox"/> <i>Perspectivas del Sistema Financiero</i>	48,00
Números sueltos	17,00
<input type="checkbox"/> <i>Cuadernos de Información Económica</i>	66,00
Números sueltos	13,00
<input type="checkbox"/> <i>Panorama Social</i> (dos números)	25,00
Números sueltos	15,00
<input type="checkbox"/> <i>Estudios de la Fundación</i> (un ejemplar).....	13,00

(más gastos de envío)

El pago lo efectuaré:

- Contra reembolso del primer envío Giro postal núm. Cheque bancario

Nombre o razón social

Profesión, actividad o departamento


Domicilio Teléfono

Ciudad C.P. Provincia o país

Fecha Correo electrónico

- Domiciliación bancaria

Muy Sres. míos: Ruego carguen hasta nuevo aviso los recibos que les presentará
LA FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS a mi nombre
en la siguiente Cuenta Corriente o Libreta de ahorros:

Firma o sello. 

Entidad	Oficina	DC	Núm. de Cuenta
<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>

Para mayor rapidez envíe su pedido por FAX: 91 596 57 96

GUÍAS DEL LECTOR

LA REGULACIÓN FINANCIERA EUROPEA Y LA MiFID

M.^a Nieves García Santos

Encontrada dentro del Plan de Acción de Servicios Financieros, la Directiva MiFID está orientada a producir un cambio importante en la estructura y en el funcionamiento de los mercados de valores en Europa. Este cambio se deberá producir a través de tres elementos: la configuración de los mercados de valores en Europa de forma integrada; el final de las estructuras oligopolísticas, introduciendo competencia en las actividades de negociación, compensación y liquidación de valores, y mediante la potenciación de la protección de los inversores a través del establecimiento de requisitos específicos a las entidades que prestan servicios de inversión. En definitiva, la MiFID persigue dos objetivos fundamentales: aumentar la competencia en los mercados de valores y asegurar la protección de los inversores.

El primero de estos objetivos se persigue mediante la creación de sistemas de negociación deslocalizados y operados por empresas de servicios de inversión o por los propios mercados regulados. Estos son los llamados *multi-trading facility* o «sistemas organizados de negociación (SON)». También se reconoce que algunas empresas de servicios de inversión puedan cruzar órdenes de sus clientes contra sus propias posiciones, en lo que se denomina «internalización sistemática». Se establece así una arquitectura abierta en los mercados, especialmente en el terreno de la negociación y en la información sobre la misma.

En cuanto al segundo de los objetivos, la Directiva pretende proteger al inversor de la oferta indiscriminada de productos que, aunque sirvan al interés de las entidades, no sean adecuados para ellos. Así, se diferencia cómo se debe hacer la oferta de productos complejos de la oferta de productos no complejos; en el caso de los primeros, la entidad debe cerciorarse de que el inversor tiene capacidad de comprender sus riesgos, mediante la realización de un «test de conveniencia».

El hecho de que la entrada en vigor de la MiFID haya coincidido con el estallido de la actual crisis financiera hace más difícil la evaluación de sus efectos. Por una parte, se han producido movimientos en algunos segmentos del mercado de valores, aprovechando las posibilidades abiertas por la Directiva, que contribuyen a la integración financiera. Pero, por otra parte, la atonía económica y financiera general y la mala situación de algunas entidades se han traducido en el repliegue de las actividades transnacionales y en la concentración en los mercados domésticos.

Por ello, el énfasis de las propuestas legislativas de la Comisión se centra en la modificación de la supervisión financiera, con la finalidad de prevenir la generación de inestabilidades sistémicas. Para hacer una valoración más precisa de los efectos de la MiFID habrá, pues, que esperar a la salida de la crisis.

EJES DEL MERCADO EUROPEO DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS

M.^a de la Sierra Flores Doña

La Directiva MiFID (*Markets in Financial Instruments Directive*) modela el mercado de instrumentos financieros, con reglas y condiciones de negociación armonizadas, a las que han de someterse todas las empresas de inversión (o de servicios de inversión –EI, ESI–) y demás entidades autorizadas para operar en el mercado europeo.

El legislador comunitario crea un mercado financiero integrado y regulado por normas comunes, con independencia del país de la

Comunidad en que se autoricen y operen las empresas de inversión. De aquí los ejes sobre los que gravitan las elecciones de política y técnica jurídicas: 1) modernización de los mercados financieros, 2) política de protección al inversor, 3) mejora de las potestades de supervisión y de cooperación transfronteriza.

Los costes que conlleva la transposición de la MiFID a los estados miembros y a los operadores económicos sólo se verán compensados con la efectiva regulación común del mercado europeo de instrumentos financieros, y con la existencia de mecanismos eficaces frente a las entidades de servicios e inversión que se excediesen del ámbito de la autonomía contractual reconocida para regular los conflictos de interés con sus clientes, mejor ejecución y gestión de órdenes.

En la normativa armonizada europea influirá la regulación del mercado financiero estadounidense que resulte del Programa creado a raíz de la crisis financiera mundial: *Obama Administration Legislative Package*, con vistas a reformar la estructura, supervisión y regulación de la Bolsa, la banca y los seguros.

LAS EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO

Cristóbal Espín Gutiérrez

La transposición de la MiFID al ordenamiento nacional mediante la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, que modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, ha supuesto que el asesoramiento profesional y personalizado en materia de inversión constituya un servicio de inversión, deviniendo así en una actividad reservada. Asimismo, el legislador español ha establecido un nuevo tipo de empresa de servicios de inversión: la empresa de asesoramiento financiero, cuya actividad exclusiva es el asesoramiento en materia de inversión y, en su caso, los servicios auxiliares consistentes en la elaboración de informes de inversiones y análisis financieros, y el asesoramiento a empresas sobre estructura financiero-societaria y estrategia industrial.

Este trabajo tiene por objeto el estudio del estatuto y la actividad de la empresa de asesoramiento financiero. En primer término, se hace un recorrido por la normativa comunitaria y nacional, siguiendo el itinerario de reconocimiento y regulación de los servicios que pueden prestar estas empresas, hasta concluir con la creación, por parte del legislador español, de la empresa de asesoramiento financiero. En segundo lugar, se aborda la definición y la delimitación de la actividad principal que pueden llevar a cabo estas empresas, el asesoramiento en materia de inversión, identificando a los sujetos que están habilitados para prestarlo. Posteriormente, se analiza el estatuto de este tipo de empresa, distinguiendo los requisitos que se establecen para sus titulares, sean personas jurídicas o personas físicas, y las exigencias de carácter empresarial. Seguidamente, se analiza el régimen de autorización administrativa, tanto su concesión como su denegación o revocación, y sus modificaciones. Por último, se exponen aquellas normas de conducta que tienen una especial relación con la actividad de estas empresas.

SISTEMAS DE NEGOCIACIÓN DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS EN EL MERCADO ESPAÑOL

Emilio Díaz Ruiz

Las modificaciones introducidas por el conjunto de normas MiFID en materia de negociación han supuesto un cambio radical tanto en los principios como en la estructura de los mercados. Se fomenta la actuación en el ámbito comunitario ya apuntada por la anterior Directiva de Servicios de Inversión, a la vez que se implanta el principio de descentralización en la negociación, si bien unido a reglas estrictas de transparencia sobre operaciones para la protección del

mercado y de los inversores. Para ello, entre otras cosas, se crea un nuevo tipo de sistemas de negociación secundaria de instrumentos financieros, los sistemas multilaterales de negociación, con más flexibilidad en su organización, y se introduce, desde la práctica anglosajona, la internalización sistemática. A todo ello se añade un cúmulo de obligaciones para los prestadores de servicios de inversión encaminadas a la protección de los inversores, a cuyos efectos se introduce una novedosa clasificación entre clientes minoristas, profesionales y las llamadas contrapartes elegibles.

PROTECCIÓN DEL INVERSOR. EN ESPECIAL EL DEBER DE INFORMACIÓN PRE Y POSTCONTRACTUAL

M.^a Rosa Tapia Sánchez

El objetivo final de la normativa MiFID es el de crear un mercado único, competitivo, de servicios financieros a escala global, en el que se conserve un elevado nivel de protección del inversor. La incorporación al ordenamiento español de la normativa comunitaria MiFID se ha traducido en cambios sustanciales en el mercado de servicios de inversión sobre instrumentos financieros y en la tutela del interés del cliente inversor, estableciendo, principalmente, nuevas obligaciones de transparencia previa y posterior a la negociación. El nuevo modelo de transparencia plantea importantes retos para los mercados, los supervisores y las entidades, quienes tendrán que adecuar su estructura organizativa y de gobierno, a la vez que orientar su política hacia una cultura general de control del riesgo.

La transposición de la Directiva MiFID al ordenamiento español se lleva a cabo a través de la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, y por el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión, 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. La incorporación de este derecho a nuestro ordenamiento ha supuesto una importante modificación de la Ley del Mercado de Valores, inspirada en un principio de intensificación de las medidas protectoras del inversor.

Varios son los mecanismos empleados para la consecución de este fin: creación de nuevas obligaciones de información recíproca entre el cliente y las entidades que prestan los servicios de inversión, nuevas normas de conducta, la creación de registros obligatorios de contratos y operaciones, obligaciones relativas a la gestión y ejecución de órdenes, así como la incorporación de ciertas cautelas en la contratación por vía electrónica. Sin embargo, no se establece un nivel único y homogéneo de protección, sino que la Ley, atendiendo a la realidad existente hoy en día en los mercados financieros, en los que se ha diversificado notablemente el perfil del inversor, distingue tres categorías posibles de inversores (contrapartes elegibles —empresas de inversión, compañías de seguros, entidades de crédito, etc.—, profesionales —inversores institucionales y grandes empresas— y minoristas, garantizando el mayor grado de protección a estos últimos.

REFORMA DE LA LEY DEL MERCADO DE VALORES EN MATERIA DE INFRACCIONES Y SANCIONES

Fernando Marín de la Bárcena

La reforma de la Ley del Mercado de Valores mediante la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, exigía la renovación de los tipos de infracción en la medida requerida para la trasposición al ordenamiento español de la Directiva MiFID. Es una consecuencia indeclinable del principio de tipicidad que rige el Derecho Administrativo sancionador, que ha requerido bien crear nuevos tipos de infracción, bien adaptar los existentes para fomentar el cumplimiento de las obligaciones de toda índole impuestas por la nueva regulación, fundamentalmente en lo que afecta al abuso de mercado y a los deberes de organización y normas de conducta de las empresas que prestan servicios de inversión. Por su parte, el respeto al principio de proporcionalidad en la imposición de sanciones exigía dotar al sistema de una mayor flexibilidad y endurecerlas mediante su actualización cuantitativa en beneficio de su función de prevención general. El objetivo de este artículo es reseñar las modificaciones más importantes y analizar algunos de los problemas que puede plantear la aplicación de los nuevos tipos.



L sistema financiero español vive hoy una situación de cambio. Su proceso de modernización y reforma ha dado origen a nuevas instituciones y a la alteración en su funcionamiento de muchas de las ya existentes.

Facilitar un conocimiento mejor del sistema financiero español en la actualidad constituye el propósito de PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO.

Con tal finalidad, PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO trata de facilitar a sus lectores una contemplación de nuestra actual realidad financiera, analizando las principales instituciones que la integran, así como su operativa y funcionamiento. Este estudio de las instituciones del sistema financiero español se complementará con la valoración de sus principales problemas, que trataremos de obtener de quienes conocen o dirigen diariamente sus actividades.

Aspiramos a que estas tareas se realicen en el marco de los principios que presiden la actuación de la Fundación de las Cajas de Ahorros.

- ➔ Plena libertad intelectual de nuestros colaboradores.
- ➔ La responsabilidad de las opiniones emitidas y el respaldo riguroso de las afirmaciones realizadas para avalar adecuadamente tanto los planteamientos como las soluciones a los problemas estudiados.
- ➔ El compromiso de las opiniones con los problemas planteados por el sistema financiero español.
- ➔ La búsqueda y la defensa de los intereses generales en los temas objeto de tratamiento.
- ➔ La colaboración y sugerencias críticas de los lectores para que nuestras PERSPECTIVAS logren el propósito que con ellas pretendemos.

Pedidos e información:

FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS
 Caballero de Gracia, 28
 28013 Madrid
 Teléfono: 91 596 54 81
 Fax: 91 596 57 96
 suscrip@funcas.es
 www.funcas.es

P.V.P.: 17€ (IVA incluido)

ISSN 8411329564



9 1778411 329560