

MiFID II. Novedades en relación con las normas de conducta. Especial referencia al asesoramiento de inversiones

Autores: *Fco. Javier Alonso Cabornero*¹

Director de Compliance y Secretario del Consejo de USB Bank, S.A.

Santiago Franco Hidalgo

Adjunto al Responsable de Compliance en USB Bank, S.A.

Ignacio Gallego Tortuero

Abogado en USB Bank, S.A.

Resumen

La Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a los mercados de instrumentos financieros nace con la vocación de regular, de forma armonizada en todos los Estados miembros de la Unión Europea, la prestación cada vez más compleja y evolucionada de los servicios e instrumentos financieros. Dicha Directiva ha venido a conocerse por las siglas de MiFID.

¹ Javier.alonso-cabornero@ubs.com

Desde la entrada en vigor de la MiFID en España, allá por noviembre de 2007, los cambios producidos en el sector financiero tanto por la propia evolución producida por la intensificación de la competencia y los avances tecnológicos así como por los devastadores efectos de una crisis financiera sin parangón desde 1929 y una creciente sofisticación y complejidad de productos financieros, no siempre bien vendidos y en muchos casos no entendidos por los inversores, hace que exista una clara necesidad de afrontar cambios regulatorios, alguno de ellos de calado significativo.

Los inversores se han visto seriamente afectados afrontando pérdidas significativas en sus inversiones financieras. La sensación social de que las Entidades Financieras han actuado sin tener en cuenta los intereses de sus clientes está muy generalizada y una perniciosa pérdida de confianza de los inversores en sus proveedores de productos y servicios financieros se ha instalado en la sociedad.

La regulación financiera, casi siempre reactiva, se ha mostrado, en algunos aspectos, insuficiente para afrontar la marcha de un mercado necesitado, en ocasiones desesperadamente, de financiación y de ingresos.

Existe pues la necesidad de dotar a los mercados de eficiencia, igualdad y transparencia y de recuperar de nuevo la confianza de los inversores siendo preciso realizar cambios significativos en el marco de la protección del inversor.

Este artículo resumirá las principales novedades introducidas por la propuesta de Directiva de la Comisión Europea de revisión de la MiFID publicada en octubre de 2011 y concretamente a las referentes a nuevas normas de conducta con especial referencia a las relativas al asesoramiento de inversiones.

Está estructurado en tres partes. En la primera de ellas se pretende llevar a cabo una rápida revisión de las normas actuales ya implantadas en su mayoría y como éstas se ven afectadas por la propuesta de reforma de la MiFID, una segunda parte en la que se hará un análisis del asesoramiento en materia de inversión y una tercera que pretenderá exponer algunas experiencias y dificultades encontradas en la aplicación de la normativa referente al asesoramiento.

Palabras Clave: Test de idoneidad y conveniencia, Directiva 2004/39/EC MIFID, servicios de sólo ejecución, instrumentos financieros, incentivos, asesoramiento financiero independiente, gestión discrecional de carteras, normas de conducta financiera.

MiFID 2: New developments concerning conduct of business rules. Special reference to investment advice.

Abstract

Directive 2004/39/EC, known by the acronym of MiFID, lays down rules for the authorisation and organisation of investment firms, the structure of markets and trading venues, and the investor protection.

Since the entry into force of MiFID in Spain, back in November 2007, changes in the financial sector both by the evolution produced by the increased competition and technological advances as well as the devastating effects of a financial crisis unparalleled since 1929 and a growing sophistication and complexity of financial products, means that there is a clear need to implement regulatory changes.

Investors have been seriously affected facing significant losses in their financial investments. The social feeling that the financial institutions have acted without regard to the interests of their clients is widespread and pernicious loss of investor confidence in its suppliers of financial products and services has been installed in society. Financial regulation has not always been sufficient to meet the market needs of financing and income.

There is therefore a need to provide market efficiency, equity and transparency and to recover back the confidence of investors still need to make significant changes in the framework of investor protection.

This article will summarize the main developments introduced by the reform proposal of the European Commission of MiFID published in October 2011 and specifically those relating to new rules of conduct with particular reference to those relating to investment advice. It is structured in three parts. In the first of which it is carried out a quick review of the current rules already in place and how they are affected by the proposed reform of MiFID, a second part in which it is analyzed investment advice in detail and a third part that pretend to present some experiences and difficulties encountered in the implementation of regulations related to investment advice.

Key Words: Appropriateness and suitability tests, Directive 2004/39/EC “MIFID”, Execution only services, Financial Instruments, Inducements, Independent investment advice, Discretionary Portfolio management, Financial Rules of business conduct.

Recibido: 30-04-2013

Aceptado: 3-06-2013

1. PRINCIPALES NOVEDADES DE LA PROPUESTA DE REVISIÓN DE LA MIFID SOBRE NORMAS DE CONDUCTA Y ORGANIZACIÓN

A continuación se hará un breve repaso de las principales materias objeto de cambio en la propuesta de Directiva, como son:

1. Gobierno corporativo de las entidades financieras.
2. Asesoramiento en materia de inversión.

3. Prohibición de recepción de incentivos en la prestación de algunos servicios financieros.
4. Restricción de la aplicación de la ejecución de órdenes a iniciativa del cliente.
5. Consideración como productos financieros sujetos a la Directiva de determinados productos bancarios.
6. Regulación de la prestación de servicios a clientes minoristas por entidades radicadas fuera de la Unión Europea
7. Registro y mantenimiento de órdenes telefónicas o telemáticas
8. Sanciones administrativas

1.1. Gobierno Corporativo de Entidades Financieras

Los participantes en la elaboración de la propuesta de Directiva han considerado que las actuales estructuras corporativas de las entidades financieras reúnen importantes carencias en materias relacionadas con el control y la vigilancia que los órganos de dirección deben ejercer sobre el negocio.

Así establece que existe la necesidad de fortalecer el papel de los órganos de dirección de las empresas de inversión con el fin de garantizar una gestión adecuada y prudente de la propia empresa, promover la integridad del mercado y proteger el interés de los inversores.

No deja de sorprender que, con la grave responsabilidad personal que asume cada miembro de la dirección o administración de una entidad, la propuesta de Directiva tenga que exigir que el órgano de dirección consagre un tiempo suficiente a sus cometidos y posea unos conocimientos, competencias y experiencia que le permitan comprender las actividades de la empresa de inversión y sus riesgos principales. Asimismo, indica que el órgano de dirección deberá hacerse responsable de la estrategia general de la entidad no sólo en la fijación de los objetivos estratégicos y su organización interna sino también en cometidos reservados hasta ahora a departamentos ejecutivos como, entre otros, la selección y formación del personal, la aprobación de nuevos productos o la resolución de determinados conflictos de interés como la fijación de la remuneración del personal de ventas.

Dice además la propuesta de reforma que en aras de evitar el pensamiento en grupo y facilitar la crítica, los órganos de dirección de las empresas de inversión deben estar lo suficientemente diversificados en cuanto a edad, sexo, procedencia, formación y experiencia profesional como para ofrecer una variedad de opiniones y experiencias. La pretendida y deseable diversidad sólo podría alcanzarse en órganos tan numerosos y heterogéneos que muy probablemente dejarían de ser eficientes. Por lo tanto, la mención a la diversidad parece ser más una declaración de intenciones “políticamente correcta” que un principio que realmente mejore la dirección de este tipo de entidades.

1.2. Asesoramiento en materia de inversión

Sin perjuicio de que sea objeto de análisis detallado en la segunda parte de este artículo, en términos generales, la normativa actualmente en vigor establece el asesoramiento como un servicio consistente en la presentación de recomendaciones personalizadas a un cliente.

La propuesta de directiva establece el “Asesoramiento Independiente” como una nueva categoría de asesoramiento cuya característica es el análisis de un número suficientemente amplio de instrumentos financieros con carácter previo a efectuar la recomendación al cliente y, como es obvio, no deben limitarse a instrumentos financieros emitidos o facilitados por entidades que tengan vínculo estrechos con las empresas de inversión.

Presentarse ante un cliente como asesor independiente genera un alto valor añadido pero a cambio, en aras de evitar conflictos de interés, lo que prohíbe la norma, como se verá en el epígrafe siguiente, es el cobro de incentivos de terceros para los prestadores de este servicio.

Asimismo exige que las empresas de inversión expongan claramente en que se basa el asesoramiento, las razones que justifican dichas recomendaciones, qué tipo de productos manejan en sus recomendaciones personalizadas a los clientes y si ofrecen una evaluación continuada acerca de la idoneidad de los instrumentos financieros recomendados.

1.3. Prohibición de la recepción de incentivos procedentes de terceros en la prestación de determinados servicios financieros

La normativa actualmente en vigor establece la legitimidad de los incentivos a recibir en la comercialización o asesoramiento de productos de terceros así como en la gestión discrecional de carteras siempre y cuando se revelen claramente al cliente y se genere un valor añadido en la calidad del servicio prestado.

A los efectos de que los servicios en los que se presupone que el prestador de los mismos debe actuar en el exclusivo interés de los clientes, no se vean contaminados por otros intereses, en la propuesta de revisión de la MiFID se prohíben expresamente los incentivos procedentes de terceros y en particular de emisores o proveedores de productos, en la prestación de servicios de asesoramiento independiente y de gestión discrecional de carteras.

Este principio tan simple supondrá un cambio muy sustancial en la forma de entender el negocio financiero.

Los clientes españoles están habituados a pagar comisiones bajas, en relación a las cobradas en otros países, por la gestión discrecional y a no pagar por el asesoramiento. Asimismo el cliente español habitualmente no paga comisiones de suscripción o reembolso de Instituciones de Inversión Colectiva. Es evidente que la industria

tendrá que seguir generando un nivel de ingresos similar al que actualmente percibe con lo cual deberá cobrar comisiones más altas en alguno o en todos los productos o servicios anteriormente comentados.

1.4. Restricción de la aplicación de la ejecución de órdenes a iniciativa del cliente

La normativa actual permite la ejecución, sin evaluar su conveniencia, de órdenes sobre productos financieros no complejos cuando la iniciativa es del cliente, es decir, cuando no haya mediado aproximación de la entidad.

La operativa consistente en la recepción de la orden del cliente y su mera ejecución conocida por “sólo ejecución” ha supuesto de facto la adquisición por parte de inversores de productos que han devenido en inapropiados o inconvenientes para el perfil inversor del cliente. Además los clientes han adquirido en ocasiones productos en los que difícilmente puede entenderse la exclusiva iniciativa del inversor sin una aproximación previa de la entidad comercializadora.

El regulador ha considerado que uno de los puntos fundamentales a reforzar con la propuesta de revisión de la MiFID es precisamente evitar el uso indebido del procedimiento de “sólo ejecución”.

Así la propuesta de reforma ha restringido la aplicación del servicio de “sólo ejecución” de la siguiente forma:

- Este servicio es incompatible con el servicio auxiliar de otorgamiento de financiación cuyo fin es la adquisición de productos financieros.
- No es posible la prestación de este servicio en operaciones con instrumentos financieros que incorporen un derivado o una estructura que haga complicado al cliente comprender los riesgos inherentes a la misma.

En resumen el servicio de “sólo ejecución” prácticamente será adecuado sólo en operaciones sobre productos no complejos adquiridos al contado.

1.5. Consideración como productos financieros sujetos a la Directiva de determinados productos considerados tradicionalmente como productos bancarios

La calificación de un producto como depósito, sea estructurado o no, hace que dicho producto se considere un producto bancario que queda fuera del ámbito de MiFID y por lo tanto que el inversor adquirente de los mismos se vea privado de la protección que la Directiva otorga a los instrumentos del mercado de valores.

La consideración o no de un producto como depósito estructurado ha suscitado dudas incluso entre los profesionales del sector ya que no siempre es sencillo determinar la naturaleza de un producto financiero. Desde un punto de vista práctico el

sector ha venido considerando depósitos y, por lo tanto, productos bancarios no regulados por MiFID a los productos estructurados con garantía de capital y productos regulados por MiFID a los que no tenían garantía de capital.

La garantía del cien por cien del capital hacía que un producto se considerase, independientemente de su composición, un producto “seguro” apto para clientes conservadores sin conocimiento y experiencia inversora. El “riesgo emisor”, es decir, la probabilidad de que el emisor de los productos financieros o el garante del capital quebrase fue durante muchos años casi inexistente con lo que los comercializadores de estos productos se olvidaron del mismo. La quiebra de Lehmann Brothers en septiembre de 2008 vino a despertar bruscamente a la industria y, sobre todo, a los inversores.

La propuesta de revisión incluye como productos sometidos a la MiFID a todos los depósitos estructurados aun cuando garanticen al cien por cien el capital.

1.6. Regulación de las prestación de servicios a clientes minoristas por entidades radicadas fuera de la Unión Europea

Hasta el momento, cumpliendo con los requisitos que los reguladores nacionales tuvieran a bien exigir, las entidades financieras residentes fuera del espacio de la Unión Europea podían realizar actividades financieras en el espacio común europeo en régimen de libre prestación de servicios sin necesidad de un establecimiento permanente.

A los efectos de homogeneizar los requisitos a pedir por los distintos países de la Unión Europea y de someter a un mayor grado de control a las entidades, la propuesta de reforma exige que la prestación de servicios a clientes minoristas por entidades radicadas fuera de la Unión Europea se realice siempre a través de una sucursal establecida en un país de la Unión. Dichas sucursales deberán cumplir con las mismas normas de organización, de conducta, de transparencia y de conflictos de interés que las entidades locales.

1.7. Registro y mantenimiento de órdenes telefónicas o telemáticas

Si bien la obligación de mantener registros de grabaciones telefónicas y soportes documentales venía establecida desde hace largo tiempo por la mayoría de las regulaciones locales y concretamente por la española, los períodos que la normativa exigía eran cortos y hacía en la mayoría de los casos que dicha obligación no fuera útil.

La propuesta de revisión establece la obligatoriedad de mantener un registro de órdenes telefónicas y telemáticas durante un período de tres años y consagra el derecho de los clientes a acceder a todos los registros de este estilo que estén en poder de las entidades.

1.8. Sanciones administrativas

Pocas novedades pueden resaltarse en este asunto respecto de la actual normativa española puesto que ya recogía la antigua Ley del Mercado de Valores de 1988 los principios de:

- aplicar las sanciones tanto a las entidades como a las personas responsables;
- categorización de las sanciones, al menos, en revocación de la autorización administrativa, publicación de las mismas, cese de los miembros de los órganos de administración e inhabilitación de los mismos y sanciones pecuniarias;
- las sanciones pecuniarias podían superar en los casos de infracciones muy graves hasta en cinco veces el beneficio obtenido.

2. ESPECIAL REFERENCIA AL ASESORAMIENTO EN MATERIA DE INVERSIÓN

La Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, desarrollada por la Directiva 2006/73/CE, de la Comisión Europea, de 10 de agosto de 2006, reguló por primera vez a nivel europeo el asesoramiento en materia de inversión al incluirlo en la lista de servicios de inversión sujetos a su ámbito de aplicación¹, reservando su prestación a determinadas entidades financieras, fundamentalmente, entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, y dotándolo de normas de conducta específicas encaminadas a proteger al inversor.

Dichas Directivas, conocidas como la MiFID, fueron transpuestas al ordenamiento jurídico español por la Ley 47/2007, de 19 de noviembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y por el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de inversión y demás entidades que prestan servicios de inversión.

Antes de la MiFID el servicio de asesoramiento era reconocido como un servicio que, aún prestado habitualmente por los intermediarios financieros, era meramente auxiliar o accesorio de otros servicios de inversión, como la intermediación o ejecución de órdenes o la gestión de carteras, por lo que carecía de regulación específica y su prestación no estaba sujeta a la necesidad de obtener previa licencia o autorización.

La MiFID justificó su ascenso a la categoría de servicio de inversión autónomo y su necesidad de quedar sujeto a autorización administrativa y regulación propia en el hecho de que *los inversores dependen cada vez más de las recomendaciones personalizadas*². Se anunciaba así lo que la MiFID entendía por asesoramiento en materia de inversión como *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*³ y el qué se entendía a estos efectos por recomendación personalizada se dejaba a la normativa de desarrollo de la MiFID, operada por la Directiva 2006/73/CE⁴ según la cual una recomendación realizada a una persona en su calidad de inversor o posible inversor que se presenta como conveniente para esa persona o que se basa en una consideración de sus circunstancias personales y que recomienda realizar una operación relativa a un instrumento financiero específico o algún derecho conferido por dicho instrumento, constituye una recomendación personalizada.

La Directiva 2006/73/CE trató de delimitar el concepto del asesoramiento en materia de inversión, por una parte, excluyendo expresamente de su ámbito a las recomendaciones generales divulgadas exclusivamente a través de canales de distribución o al público -por ejemplo, los informes y análisis de inversiones, aunque se refieran a valores concretos- y, por otro lado, reconociendo en su considerando (81) la existencia de un tipo de asesoramiento *genérico* que aún pudiéndose presentar como conveniente para un cliente o basado en la consideración de las circunstancias de este, dicho asesoramiento recae sobre tipos o clases de instrumentos -por ejemplo, cierta clase de acciones, de bonos, de mercados, etc.- pero no sobre instrumentos financieros concretos por lo que no constituía asesoramiento en materia de inversión a los efectos de la MiFID.

Determinar qué constituía asesoramiento en materia de inversión cobraba así una especial relevancia ya que cuando se presta asesoramiento en materia de inversión, la MiFID impuso a los intermediarios junto a las normas de conducta generales aplicables a todo servicio de inversión de actuar con honestidad, imparcialidad y profesionalidad con arreglo al interés óptimo de sus clientes, unas normas adicionales de importantes consecuencias prácticas en la manera en que las entidades se relacionan con sus clientes. Nos referimos a la exigencia de evaluar la idoneidad de los servicios de inversión e instrumentos financieros recomendados a un cliente. Es el conocido *test de idoneidad* del artículo 19.4 de la Directiva 2004/39/CE, desarrollado por el artículo 35 de la Directiva 2006/73/CE, que implica la necesidad tener un amplio conocimiento de los clientes antes de asesorarles recabando de los mismos datos precisos que permita a las entidades disponer de la necesaria información para evaluar que las concretas operaciones que se recomiendan cumplan los siguientes criterios: a) responda a los objetivos de inversión del cliente en cuestión; b) sea de tal naturaleza que el cliente pueda, desde el punto de vista financiero, asumir cualquier riesgo de inversión relacionado coherente con sus objetivos de inversión; y c) sea de tal naturaleza que el cliente cuente con la experiencia y los conocimientos necesarios para comprender los riesgos que implica la operación.

Frente al test idoneidad, la MiFID estableció un test menos completo conocido como *test de conveniencia* diseñado para otros servicios de inversión, fundamentalmente, los de mera intermediación, esto es, recepción y transmisión de órdenes de clientes, y ejecución de las mismas, en los que la posible influencia de la entidad sobre

el cliente es menor. El test de conveniencia exige únicamente valorar los conocimientos y experiencia inversora del cliente cuando el producto o servicio es simplemente ofrecido o comercializado por la entidad, sin mediar asesoramiento, o cuando obediendo la operación a la exclusiva iniciativa del cliente, dicha operación se refiere a un producto financiero complejo.⁵

La mayor intensidad de las normas de protección al inversor cuando el servicio que se presta es asesoramiento en materia de inversión, hace que delimitar su ámbito frente al de la simple comercialización u oferta de productos haya constituido una de las cuestiones más discutidas desde la publicación de la MiFID. Y así, con objeto de aclarar los distintos supuestos en los que se presta dicho servicio de inversión, el Comité Europeo de Reguladores de Valores (“CESR”), tras una fase de consultas a la industria, publicó en abril del 2010 un documento denominado *Questions and Answers, Understanding the definition of advice under Mifid*⁶ en el que se planteaban una serie de preguntas y respuestas para delimitar el alcance del concepto de asesoramiento de inversiones. Partiendo de este documento, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (“CNMV”) elaboró en diciembre del 2010 una *Guía sobre la Prestación del Servicio de Asesoramiento en materia de inversión*⁷, cuyo apartado 2º se ocupaba de la distinción entre comercialización y asesoramiento en materia de inversión. Dentro del concepto de asesoramiento, la Guía distinguía el *asesoramiento recurrente*, en que el cliente tiene una relación continuada con su asesor que periódicamente le presenta recomendaciones de inversión, y el *asesoramiento puntual o venta asesorada*, en el que esporádicamente, la entidad puede realizar al cliente recomendaciones de inversión. Como quiera que sea dicho asesoramiento, la Guía de la CNMV, siguiendo los criterios de documento del CESR, establecía que para concurrir a asesoramiento en materia de inversión, habían de cumplirse conjuntamente los siguientes requisitos:

- debe tratarse de una recomendación, es decir, debe incluir un elemento de opinión por parte de quien presta el servicio y no tratarse sencillamente de una información o explicación de las características y riesgos de una operación o servicio financiero;
- que se realice respecto a una o más operaciones relativas a instrumentos financieros concretos y no de forma genérica respecto a un tipo de activos o productos financieros;
- ser personalizado, es decir, presentarse explícita o implícitamente como idónea para esa persona basándose en una consideración de sus circunstancias personales;
- debe realizarse a través de medios que no consistan exclusivamente en canales de distribución dirigidos al público en general como anuncios en prensa, televisión o radio;
- ser individualizado, esto es, realizarse a una persona en su calidad de inversor o posible inversor o en calidad de apoderado o representante del mismo.

Según la Guía de la CNMV, dichos cinco elementos, pueden resumirse en dos fundamentales: (i) que exista una recomendación sobre instrumentos financieros concretos, ya sea explícita o implícita y, (ii) que la recomendación sea personalizada, es decir, que se presente como idónea al inversor basándose en sus circunstancias personales.

Tras proporcionar diversas pautas sobre lo que debe considerarse una recomendación personalizada y sobre los tipos de recomendaciones que quedarían fuera del ámbito del asesoramiento en materia de inversión, como son las recomendaciones generales o las que constituyen asesoramiento genérico, la Guía recordaba la consecuencia más importante derivada de la calificación de servicio prestado como asesoramiento en materia de inversión que no es otra *que una entidad no puede recomendar productos no idóneos para el cliente. Ello implica que, antes de emitir la recomendación personalizada, la entidad debe obtener determinada información para poder concluir si el producto es o no idóneo para el cliente y, en consecuencia, si puede seguir adelante emitiendo la recomendación.*

3. LAS NUEVAS NORMAS DE CONDUCTA DEL LA MIFID II SOBRE ASESORAMIENTO DE INVERSIONES

Al poco tiempo de la entrada en vigor de la MiFID y en un ambiente de desconfianza generada por la crisis financiera, la Comisión Europea plantea la necesidad de revisar la MiFID. Se habla así de MiFID II. Desde el punto de vista la protección al inversor y pese al avance que supuso la MiFID en este ámbito, la reforma se justifica en las deficiencias detectadas en algunas de sus disposiciones, que no proporcionan a los inversores los más altos niveles de protección deseados ni evitan la comercialización de productos no adecuados. En lo que aquí interesa, la MiFID II propone extender su normas a productos y servicios similares a los cubiertos por sus normas, aclarar las incertidumbres relativas al alcance de los servicios de mera ejecución de órdenes, revisar las condiciones del servicio de asesoramiento en materia de inversión y prohibir, cuando dicho asesoramiento se presente como independiente, los incentivos monetarios o de otra naturaleza que perciben los intermediarios financieros de terceros proveedores de productos.⁸

La Comisión Europea publicó su propuesta de modificación de la Directiva MiFID el 20 de octubre de 2011. Dado que el proceso legislativo de la Unión Europea exige la aprobación conjunta del texto de modificación por parte del Parlamento Europeo y el Consejo, una y otra instancia han ido aportando sus enmiendas a la propuesta de la Comisión. El Parlamento aprobó las suyas el 26 de octubre del 2012. El Consejo, por su parte, ha ido elaborando diferentes borradores. A la fecha del presente trabajo, el último publicado es de fecha 21 de marzo del 2013, bajo la presidencia irlandesa.⁹

A la espera por tanto de aprobación de un texto definitivo de MiFID II, pueden anunciarse las principales novedades de la misma en lo que concierne las nuevas normas de conducta sobre asesoramiento de inversiones partiendo de los considerandos 51 a 53 del borrador de la Comisión Europea. Y así, el considerando 51, recuerda el punto de partida y el objetivo de la MiFID II en este ámbito cuando dice que al adoptarse la Directiva 2004/39/CE la dependencia cada vez mayor de los inversores de recomendaciones personalizadas obligó a incluir la prestación de servicios de asesoramiento en materia de inversión entre los servicios de inversión sujetos a autorización y a normas de conducta específicas. El hecho de que las recomendaciones personalizadas sigan ejerciendo una influencia notable en los clientes y la complejidad cada vez mayor de los servicios e instrumentos financieros exigen un reforzamiento de las normas de conducta con el fin de aumentar la protección de los inversores. El considerando 52 adelanta que uno de los principales aspectos en lo que va consistir dicho reforzamiento es el de la transparencia de las condiciones en las que se preste el asesoramiento en materia de inversión con requisitos de información mayores. Dicho considerando también anuncia nuevas restricciones en la percepción por los intermediarios financieros de incentivos de terceros proveedores de productos, en especial, si el asesoramiento que prestan se presenta de carácter independiente.

Por su parte, el Considerando 53 se refiere a la conveniencia de reforzar las condiciones para la prestación de los servicios de inversión que sólo consistan en la ejecución y/o la recepción y transmisión de órdenes de los clientes, puesto que como se ha visto antes, los clientes de tales servicios no gozan de la protección superior de las normas de conducta aplicables al servicio de asesoramiento.

A continuación se analizarán los anteriores aspectos de la MiFID II a la luz del texto propuesto por la Comisión teniendo en cuenta las enmiendas del Parlamento y Consejo Europeo.

3.1. Nuevas obligaciones pre-contractuales

Consisten fundamentalmente en un aumento de los requisitos de información previa sobre el servicio de asesoramiento de inversión. Así, las entidades deben proporcionar a sus clientes o posibles clientes información sobre los siguientes extremos: (i) si el asesoramiento se presta de forma independiente; (ii) si se basa en un análisis global o más restringido del mercado y (iii) si la entidad proporcionará al cliente una evaluación continuada sobre la idoneidad de los instrumentos financieros recomendados.

El borrador del Consejo exige que dicha información se proporcione con la oportuna antelación. Por su parte, la enmiendas introducidas por el Parlamento Europeo se ocupan de desarrollar el contenido de la información previa, requiriendo que las misma especifique los siguientes elementos: a) La gama de productos de inversión e instrumentos financieros en los que se basará la recomendación y, en particular, si esta

gama se limita a instrumentos financieros emitidos o facilitados por entidades que tengan vínculos estrechos con la empresa de inversión; b) la existencia o no de honorarios que debe pagar el consumidor por el asesoramiento y, en caso afirmativo, su valor o la base para su cálculo; c) si la empresa de inversión recibe honorarios, comisiones, beneficios monetarios o no, u otros incentivos abonados por un tercero en relación con la prestación del asesoramiento y, en su caso, los procedimientos para transferirlos al cliente; y d) si la empresa de inversión comunicará al cliente una evaluación periódica de la idoneidad de los instrumentos financieros que le ha recomendado.

De los anteriores requisitos de información previa, destaca la nueva obligación que tendrán las entidades de informar a sus clientes o posibles clientes sobre si el asesoramiento se va a prestar de *forma independiente*. La MiFID II introduce así esta nueva categoría de asesoramiento caracterizándolo, por un lado, por la mayor amplitud del análisis de productos financieros y, por otro lado, por eliminar conflictos de interés potenciales como son los que pueden surgir de los incentivos o comisiones satisfechas al asesor por parte de los terceros proveedores de los productos.

En cuanto al primer aspecto, el texto de la Comisión lo configura obligando a la entidad a evaluar un número lo suficientemente elevado de instrumentos financieros disponibles en el mercado. Tales instrumentos financieros deben estar diversificados en lo que respecta a su tipo y a sus emisores o proveedores de productos, y no deben limitarse a instrumentos financieros emitidos o facilitados por entidades que tengan vínculos estrechos con la empresa de inversión, ni, según enmienda propuesta por el Parlamento, a los productos financieros emitidos o distribuidos por la propia entidad que asesora.

Es de esperar que la normativa de desarrollo de la MiFID II aclare el alcance de este primer aspecto del asesoramiento independiente que en la industria financiera se conoce como “arquitectura abierta”. En especial, serían muy convenientes orientaciones más precisas sobre qué debe considerarse un número suficientemente amplio de productos. En este sentido, una de las enmiendas introducidas por Parlamento Europeo incluye los criterios para la evaluación de diversos emisores y proveedores de productos entre las facultades de la Comisión para adoptar actos delegados de conformidad con el artículo 94 del borrador de la MiFID II.

El segundo aspecto del asesoramiento independiente se resuelve eliminando potenciales conflictos de interés al prohibirse a las entidades aceptar o recibir honorarios, comisiones u otros beneficios monetarios abonados o proporcionados por un tercero o por una persona que actúe por cuenta de un tercero en relación con la prestación del servicio a los clientes. El texto del Consejo deja fuera de la prohibición a los incentivos no monetarios de poca relevancia, siempre que el cliente sea informado de su existencia, que puedan incrementar la calidad del servicio de asesoramiento y que por su naturaleza no menoscaben el deber de la entidad de actuar en el mejor interés de sus clientes. Piénsese, por ejemplo, en el pago por parte de proveedores de productos de servicios de análisis o research, cursos de formación, etc.

La MiFID II seguiría así el modelo anglosajón en el cual solo se permite a los asesores ser remunerados por sus clientes y no por terceros.¹⁰ En cualquier caso, de prosperar la enmienda introducida por el Parlamento Europeo en materia de incentivos, el modelo propuesto por MiFID II sería menos severo ya que la prohibición absoluta de incentivos de terceros se aplicaría únicamente al asesoramiento independiente, mientras que, en el asesoramiento no calificado de independiente podría dejarse a los Estados miembros cierto margen para imponer otras restricciones a los incentivos de terceros, sin llegar a prohibirlos, entre ellas, retroceder al cliente su importe o compensarlo con las comisiones a pagar por el cliente por el servicio de asesoramiento.

3.2. Nuevas obligaciones post-contractuales

Se mantiene la necesidad de que el asesoramiento de inversión se preste en condiciones de idoneidad, lo que, como antes se ha visto, requiere realizar una evaluación del cliente sobre sus conocimientos y experiencia inversora, situación financiera y objetivos de inversión, con el fin de que la entidad pueda recomendarle los productos financieros que más le convengan. El borrador del Parlamento Europeo intensifica la exigencia de idoneidad, estableciendo que cuando el asesoramiento recaiga sobre carteras o combinaciones de productos, la evaluación se refiera tanto al conjunto como a cada uno de los productos que las compongan. Asimismo, dicho borrador refuerza la información a recabar del cliente sobre su situación financiera exigiendo que la misma incluya referencias a la capacidad del cliente para soportar pérdidas y a su tolerancia al riesgo, elementos de evaluación de la idoneidad que en el marco de la MiFID I se dejaban al desarrollo por parte de la Directiva de segundo nivel.¹¹

Pero lo que es la novedad de la MiFID II en este ámbito es la obligación de facilitar a los clientes que no sean profesionales¹² una explicación o justificación de las recomendaciones realizadas. Así, el texto de la Comisión exige que la entidad especifique de qué manera el asesoramiento proporcionado se ajusta a las características personales del cliente. Las enmiendas del Parlamento desarrollan esta exigencia, estableciendo que la recomendación se proporcione en un soporte duradero, que incluya, al menos, los objetivos de inversión del cliente y una explicación de cómo el asesoramiento cumple con dichos objetivos y se ajusta a las características personales del cliente. Por su parte, el borrador del Consejo exige, con carácter previo a la realización de la operación recomendada, que la entidad proporcione una declaración escrita sobre la idoneidad de la misma en la que se explique cómo cumple la recomendación con las preferencias, necesidades y otras características del cliente no profesional.

La exigencia de constancia documental de la recomendación no es una novedad en nuestro ordenamiento interno. Ley 47/2007, de 19 de noviembre, por la que se modificó la Ley 24/1988, de 28 de Julio, del Mercado de Valores con objeto de incorporar al Derecho español la MiFID I introdujo la necesidad de que las recomenda-

ciones personalizadas a los clientes constaran por escrito u otro medio fehaciente¹³. Más tarde, la CNMV mediante Resolución de 7 de octubre de 2009 sobre los registros mínimos a mantener por las empresas que presten servicios de inversión creó uno específico para el asesoramiento de inversión. Según la citada Resolución, en dicho registro debía anotarse la constancia escrita o fehaciente de la recomendación, en la que se reseñe la información que evidencie (i) el cliente minorista al que se ha prestado el asesoramiento; (ii) la recomendación y; (iii) el instrumento financiero o la cartera que ha sido recomendado, haciendo constar, entre otros, la fecha de la recomendación.

La importante novedad de la MiFID II de entregar al cliente una explicación sobre la idoneidad de la recomendación realizada, se ha anticipado en España desde el 31 de agosto del 2012 fecha de entrada en vigor del Real Decreto-ley 24/2012 de reestructuración y resolución bancaria, cuyas disposiciones finales, entre medidas de muy diversa índole, introducen importantes modificaciones a la Ley del Mercado de Valores que afectan a la comercialización de productos financieros y asesoramiento en materia de inversión. En lo que a efectos del asesoramiento interesa, la disposición final tercera del citado Real Decreto-Ley modifica el apartado 6 del artículo 79 bis de la Ley de Mercado de Valores estableciendo como nueva obligación de las entidades que presten asesoramiento la de proporcionar *al cliente por escrito o mediante otro soporte duradero una descripción de cómo se ajusta la recomendación realizada a las características y objetivos del inversor*.

Se adelanta así la normativa interna esta nueva obligación de la MiFID II, cuando está aún no ha sido aprobada, y sin preverse para las entidades periodos transitorios de adaptación a la nueva exigencia¹⁴ ni establecerse criterios sobre los términos o alcance de la explicación de idoneidad a proporcionar al cliente, más allá de la genérica referencia a sus características y objetivos.

Al tiempo de convalidarse por el Congreso de los Diputados y tramitarse como proyecto del Ley el citado Real Decreto-ley 24/2012, dando lugar a la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, la CNMV, en uso de las habilitaciones conferidas por dicha Ley, daba audiencia pública a un proyecto de Circular que trata de desarrollar las nuevas materias incorporadas a la Ley del Mercado de Valores relativas a la evaluación de la idoneidad y conveniencia y que constituyen, como se ha señalado, un anticipo de las medidas propuestas de la MiFID II sobre dichas cuestiones en nuestro ordenamiento interno.

El proyecto de Circular de la CNMV desarrolla la nueva obligación de información en el proceso de evaluación de la idoneidad exigiendo que la descripción de cómo se ajusta la recomendación realizada a las características y objetivos del inversor se proporcione por escrito o mediante otro soporte duradero cada vez que la entidad efectúe una recomendación la cual deberá ser coherente con todos los aspectos evaluados al cliente.

Se exige, además que la entidad recabe una copia firmada por el cliente del documento entregado en el que deberá figurar la fecha en que se realiza la entrega o

acreditar de otra forma fehaciente el cumplimiento de la obligación de proporcionar la descripción de idoneidad.

En cuanto alcance de dicha descripción, el proyecto de Circular exige que la misma se refiera, por una lado, a los términos en que se haya clasificado el producto o servicio recomendado tanto desde el punto de vista de su riesgo de mercado, de crédito y liquidez como de su complejidad y, por otro lado, a la evaluación realizada al cliente de sus objetivos de inversión, situación financiera y conocimientos y experiencia. Si bien este último aspecto de la descripción esta claramente previsto en las propuestas de MiFID II, no lo esta el referido a la clasificación del producto o servicio. Aquí se va más allá y, de prosperar la redacción inicial del proyecto de Circular de la CNMV, las entidades tendrán que dedicar importantes esfuerzos en tener debidamente clasificados cada uno de los productos recomendados según los criterios de riesgo indicados y perfilar sus clientes en función de los mismos, frente a la práctica más común de la entidades de clasificar los productos por tipos o, incluso “familias de productos” homogéneas en cuanto a su naturaleza y riesgo.

Finalmente, y con carácter adicional a la obligación de proporcionar al cliente una justificación sobre la idoneidad por cada recomendación realizada, conviene no olvidar que entre los nuevos requisitos de información en materia de asesoramiento de inversiones que introduce la MiFID II esta la obligación de comunicar al cliente, con carácter previo a la prestación del servicio, si la entidad le va a proporcionar un seguimiento periódico acerca de la idoneidad de los instrumentos financieros recomendados. En tal caso, el borrador del Parlamento Europeo que exige que la entidad comunique también al cliente la frecuencia de dicho seguimiento y la periodicidad del envío del informe correspondiente así como que dicho informe incluya una actualización de la evaluación de idoneidad de los productos y el rendimiento de los mismos.

3.3. Restricción del ámbito de la “sola ejecución”

Como se ha visto anteriormente, cuando el servicio de inversión que presta una entidad consiste en la ejecución y/o recepción y transmisión de una orden del cliente, sin mediar asesoramiento, la MiFID I únicamente exige recabar información relativa a los conocimientos y experiencia inversora del cliente, a los efectos de comprobar la adecuación de los productos ofrecidos a dichas circunstancias. Es el llamado test de conveniencia, más limitado, por tanto, que el de idoneidad, que exige un conocimiento de las circunstancias personales del cliente mucho más profundo. También se ha visto que la MiFID I permite prestar dichos servicios de ejecución y/o recepción y transmisión de órdenes de los clientes, sin necesidad si quiera de recabar información relativa a los conocimientos y experiencia inversora del cliente ni, por tanto, de realizar test de conveniencia, cuando dichos servicios son de “sola ejecución”, es decir, se prestan por la exclusiva iniciativa del cliente, sin aproximación de la entidad, salvo que el producto sobre el que versa la orden del cliente sea complejo.

Si la distinción entre asesoramiento y comercialización resulta de gran relevancia, puesto que determina si es necesario realizar el test de idoneidad o no, también lo es, en el ámbito de la venta de productos financieros, la distinción entre productos complejos y no complejos puesto que determina si es necesario realizar el test de conveniencia o no. Pese a la importancia de la distinción, la MiFID no proporciona una definición de producto complejo, sino que enumera una lista de productos que se consideran no complejos¹⁵ o proporciona ciertos criterios para la consideración de un producto como no complejo¹⁶. De aquí que CESR publicara en noviembre de 2009 un documento denominado “Q&A MiFID complex and non complex financial instruments for the purposes at the Directive’s appropriateness requirements”¹⁷ y la CNMV, por su parte, una “Guía sobre la catalogación de instrumentos financieros como complejos o no complejos” en octubre de 2010.

Permitida, por tanto, cuando se trate de servicios de sola ejecución, la venta de productos financieros no complejos sin necesidad del test de conveniencia, con la consiguiente disminución de la protección de los inversores, la MiFID II va a endurecer las condiciones para la prestación de dichos servicios y ampliar notablemente los supuestos en los que habrá que evaluar la conveniencia.

Así, por un lado, la MiFID II considera que la prestación conjunta por una misma entidad de varios servicios si *aumenta la complejidad de la operación y hace más difícil comprender los riesgos que entraña*¹⁸, puede determinar la necesidad de realizar el test de conveniencia, como sucede cuando el servicio de sola ejecución se presta en unión del servicio auxiliar de inversión consistente en la concesión de créditos o préstamos a inversores para facilitar a estos la compra de productos financieros (aunque estos sean no complejos). Por otro lado, excluye de la lista de productos que bajo la MiFID I se consideran no complejos a cualesquiera valores que incluyan derivados o incorporen una estructura que dificulte al cliente la comprensión de los riesgos en que incurre, incluidas instituciones de inversión colectiva estructuradas.¹⁹

En consecuencia, la MiFID II mantiene el criterio de que la complejidad del servicio o producto determina la necesidad de hacer el test de conveniencia, pero reduce de forma considerable, el ámbito material de los servicios de sola ejecución con la consiguiente intensificación las normas de conducta en el ámbito de la comercialización de productos financieros.

Esta intensificación de la normas de conducta también ha sido adelantada a nuestro ordenamiento interno mediante las últimas modificaciones introducidas en la Ley del Mercado de Valores que establecen nuevas obligaciones para las entidades en el ámbito de la distribución o comercialización de productos no previstas entre las medidas propuestas por la MiFID II y que, por tanto, pueden colocar a las entidades españolas con mayores cargas frente a sus competidoras europeas.

En efecto, en un contexto de denuncias de prácticas irregulares en relación con la comercialización de las participaciones preferentes y con el fin de reforzar los poderes de la CNMV con respecto a la comercialización de productos de inversión, espe-

cialmente complejos, se promulga el antes citado Real Decreto-ley 24/2012, de 31 de agosto convertido como antes de ha visto en la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, cuya disposiciones final tercera modifica algunos apartados del artículo 79 bis de la Ley del Mercado de valores con importantes consecuencias en la comercialización de productos por parte de las entidades.

Así, en lo que respecta a la información sobre riesgos asociados a los productos y estrategias de inversión, se faculta a la CNMV, cuando esta lo considere necesario, a exigir a las entidades la inclusión de advertencias en la información que entreguen a los inversores con carácter previo a la adquisición de un producto financiero. También se les podrá exigir que, en la publicidad, incluyan las advertencias necesarias y, en particular, las que destaquen que se trata de un producto no adecuado para inversores no profesionales debido a su complejidad.

En paralelo con la exigencia de la MiFID II para el asesoramiento de inversiones de entregar al cliente una explicación o justificación de la idoneidad de cada recomendación, se establece la obligación de entregar al inversor una copia del documento que recoja la evaluación de la conveniencia realizada en la que se concrete si el servicio o el producto es adecuado o no para él. La CNMV en su proyecto de Circular publicado en noviembre del 2012 de desarrollo de esta nueva exigencia también requiere que la entidad recabe una copia firmada por el cliente del documento de conveniencia entregado en el que deberá figurar la fecha en que se realiza la entrega o acreditar de otra forma fehaciente el cumplimiento de esta obligación y ello cada vez que se realice la evaluación de un *tipo de producto determinado*.

Lo anterior constituye un nueva obligación para las entidades comercializadoras de valores, no prevista en la MiFID, puesto que esta solo exige advertir al cliente de la no adecuación del producto a sus conocimientos y experiencia o que no es posible evaluar su conveniencia porque el inversor no ha proporcionado información sobre sus conocimientos y experiencia, pero no la entrega de documento de evaluación en todo caso. Es de esperar, que la normativa de desarrolle aclare que dicho requisito pueda entenderse cumplido con ocasión de la evaluación de cada tipo o tipos de productos y no cada vez que se realiza una operación sobre tal tipo o tipos de productos.

Y ello para productos no complejos, ya que si el producto cuya evaluación resulta negativa es un producto complejo, entonces, si el cliente decide seguir adelante con la operación, este deberá expresar de forma manuscrita que ha sido advertido de este hecho por la entidad o de que esta no ha podido evaluar su conveniencia por falta de información.

Por último, con la finalidad de impedir que a un cliente se le pueda ofrecer nuevamente un producto no conveniente según la evaluación previamente realizada, la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, crea un registro de productos cuya conveniencia haya sido evaluada con resultado negativo obligando a las entidades a mantener en todo momento unos registros actualizados de sus clientes y los productos no adecuados para ellos. Otra medida de gran calado no prevista en la MiFID II.

4. EXPERIENCIAS Y DIFICULTADES EN LA APLICACIÓN DE LAS NORMAS SOBRE ASESORAMIENTO DE INVERSIONES

En este apartado se pretende aportar la experiencia y visión de los autores que se desenvuelven en el día a día en el ámbito de la empresa de servicios de inversión que realiza la labor de asesoramiento como actividad central de su negocio habitual con un enfoque de Banca Privada, sin pretender agotar la enumeración de los conflictos o dificultades que se plantean de una manera o de otra en todas las entidades dedicadas al asesoramiento financiero.

Se trata de dar a conocer a los actores del sistema que existen combinaciones de factores importantes a los que no se les presta la debida atención, como son el nivel de conocimientos financieros de los inversores en general, la expectativa de tipos de interés que se plantean para sus inversiones financieras, el entorno de los años 2007-2012 con rentabilidades reales negativas en las grandes economías mundiales, etc. que hacen que muchas veces la percepción del binomio rentabilidad riesgo del ahorrador se vea distorsionada.

No son únicamente las políticas de incentivos de los asesores financieros, o la búsqueda de los márgenes y resultados de las entidades financieras, las que generan inversiones no adecuadas.

Es habitual para los asesores encontrarse con numerosos clientes que declaran tener un perfil de riesgo moderado o incluso adverso al riesgo pero que se acercan a las entidades solicitando productos que obtengan rentabilidades que ellos consideran “normales” de un 5% ó 6%, todo ello en un entorno español de referencias de tipos de interés a Euribor a un año de alrededor del 1% y una inflación aproximada del 2,3%.

Se plantean por tanto, a pesar de la existencia de las guías de la CNMV sobre asesoramiento e inversión, la específica de test de idoneidad y conveniencia, las de ESMA (antes CESR) y toda la construcción teórica ya expuesta en este artículo acerca del asesoramiento y test de idoneidad y conveniencia, algunas incidencias llamativas derivadas del contacto diario con los clientes.

Se pretende por tanto reflejar las dudas que surgen, con las que el sector convive y que trata de resolver con el objetivo de que puedan ser de utilidad como punto inicial para enriquecer la reflexión y el debate y por tanto contribuir a replantear métodos de trabajo o actuación.

4.1. La Frontera del asesoramiento

No en todas las ocasiones las reuniones o conversaciones con los clientes surgen de situaciones en las que el asesor financiero tiene un objetivo claro de revisión de la cartera, recomendación de un producto...

Cuando el cliente toma la iniciativa, llama, se presenta de improviso y tiene en mente una idea de inversión, no necesariamente concreta y pregunta a su asesor

comercial sobre un valor o un fondo de inversión o cualquier otro producto financiero sin concretar importe que piensa invertir y solicita, consejo, asesoramiento, opinión... ¿cómo debe considerarse la respuesta del asesor?

Hasta este punto se entiende que se trata de un asesoramiento genérico, pues el cliente pregunta por la bondad del producto, sus características, sin que el asesor pueda determinar si es adecuado al cliente y a su perfil en ese momento al no fijar el importe de la inversión. Sin embargo, en el momento en que es conocido el importe, pasa la frontera hacia una solicitud de recomendación por parte del cliente y el comercial está realizando una recomendación personalizada debe tratarse como tal en los sistemas informáticos que controlan la idoneidad en cada entidad y que debe reportarse como tal a la CNMV en los oportunos estados actualmente vigentes.

Este hecho suele plantear multitud de problemas prácticos a los asesores y a las entidades, ya que llegado este punto es realmente complicado procesar dicha recomendación como tal en los sistemas, al tiempo que se está hablando telefónicamente o en forma presencial con el cliente por limitaciones de los sistemas informáticos, que normalmente implican la presencia física del comercial en la oficina junto al sistema, la inmediatez que requiere el cliente...

4.2. El asesoramiento en el entorno personal o familiar y la presunción de asesoramiento por parte de la entidad financiera

La CNMV establece en su Guía sobre la prestación del servicio de asesoramiento publicada en fecha 23 de diciembre de 2010 sobre asesoramiento, el criterio, por ejemplo, de que en actividades de Banca Privada ó Banca Personal el 90% de las operaciones deben ser consideradas como de asesoramiento recurrente. Esto supone un serio hándicap cuando el cliente recibe constantemente un asesoramiento financiero por parte de una persona cercana que luego en ocasiones sí en ocasiones no, contrasta con el asesor financiero profesional colocando a éste en una situación compleja, en cuanto a la presunción de asesoramiento frente al regulador.

A pesar de que la iniciativa del producto e importe no haya partido del comercial de banca privada, la presunción de asesoramiento recae desde el punto de vista regulatorio sobre la entidad, que es quien debe intentar demostrar que el asesoramiento no ha tenido lugar. A título de ejemplo, un modo fehaciente de demostrar que en este tipo de órdenes, (aunque de ejecución a efectos de la entidad que las recibe y ejecuta) ha existido asesoramiento financiero y recomendación de producto por un tercero que no ostenta la condición de empleado de la entidad financiera que recibe y ejecuta (presunción que trasluce la mencionada guía) es mediante carta firmada por el cliente final, reconociendo explícitamente la existencia de un asesor diferente del designado por la entidad de banca privada.

4.3. La existencia de perfiles de riesgo globales respecto de todos los activos del cliente o solamente referidos a los activos o cuentas depositados en cada entidad. *Client Risk Profile y Portfolio Risk Profile*

En lo que a este tema se refiere, el debate entre los distintos sistemas y metodologías actualmente existentes, genera largos intercambios de opinión entre los equipos comerciales, el *Management* y los equipos de control de riesgos.

Por un lado parece lógico que dentro del conocimiento que tienen las entidades financieras de sus clientes, este no suele ser completo, al no tener depositada en la misma entidad todos sus activos financieros, aunque sea por un simple criterio de diversificación de las inversiones.

Hay entidades que se enfocan al conocimiento del perfil global del cliente y otras que solamente perfilan sus clientes al respecto de los activos que mantiene en la entidad, sin tener en cuenta activos depositados fuera de la entidad ya que su existencia y la constante actualización de dicha información hacen materialmente imposible el seguimiento adecuado y actualización de dichos perfiles.

El perfil de riesgo global puede funcionar bien cuando una entidad concentra la mayoría de los activos financieros de un cliente. Es decir, cuanto mayor concentración de activos en la entidad es más fácil que el perfil del cliente este ajustado a su cartera. Sin embargo, cuando un cliente decide aproximarse a una entidad, buscando solamente un producto concreto o un tipo de producto concreto, cuando busca un especialista, resulta improbable que la tolerancia al riesgo general esté ajustada a esos activos (generalmente los más arriesgados de su cartera) y a la entidad le resulta muy difícil comprobar si esa parte de activos sobre los que asesora representa realmente la parte más arriesgada del perfil global del cliente.

Este sistema plantea la paradoja de que un cliente pueda o no tener perfiles inversores diferentes en cuentas o carteras distintas dentro de una misma entidad, en función de los activos que desee depositar en dichas cuentas o carteras.

A este asunto debe añadirse también la dificultad técnica de perfilar a los clientes por cliente y no por cuenta, ya que es ésta la unidad base de la mayoría de los sistemas informáticos actuales. Muchos clientes podrían tener perfiles diferentes en unas u otras cuentas.

4.4. El “desperfilamiento” de las carteras asesoradas por la introducción de órdenes de mera ejecución por parte del cliente

Se plantean en este caso aquellas situaciones en las que se producen los hechos siguientes. En primer lugar el cliente tiene abierta una cuenta en una entidad de banca privada, cuyos asesores comerciales prestan (con contrato o sin él) un asesoramiento activo, manifiesto y habitual a dicho cliente manteniendo una relación recurrente con él revisando la cartera...etc. Por decirlo de una manera común la relación se desarrolla en un proceso de asesoramiento normal.

Ocurre, que no en todos los casos las órdenes sobre esa cuenta, comprar, vender, mantener tienen por qué necesaria y exclusivamente tener su origen en el asesoramiento prestado por la entidad.

La experiencia señala que en muchos casos es el cliente el que por propia iniciativa, por consejo de familiar o conocido, en definitiva, por motivo ajeno a la entidad cuyo empleado le asesora, decide comprar un activo, a consecuencia del cual, la cartera mantenida adopta una posición de riesgo superior al perfil que el cliente tiene firmado en la entidad como consecuencia de las respuestas facilitadas al correspondiente cuestionario de idoneidad.

Esto coloca a la entidad, pese a haber realizado sus deberes de forma correcta, en una situación incómoda, ya que, la cartera del cliente se encuentra fuera de su perfil de riesgo (desperfilada). Excedida en riesgo.

Las soluciones al caso pueden ser varias, desde solicitar al cliente la firma de un nuevo cuestionario de perfil de riesgo al objeto de alinear el contenido de la cartera con el perfil verdadero, a dejar de prestar el asesoramiento o solamente asesorar la venta de alguno de los productos arriesgado que hacen que la cartera exceda el perfil de riesgo..

También podría plantearse aislar las operaciones que efectivamente exceda el perfil de riesgo que hayan sido a propia iniciativa del cliente, sin recomendación de la entidad, de forma que la medición de los perfiles se realizara exclusivamente sobre aquellas operaciones realizadas, que han sido asesoradas y no sobre aquellas que el cliente ha decidido por sí mismo.

El problema es la diferenciación de estas posiciones no solamente a efectos de registro en los sistemas internos de las entidades, sino que en la práctica, lo que habitualmente el cliente hace es preguntar, pedir asesoramiento sobre la cartera completa, incluidas las posiciones que no ha recomendado previamente el gestor comercial, el cual al opinar ya de hecho está dando recomendación sobre ellas, asesorando, recomendando comprar incrementar vender o mantener.

Como en los casos anteriores la solución a este conflicto plantea numerosos problemas en la práctica.

4.5. La calidad y coherencia de las respuestas facilitadas por los clientes en los cuestionarios de perfil de riesgo

Es este un aspecto esencial al construirse el posterior asesoramiento de las entidades y los gestores en las respuestas a estos cuestionarios y que después son trasladadas a un determinado perfil de riesgo.

¿Qué capacidad tienen las entidades y sus empleados para detectar y rectificar incoherencias en los datos facilitados?

En muchos casos los clientes facilitan información respecto a determinados aspectos no consistente con los datos que el propio asesor posee, como por ejemplo, la experiencia inversora. Existen clientes que han tenido experiencia probada en la

entidad en inversión en renta variable, o en derivados y luego indican en los cuestionarios de perfil de riesgos que no la tienen.

En lo que se refiere a los conocimientos concretos de los clientes, parece más fácil de fijar en términos generales, pero más difícil de concretar, ya que en muchos casos están basados en afirmaciones realizadas por los clientes (sobre conocimientos teóricos de los riesgos) o en experiencia en la adquisición de productos en otras entidades financieras, aspectos sobre los cuales en muchas ocasiones no hay evidencias determinantes.

Y respecto a la situación financiera del cliente, su horizonte temporal de inversión, el patrimonio financiero global, patrimonio inmobiliario, sus necesidades de liquidez o rendimiento, son escasas las posibilidades de contraste por parte de su asesor en la mayoría de los casos.

Por último, los objetivos de inversión de un cliente son generalmente difícilmente discutibles y tremendamente variables en función de la percepción del riesgo en los mercados o la búsqueda de rendimiento por parte del inversor.

4.6. La complejidad “real o no” de los productos sobre los que se asesora

Un criterio que parece estar claro en la normativa es que son complejos todos los productos financieros en cuyo diseño está incluido de forma explícita o implícita un derivado financiero. No obstante la cuestión de la complejidad de un producto genera un extenso y profundo debate. Hay que recordar que “no complejo” no es lo mismo que no arriesgado.

¿Qué es un producto financiero complejo? ¿Es un fondo de inversión un producto complejo?

¿Debemos atender al subyacente o al envoltorio? ¿Son igual de no complejas todas las acciones cotizadas? ¿Es un forex forward Euro-USD un producto complejo?

Estas y muchas otras preguntas se plantean. Los primeros resquicios en la declaración de no complejidad de los fondos de inversión han aparecido cuando el regulador ha calificado determinados fondos de inversión “como no recomendables o convenientes para su distribución masiva”.

Existen numerosos fondos de inversión que tienen subyacentes complejos. Desde fondos de inversión que como subyacentes tienen estrategias en derivados, otros que invierten en materias primas o índices de materias primas, y sin embargo, por el mero hecho de ser fondos de inversión no fueron considerados productos complejos en la primera versión de la normativa MiFID.

¿Qué es complejo en un producto financiero, el cálculo del rendimiento del producto, los riesgos que le afectan?

En general en muchos productos es complejo entender exactamente como se calcula el rendimiento de los mismos o qué factores pueden afectar al mismo.

En un bono de cupón variable unido a una referencia de tipo de interés, conocer todos los factores que afectan a la referencia de tipo de interés es algo complejo, sin

embargo saber que el nominal del bono se ve afectado por factores como la liquidez o la solvencia del emisor, no lo es tanto. Un producto estructurado con garantía de capital (que incorpora opciones en su estructura) no es muy diferente. El cálculo del rendimiento suele ser complejo, pero el valor del nominal del producto también se ve afectado por los mismos riesgos que el nominal de un bono.

No todas las acciones son igual de “no complejas”. Posiblemente la liquidez y profundidad del valor así como la información disponible en el mercado sobre valores como Telefónica, Banco Santander o Repsol, no son comparables a las de una start-up listada en el Nasdaq ó en otro tipo de bolsas.

Sin dudarlo, hay muchos aspectos a matizar discutibles sobre la actual clasificación de productos complejos y no complejos.

4.7. Un nuevo concepto, la trazabilidad

Se introduce en las guías y aclaraciones de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, indicando que las recomendaciones realizadas por las entidades a sus clientes y las operaciones o transacciones realizadas efectivamente por estos deben ser trazables.

Sin embargo, no existe una definición detallada del concepto “trazable” o trazabilidad de las recomendaciones y operaciones. En sí mismo y operativamente no es sencillo unir o relacionar recomendaciones con operaciones, ya que la libertad de elección de los clientes y la necesidad de procesos muy claramente definidos y con soporte informático lo dificulta.

En primer lugar, los clientes son libres de seguir o no las recomendaciones de sus asesores. La experiencia empírica permite señalar que son constantes las decisiones de los clientes que, ante una recomendación presentada, varían en forma significativa los importes, los valores recomendados... y además con un factor añadido, el tiempo.

En muchas ocasiones, la recomendación no se ejecuta exactamente, pero las operaciones finalmente ordenadas de compra, venta o traspaso de fondos de inversión son muy similares a las propuestas (varía el importe, en la mayoría de los casos).

En otras ocasiones, las operaciones son muy similares a la recomendación en la naturaleza del producto e importe, pero se ejecutan con gran distancia temporal (en ocasiones meses), lo cual dificulta muy significativamente asociar órdenes con recomendaciones.

En algunos otros casos, menos habituales, pero reales, la recomendación genera unas órdenes sustancialmente diferentes a las contenidas en las recomendaciones.

Por último, hay muchos casos, a pesar de las recomendaciones realizadas por los asesores, el cliente decide no realizar cambio alguno en la cartera (no hay órdenes posteriores), o incluso la recomendación es mantener la cartera sin cambios. En ambos casos, no hay trazabilidad posible, ya que no hay órdenes posteriores a asociar.

La trazabilidad supone, en definitiva, un concepto muy interesante para conocer mejor el comportamiento de asesores y clientes durante los procesos de asesoramiento, pero que no resulta sencillo definir, acotar y poner en práctica.

5. CONCLUSIONES

A lo largo de esta exposición ha quedado patente que los reguladores europeos han observado que la Directiva del 2004 con la que se inició la andadura de MIFID no ha sido eficaz del todo en determinados aspectos que han conllevado a una menor protección del inversor que la deseada. La principal ineficiencia ha sido no evitar la comercialización por parte de las entidades financieras y la adquisición por parte de los inversores minoristas de productos no siempre adecuados para el cliente, en los que se han materializado importantes pérdidas de capital.

Esto ha provocado un deterioro importante de imagen tanto de las entidades financieras como de los propios reguladores. La MiFID II intenta corregirlo reforzando las obligaciones de información de las entidades hacia sus clientes y las evaluaciones de idoneidad y conveniencia de los productos que les ofrecen.

En este artículo se ha tratado con detenimiento el asesoramiento en materia de Inversión. Y es que la propuesta de reforma de la MiFID aboga por una creciente regulación e importancia del asesoramiento como forma normal de relacionarse las entidades financieras con los potenciales inversores y una disminución en cuanto a las posibilidades de considerar la ejecución a iniciativa de un cliente como una operación que pueda considerarse normal o habitual. Se ha visto que una de las novedades introducidas por la MiFID II acerca del asesoramiento de inversiones es que, antes de prestarse dicho servicio, la entidad deba declarar al cliente el carácter independiente o no de su asesoramiento. La figura del asesor independiente como aquél que sólo tiene en cuenta el interés del cliente, realiza un análisis de un número suficientemente amplio de productos financieros y cuya actuación trasciende a los incentivos de terceros que pudiera recibir adquiere carta de naturaleza.

Presentarse ante un cliente como asesor independiente puede generar un alto valor añadido y una mayor confianza, pero también plantea para las entidades el reto de comprometerse a analizar un amplio espectro de instrumentos financieros disponibles en el mercado y a establecer comisiones transparentes y explícitas al no admitirse las remuneraciones de los terceros proveedores de productos. Ello supondrá un cambio muy sustancial en la forma de entender el negocio financiero. Los clientes españoles están habituados a pagar comisiones bajas, en relación a las cobradas en otros países, por la gestión discrecional de carteras y a no pagar por el asesoramiento.

Adicionalmente, la obligación de explicar y justificar la idoneidad de las recomendaciones realizadas y hacer un seguimiento de las mismas actualizándolas periódicamente a las circunstancias financieras y objetivos del cliente, implicará para las entidades la necesidad de ahondar en el conocimiento de sus clientes y perfeccionar sus sistemas de clasificación de productos y servicios para una mejor adecuación de estos al perfil de aquellos, por lo que seguirá siendo muy relevante delimitar el concepto de asesoramiento frente al de comercialización de productos o sola ejecución de órdenes de clientes, pese al intento de la MiFID II de intensificar las normas de

conducta también en la comercialización de productos financieros y restringir el ámbito de la sola ejecución de órdenes.

El tiempo dirá si las nuevas obligaciones que se proyectan sobre el asesoramiento de inversiones hará que las entidades redirijan la prestación de este servicio a clientes capaces de valorar una oferta amplia y diversificada de productos, dispuestos a pagar por el servicio y sobre los que, a priori, la justificación de la idoneidad de recomendación no resulte problemática por poseer mayor cultura financiera, o si, por el contrario, la expansiva realidad del asesoramiento de inversiones llevará a las entidades a desarrollar políticas internas que aseguren el cumplimiento de las normas de conducta y las buenas prácticas así como a invertir recursos en la formación de su personal comercial y en complejos sistemas informáticos capaces de parametrizar las necesidades reales de los clientes y la adecuación presente y futura a las mismas de cualquier producto financiero individual y del conjunto global de su cartera.

REFERENCIAS

- 1 El Anexo I de la Directiva 2004/39/CE enumera la lista de servicios de inversión sujetos a la misma: (i) Recepción y transmisión de órdenes de clientes en relación con uno o más instrumentos financieros; (ii) ejecución de órdenes por cuenta de clientes (iii) negociación por cuenta propia (iv) gestión de carteras; (v) asesoramiento en materia de inversión; (vi) aseguramiento de instrumentos financieros o colocación de instrumentos financieros sobre la base de un compromiso firme; (vii) colocación de instrumentos financieros sin base en un compromiso firme; (viii) gestión de sistemas de negociación multilateral.
- 2 Considerando (3) Directiva 2004/39/CE.
- 3 Artículo 4 Directiva 2004/39/CE.
- 4 Artículo 52 Directiva 2006/73/CE.
- 5 La MiFID no define qué es un instrumento financiero complejo, pero en el artículo 19.6 de la Directiva 2004/39/CE si enumera cierto valores que no se consideran complejos como las acciones negociadas en mercados regulados, los instrumentos del mercado monetario, las obligaciones y otros títulos de deuda, y las participaciones en Instituciones de Inversión Colectiva armonizadas a nivel europeo.
- 6 Publicado el 19 de abril de 2010 (ref. CESR/10-293)
- 7 Anteriormente, en mayo del 2009, la CNMV publicaba una carta sobre “Condiciones de Comercialización de instrumentos financieros del mercado de valores”
- 8 Sobre estas y otras las deficiencias que la MiFID II trata de solventar puede consultarse el documento de la Comisión Europea de evaluación de impac-

- to anexo a su propuesta de modificación de la MiFID, disponible en:(http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/mifid/SEC_2011_1226_en.pdf)
- 9 Los diferentes borradores están disponibles en los siguientes sitios web:
<http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P7-TA-2012-0406+0+DOC+XML+V0//EN>
<http://register.consilium.europa.eu/pdf/en/13/st07/st07744.en13.pdf>
 - 10 Al respecto puede consultarse el documento de la FINANCIAL SERVICES AUTHORITY de 1 de octubre del 2012 denominado *Inducements rules and the Retail Distribution Review ('RDR') adviser charging rules*, el cual esta disponible en <http://www.fsa.gov.uk/static/pubs/guidance/rdr-inducements-rules.pdf>
 - 11 En efecto, referencias a la capacidad del cliente para asumir los riesgos relacionados con las inversiones y su perfil de riesgo se encuentra en el artículo 35 de Directiva 2006/73/CE.
 - 12 La categoría de cliente no profesional o minorista es la general o por defecto del sistema de clasificación de clientes en la MiFID. En efecto, según el Anexo II de la Directiva solo es *profesional* aquel cliente que posee la experiencia, los conocimientos y la cualificación necesarias para tomar sus propias decisiones de inversión y para valorar correctamente los riesgos inherentes a dichas decisiones. Dicho Anexo II recoge la lista de entidades que se consideran profesionales para todos los servicios y actividades de inversión e instrumentos financieros a los efectos de la Directiva. Entre dichas entidades se encuentran, entre otras, las entidades de crédito, empresas de inversión, compañías de seguros, instituciones de inversión colectiva y sus sociedades de gestión, fondos de pensiones y sus sociedades de gestión.
 - 13 Artículo 79 de la Ley de Mercado de Valores.
 - 14 Real Decreto-ley 24/2012, de 31 de agosto, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, entró en vigor *en el momento* de su publicación en el BOE de fecha 31 de agosto de 2012.
 - 15 Según el artículo 19.6 de la Directiva 2004/39/CE son productos no complejos, las acciones admitidas a cotización en un mercado regulado, instrumentos del mercado monetario, obligaciones u otras formas de deuda titulizadas (excepto las que incluyan derivados), organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios y otros instrumentos financieros no complejos. Por su parte, el artículo 38 de la Directiva 2006/73/CE proporciona ciertos criterios para la consideración de un producto como no complejo
 - 16 Ver artículo 38 de la Directiva 2006/73/CE.
 - 17 Documento CESR publicado el 3 noviembre de 2009 (Ref: CESR/09-559)
 - 18 Considerando 53 del Texto de la Comisión Europea
 - 19 Según el artículo 36, apartado 1, del Reglamento (UE) n° 583/2010 de la Comisión, son Instituciones de Inversión Colectiva estructuradas aquellas que

proporcionan a los inversores, en fechas predeterminadas, remuneraciones calculadas con arreglo a un algoritmo y vinculadas a la evolución de activos financieros, índices, carteras de referencia o IICs de características similares, o a la materialización, en relación con dichos activos, índices, carteras de referencia u IICs de características similares, de variaciones de precios o de otras condiciones.