



**MEDITERRANEO ECONOMICO**

# **Los retos de la industria bancaria en España**

- Situación actual de la industria bancaria española
- El sistema bancario y su relación con la economía
- La especialización en la industria bancaria
- **Nuevo marco regulatorio**
- El futuro de la industria bancaria española





# LA MIFID Y SUS IMPLICACIONES PARA LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

Carlos Arenillas Lorente <sup>1</sup>

*“Los buenos juegos dependen más de las buenas reglas  
que de los buenos jugadores”*

Brenan y Buchanan, 1987

## 1. Introducción

En los últimos años, las entidades de crédito, bancos y cajas de ahorro, han sido espectadores de diversos factores que han impulsado cambios sustanciales en sus estrategias de negocio. A la progresiva integración de los mercados y aumento de la competencia, se ha unido el proceso de desintermediación de los mismos que ha caracterizado la evolución de los sistemas financieros de las principales economías. La intermediación bancaria tradicional se ha desplazado hacia la intermediación a través de los mercados de valores, ya sea mediante la participación directa en los mercados de valores como mediante la inversión a través de fondos de inversión que han tenido un protagonismo creciente. Todo ello, se ha traducido en una creciente oferta por parte de las entidades de crédito de instrumentos financieros distintos de los tradicionalmente bancarios desarrollando el negocio hacia nuevos servicios de inversión. En este sentido, las entidades de crédito han ido cambiando su estructura de negocio hacia un mayor peso de los ingresos por prestación de servicios de inversión.

Por otro lado, el desarrollo de los mercados de valores ha ido acompañado en el seno de la Unión Europea (UE) de un significativo esfuerzo en armonización de las distintas normativas nacionales, determinadas habitualmente con una perspectiva de mercados internos y desde un punto de vista más aislado.

Este proceso conlleva múltiples beneficios ampliamente reconocidos. Se facilita el acceso de inversores extranjeros a los mercados locales, se reducen los costes de financiación, se amplían las posibilidades de inversión, mejorando la diversificación del riesgo y, en definitiva, se aumenta la competencia, lo que beneficia a los inversores y mejora la eficiencia del conjunto de la economía. De hecho, según las estimaciones existentes, un incremento adicional de la integración financiera en Europa aumenta en un punto el crecimiento del PIB real en el largo plazo <sup>2</sup>. Pero para que estos beneficios sean amplios debe asegurarse que el proceso de integración de los mercados no se desvincula del continuo desarrollo, cambio e innovación de los mismos.

1 Vicepresidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Especial agradecimiento al equipo técnico de la CNMV por el trabajo realizado en los distintos foros de la UE, así como por su activa participación en la redacción de varios de los mandatos otorgados por la CE. Y a Montserrat Martínez, del gabinete de la Presidencia, por su ayuda.

2 LONDON ECONOMICS (en asociación con PricewaterhouseCoopers y Oxford Economic Forecasting), 2002.

Una de las principales medidas establecidas a nivel europeo para ello es la nueva Directiva de servicios de inversión, la conocida como directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros (MIFID)<sup>3</sup>, destinada a reforzar el marco legislativo comunitario de los servicios de inversión y de los mercados regulados, con los objetivos siempre presentes de garantizar la protección a los inversores y el buen funcionamiento de los mercados, fomentar la equidad, transparencia y eficacia de los mismos y, a su vez, promover el entendimiento y la cooperación entre las autoridades competentes de los distintos estados miembros. De hecho, la MIFID es una de las medidas estrella establecidas dentro del Plan de Acción en materia de Servicios Financieros (PASF) para crear un marco normativo común en la UE.

Como consecuencia del creciente papel de las entidades de crédito, bancos y cajas de ahorro, en los mercados de valores y en la prestación de servicios de inversión, las implicaciones de la nueva Directiva para dichas entidades son amplias y diversas. De hecho, la MIFID regula a las entidades de crédito en la medida en que presten servicios de inversión.

El objetivo de este artículo es resaltar los principales cambios que la nueva directiva establece para las entidades de crédito, la principal vía de acceso a los mercados financieros de las familias y empresas. Éste no pretende ser una descripción exhaustiva de todas las modificaciones que la nueva Directiva supondrá para las mismas, sino que el objetivo es determinar los cambios conceptuales sustanciales en las reglas del juego haciendo hincapié, a su vez, en aquéllos que supongan cambios en la actuación por parte del organismo supervisor al respecto, esto es, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

Todo proceso de integración y de armonización normativa es un proceso costoso y habitualmente lento ya que requiere del consenso de un elevado conjunto de agentes heterogéneos. Pero ello es, a su vez, lo que determina que su valor sea elevado. El tiempo del que se dispone para la transposición de la directiva a la normativa europea es limitado. Por ello, es esencial familiarizarse con el nuevo enfoque que supone la MIFID y adaptarse cuanto antes al nuevo marco normativo. Es un esfuerzo que afecta a todos los agentes que intervienen en los mercados financieros, y en especial a las entidades de crédito así como a los propios organismos supervisores.

La estructura del capítulo es la siguiente. En el segundo apartado, se resalta el papel de las entidades de crédito en la prestación de servicios de inversión. En el tercer apartado, se enmarca la MIFID dentro del proceso de integración normativo europeo, a la vez que se comenta el ámbito de su aplicación. En el cuarto, se revisan los principales aspectos que establece la MIFID para las entidades de crédito, sobre todo en lo referente a las normas de conducta. El quinto punto esboza los requisitos que la MIFID también impone a los supervisores. Y en el último apartado se resumen las conclusiones.

3 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 del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo.



## 2. Las entidades de crédito y la prestación de servicios de inversión

Las entidades de crédito, según la denominación española, no son empresas de servicios de inversión propiamente dichos. Se consideran empresas de servicios de inversión las sociedades de valores, las agencias de valores así como las sociedades gestoras de carteras. No obstante, en la medida que gocen de la correspondiente autorización, pueden prestar la totalidad de los servicios de inversión y actividades complementarias, tal y como se especifica en la Ley del Mercado de Valores. De hecho, de las 207 entidades de depósito (bancos, cajas de ahorro y cooperativas) registradas en el Banco de España, ninguna tiene restricciones para prestar servicios de inversión.

Los bancos y cajas han hecho un notable esfuerzo por desarrollar nuevos productos financieros con el objetivo de ampliar la gama de servicios ofrecidos. Ello ha tenido un impacto significativo sobre los estados financieros de las entidades de crédito, donde la actividad relacionada con los mercados de valores se ha convertido en una fuente importante de ingresos para las entidades de crédito. La segunda fuente de ingresos por comisiones es la comercialización de productos financieros no bancarios, entre el 25-30%, mientras las comisiones por servicios de valores se aproximan al 10%<sup>4</sup>.

En términos de volumen, como se refleja en la Tabla 1, la cuota de mercado de las entidades de crédito en comisiones generadas por la prestación de servicios de inversión es superior a las de las sociedades y agencias de valores<sup>5</sup>. Sobre todo destaca el papel en la comercialización de fondos de inversión y administración y custodia de valores. Ello sin considerar que gran parte de las sociedades y agencias de valores están vinculadas a entidades de crédito. Por todo ello, y a efectos de los objetivos de este capítulo, a lo largo del mismo se hace referencia indistintamente tanto a empresas de servicio de inversión como a entidades de crédito.

**Tabla 1. Comisiones percibidas por prestación de servicios de inversión en 2004: comparación entre ESI y entidades de crédito. Importes en millones de euros**

	Sociedades y agencias de valores	Soc. gestoras de cartera	Entidades de crédito	Total	% entidades crédito/total
Colocación y aseguramiento	41	—	123	164	74,9
Compraventa de valores	537	—	305	842	36,2
Gestión de patrimonios	28	10	58	96	60,2
Administración y custodia	17	—	588	605	97,3
Comercialización fondos de inversión	131	—	1.977	2.108	93,8

Fuente: Comisión Nacional del Mercado de Valores (2004).

4 BANCO DE ESPAÑA, 2005

5 COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, 2004.

### 3. Proceso legislativo y ámbito de aplicación

Para percibir la magnitud de la MIFID y antes de entrar a detallar las principales novedades que introduce, es necesario tener presente el calendario previsto para su transposición, así como contextualizarla dentro del conjunto de medidas que se están implementando en el seno de la Unión Europea.

#### 3.1. Entrada en vigor y plazos de transposición

La Directiva 2004/39/CE<sup>6</sup> del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a los mercados de instrumentos financieros (MIFID), fue aprobada el 21 de abril de 2004 y publicada nueve días después. En un principio se acordó que a partir de dicha fecha los distintos estados miembros disponían de 24 meses para adoptar las disposiciones legales reglamentarias y administrativas necesarias para cumplir con lo establecido en la MIFID. De este modo, la MIFID hubiese sustituido el 30 de abril de 2006 a la anterior Directiva relativa de servicios de inversión (DSI)<sup>7</sup>. No obstante, dada la complejidad y amplitud de la nueva Directiva, la CE solicitó una prórroga de doce meses para su transposición y entrada en vigor, actualmente en proceso de aprobación. En consecuencia, en un principio, el margen se ampliará hasta octubre de 2006 para las autoridades nacionales y hasta abril de 2007 para el resto de los agentes del mercado. Margen que, dada la complejidad de cambios que la misma conlleva, es preciso aprovechar desde el principio.

#### 3.2. Marco normativo y proceso Lamfalussy

La MIFID está enmarcada dentro del Plan de acción en materia de servicios financieros (PASF) que se inició en 1999, a instancias del Consejo de Ministros de Economía y Finanzas de la UE (ECOFIN) con el objetivo de crear un marco normativo común para los mercados financieros de la UE. Actualmente, ya se han completado prácticamente la totalidad de las 42 medidas acordadas.

Cabe recordar que la ejecución del PASF se ha desarrollado desde 2001 siguiendo las recomendaciones del denominado Informe Lamfalussy<sup>8</sup>, que fue encomendado a un Comité de Sabios (presidido por el Barón Alexandre Lamfalussy) para que diseñase un método de regulación que, por un lado, acelerase el proceso legislativo de modo que no quedase rezaga-

6 Por la que se modifican las Directivas 85/11/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.

7 Directiva 93/22/CEE del Consejo.

8 COMITÉ DE SABIOS, 2001.



do de los continuos cambios que se producen en los mercados financieros y, por otro lado, garantizase el máximo nivel de convergencia en las normas para lograr así un verdadero mercado único financiero. El diseño anterior pecaba en diversos ámbitos de ser excesivamente lento, rígido e ineficiente y de tener como resultado un grado de ambigüedad demasiado elevado. El método finalmente diseñado comprende cuatro niveles de regulación e implementación.

La MIFID es un ejemplo de regulación de nivel 1, donde se integra la legislación marco adoptada por el Consejo y Parlamento que comprende los principios esenciales acordados. El segundo nivel está compuesto por todas aquellas normas de desarrollo de la legislación de nivel 1 cuya aprobación se delega en la Comisión Europea (CE). Esto es, determina las medidas técnicas de implantación a seguir. Es en este punto donde se ha establecido el procedimiento conocido como *proceso de comitología*<sup>9</sup>, en el que participan el Comité Europeo de Valores (ESC), el Comité Europeo de Reguladores de Valores (en adelante, CESR)<sup>10</sup>, así como los distintos participantes del mercado, incluidos los usuarios finales y consumidores. Todo ello manteniendo siempre informado al Parlamento. La aplicación homogénea de la normativa europea y la convergencia de la práctica supervisora dentro de la Unión viene asegurada por el desarrollo de nivel 3, donde el comité CESR desarrolla un papel esencial (recomendaciones, interpretaciones...). Finalmente, el nivel 4 tiene como propósito el control por la CE y, si fuese necesario, por el Tribunal Europeo de Justicia, del cumplimiento por los estados miembros de la legislación europea en materia de valores.

Actualmente, la Comisión Europea está trabajando en los textos legales de nivel 2 de la MIFID a partir de las recomendaciones de CESR. Existen varios borradores al respecto y se espera que éstos se publiquen a finales de 2005 como resultado del trabajo conjunto entre los organismos supervisores, donde la CNMV ha tenido una elevada implicación en los distintos foros de negociación de la MIFID. En consecuencia, parte de las cuestiones que se comentan en este artículo no son definitivas y, por lo tanto, pueden estar sujetas a ciertas variaciones.

### 3.3. Ámbito de aplicación y servicios y actividades de inversión

Como se ha comentado al principio del artículo, las entidades de crédito, bancos y cajas de ahorro, en la medida que presten uno o varios servicios de inversión o realicen una o varias actividades de inversión, se ven reguladas por la MIFID, tal y como se recoge en el apartado 2 del artículo 1.

<sup>9</sup> Regulado en el artículo 64 de la MIFID.

<sup>10</sup> Tanto el ESC como el CESR (en sus siglas en inglés) fueron creados en 2001 como resultado de las recomendaciones del Comité de Sabios. El ESC está integrado por representantes de alto nivel de los estados miembros, asesora a la Comisión y actúa principalmente como comité regulador. El CESR es un órgano consultivo independiente, integrado por los representantes de los organismos supervisores nacionales de los mercados de valores, con la principal función de asesorar a la UE y mejorar la coordinación entre los organismos supervisores de los mercados de valores nacionales.

**Tabla 2. 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

Fuente: Anexo 1 Sección A, MIFID.

Dada la proliferación de una gama cada vez más compleja de servicios de inversión o el desarrollo de nuevos instrumentos financieros, la MIFID establece novedades en función de lo que es considerado como servicios y actividades de inversión<sup>11</sup>, tal y como se muestra en la Tabla 2.

En primer lugar, dado que los inversores dependen cada vez más de las recomendaciones personalizadas, se amplía el conjunto de servicios de inversión para incluir como tal el asesoramiento en materia de inversión entre los servicios sujetos a autorización. Éste es uno de los aspectos más novedosos de la MIFID, que todavía presenta, en el momento de escribir este artículo, varias consideraciones pendientes de desarrollo posterior. Otra de las novedades al respecto es la consideración como servicio de inversión la colocación de instrumentos financieros sin compromiso firme, así como la gestión de Sistemas Multilaterales de Negociación (en adelante, SMN). Por otro lado, también se amplía la lista de instrumentos financieros, incluyendo, entre otros, determinados instrumentos derivados sobre materias primas o mercaderías. Finalmente, también se realiza una extensión de los servicios auxiliares a informes de inversiones y análisis financieros, así como a otros servicios relacionados con los derivados sobre materias primas.

## 4. Principales novedades de la MIFID para las entidades de crédito

Adicionalmente a lo ya comentado, las implicaciones de la nueva directiva para las entidades de crédito son diversas y sustanciales en la medida en que en varias ocasiones introducen cambios significativos en las prácticas habituales seguidas hasta el momento. Los principales aspectos se resumen a continuación.

<sup>11</sup> La lista de lo que se considera servicios y actividades de inversión a efectos de la MIFID se detalla en la sección A del anexo 1 de la Directiva, en relación con cualquiera de los instrumentos enumerados en la sección C del mismo anexo. El artículo 4 detalla las definiciones a los efectos de la Directiva.



## 4.1. Pasaporte Único: mismos criterios para todos los países

Uno de los aspectos de mayor trascendencia que establece la MIFID es la homogeneización de las normas de juego entre todos los países de la UE, que ha supuesto un esfuerzo notable. La Directiva exige a todos los estados miembros la armonización de las normas que regulan los servicios de inversión y el ejercicio de actividades de inversión. Para que ello sea posible, la MIFID refuerza el concepto ya conocido de *pasaporte único* que permite a las empresas de inversión o entidades de crédito ofrecer sus servicios en el resto de los estados miembros de la UE, mediante la licencia otorgada por el estado miembro de origen de la entidad. El *pasaporte único* es con la MIFID una realidad en la medida que mejora la calidad de las condiciones de concesión en todos los estados miembros garantizando que sean exactamente las mismas. El objetivo último es la creación de un marco regulador europeo para los valores mobiliarios, lo que favorecerá unos mercados más eficaces, competitivos y con la máxima transparencia.

## 4.2. Regulación de las recomendaciones a inversores: el asesoramiento financiero personalizado

La regulación del servicio de *asesoramiento financiero personalizado* es una de las singularidades que introduce la MIFID. La necesidad de proteger a aquellos inversores cuyo acceso a la información o cuya capacidad de asimilación de la misma es más limitado, dada la proliferación de servicios de inversión, justifica el establecimiento de algún tipo de control o regulación sobre las recomendaciones que se realizan a los mismos.

No obstante, el aumento de la regulación no debe resultar en un exceso de la misma en áreas cuyas características específicas no lo requieran. Por ello, la MIFID establece una tipología de las recomendaciones respecto a las cuales se determina el grado de regulación a aplicar, en función de la capacidad de influencia que pueda ejercer dicha recomendación sobre la decisión de inversión del cliente al que van dirigidas.

En este sentido, las recomendaciones pueden dividirse entre recomendación personalizada o recomendación no personalizada. Se entiende por recomendación no personalizada aquella que se realiza sin tener en consideración las características personales del inversor. Las campañas comerciales y de publicidad son un ejemplo de recomendación no personalizada que, pese a no ser un servicio de inversión en sí mismo<sup>12</sup>, se regula la calidad de su contenido en la medida en que suponen una recomendación a los inversores. Dentro de las recomendaciones no personalizadas se sitúa también el *análisis financiero*. El análisis financiero es

12 Según lo detallado en el Anexo 1 sección A de la MIFID.

un servicio auxiliar <sup>13</sup>, por lo que su producción es libre, es decir, no precisa de licencia, pero sí que está sujeto a cierto grado de control en lo referente a la gestión de los conflictos de interés a los que está sometida esta actividad.

Como recomendaciones personalizadas se entienden todas aquellas que sí tienen en cuenta las circunstancias personales del inversor al que van destinadas. En este grupo se encuentra, por definición, el *asesoramiento financiero personalizado* en materia de inversión, calificado por la MIFID como *servicio de inversión* (véase cuadro 2). Dado que el universo de las recomendaciones puede ser excesivamente amplio, dentro del asesoramiento personalizado se ha llegado al acuerdo de diferenciar entre dos tipos de asesoramiento: *asesoramiento genérico* (sobre el que existen algunas excepciones) y *asesoramiento específico*. Éste está siendo uno de los puntos más debatidos en el seno de la UE. En síntesis, se puede afirmar que las recomendaciones personales se realizan teniendo en cuenta las circunstancias personales de a quién vayan dirigidas (objetivos de inversión, experiencia y capacidad financiera) y suelen ser normalmente a iniciativa del cliente, que es quien lo solicita a diferencia de una recomendación comercial.

Dicha regulación se ha establecido siguiendo unos principios básicos que subyacen para todo tipo de recomendaciones. Dado que la línea de división entre las distintas categorías puede ser en muchas ocasiones excesivamente difusa, lo que debe asegurarse en todo momento es que no se confunda al inversor. Para ello, la entidad en cuestión debe identificar de forma clara qué tipo de recomendación está realizando. Por ejemplo, si es una recomendación personalizada o no personalizada. Y además, debe asegurarse que la recomendación no contiene ningún tipo de información engañosa o que pudiese inducir a engaño. El objetivo es que no primen los objetivos comerciales de la entidad que puedan entrar en conflicto con los intereses de los inversores.

### 4.3. Clientes particulares, profesionales o contrapartes elegibles

Dado el creciente protagonismo de los pequeños inversores en los mercados de valores y la creciente gama de productos que se les ofrece, uno de los principales objetivos de la Directiva es reforzar las normas de conducta establecidas en la medida en que éstas aumentan la protección de los inversores. Pero para no gravar excesivamente a las entidades que deben aplicarlas, éstas se establecen de forma gradual en función del tipo de cliente al que vayan dirigidas, buscando así que se ajusten al máximo a las particularidades de cada categoría de inversor.

---

<sup>13</sup> Según lo detallado en el Anexo 1 sección B de la MIFID.



De este modo, es necesario diferenciar entre tres tipos de inversores o clientes en función de su experiencia inversora, sus conocimientos, su capacidad financiera y su estatus como entidad regulada. En concreto, la Directiva diferencia entre clientes particulares (a los que se busca asegurar la máxima protección), clientes profesionales (que gozan de un grado de protección limitada) y contrapartes elegibles (sobre los que la protección en este sentido sería nula).

Los clientes profesionales, a diferencia de los particulares, son clientes a los que - atendiendo a los conocimientos, experiencia y capacidad financiera - se les presupone mayor capacidad de negociación de condiciones, de comprensión de los riesgos inherentes a sus operaciones y, en caso de que fuese necesario, de asesoramiento y búsqueda de protección específica.

En un principio, existen un determinado grupo de clientes que por sus características se clasificarían como clientes profesionales de forma automática (entidades financieras reguladas, inversores institucionales cuya actividad principal consista en invertir en instrumentos financieros, gobiernos y organizaciones internacionales y las grandes empresas que cumplan una serie de requisitos). No obstante, la consideración de cliente profesional es negociable y se puede renunciar a ello si así se solicita. A su vez, también puede asignarse de forma voluntaria si se solicita y se cumple con una serie de requisitos establecidos para evitar abusos. En cualquier caso, para asegurar si es un cliente profesional o minorista, la empresa de inversión debe realizar una evaluación de las características del cliente.

La distinción entre cliente minorista y cliente profesional es muy relevante ya que para este último se establece un grado de protección significativamente inferior en materias como la información, la documentación contractual, la aplicación del test de idoneidad (que se comenta a continuación) o incluso sobre las normas que rigen la ejecución de órdenes de los internalizadores sistemáticos<sup>14</sup>.

Finalmente, se establece un subconjunto dentro de los clientes profesionales, las contrapartes elegibles, sobre los que no se establece protección ya que se considera que son profesionales con el máximo conocimiento, experiencia y capacidad financiera en los mercados de valores. Del mismo modo que en los clientes profesionales, la consideración de contraparte elegible puede ser automática o voluntaria. Las entidades de crédito serían un ejemplo de caracterización automática de contraparte elegible. Aunque siempre es negociable si se solicita. También las empresas de inversión, los organismos de inversión colectiva y sociedades de gestión, los fondos de pensiones y gestoras de fondos, las entidades financieras o reguladas, así como las administraciones, bancos centrales y organizaciones internacionales serían contrapartes elegibles. Otros clientes pueden solicitar ser considerados como contrapartes elegibles siempre que así lo decidan los estados miembros y se cumplan determinados requisitos cuantitativos.

<sup>14</sup> Pendiente de desarrollo de nivel 2.

## 4.4. Las normas de conducta

Como se ha comentado, la Directiva refuerza de forma significativa las normas de conducta que serían aplicables a las entidades de crédito, así como al resto de empresas de inversión <sup>15</sup>, de forma que se busca que actúen con “honestidad, imparcialidad y profesionalidad en el mejor interés de sus clientes” <sup>16</sup>.

Dada la diversidad de prácticas existentes a nivel nacional, ha sido necesario llevar a cabo un importante proceso de convergencia para poder garantizar así que todas las entidades actúan bajo las mismas condiciones. Actualmente, los principios establecidos por la Directiva están siendo desarrollados en normas de segundo nivel. Éstos se establecen con los objetivos de:

- Garantizar que todos los inversores gozan del mismo grado de protección en los distintos estados miembros.
- Fomentar la competencia y evitar las posibles distorsiones competitivas.
- Y promover la cooperación entre las entidades supervisoras a la hora de interpretar y aplicar las normas.

### 4.4.1. Información a entregar a clientes, contratos y test de idoneidad

El artículo 19 de la MIFID recoge las principales normas de conducta para la prestación de servicios de inversión a los clientes.

En primer lugar, la calidad de la información que se facilita al inversor es esencial. Toda la información debe ser “imparcial, clara y no engañosa”<sup>17</sup> de modo que se garantice que el inversor dispone de la información necesaria para poder tomar sus decisiones de inversión y conocer el estado de sus operaciones y de su cartera, sin que enmascare riesgos o sea confusa.

Para ello, la protección no sólo se extiende al cliente como tal, sino que también se amplía la protección al “cliente potencial”, introduciendo este concepto para regular también la información que se entrega antes de la prestación del servicio (como las comunicaciones comerciales o campañas publicitarias). Así, se regula la información que se entrega al cliente tanto antes, como una vez prestado el servicio de inversión. Es decir, se regula tanto la información pre-contractual, contractual y post-contractual.

---

<sup>15</sup> Principalmente, éstos están recogidos en los artículos 18 a 24 del capítulo II.

<sup>16</sup> Artículo 19 de la MIFID.

<sup>17</sup> Artículo 19.



Por otro lado, un punto relevante dada la práctica establecida en España, es el establecimiento de contratos para los clientes. El objetivo es que las relaciones derivadas de todos los servicios de inversión queden documentados en un contrato firmado por las partes. El contrato, aunque todavía está pendiente de especificar, tendrá un contenido que estará reglado únicamente para los clientes particulares <sup>18</sup>.

Finalmente, la entidad de crédito correspondiente, o ESI, debe asegurar la idoneidad de cada producto o servicio para el cliente. Así, la empresa debe obtener del mismo la información necesaria para poder recomendarle los servicios de inversión e instrumentos financieros que más le convengan. Dada la necesidad de concretar medidas específicas para asegurar que se cumple lo anterior, se está trabajando en el desarrollo de un “test de idoneidad” (para el que se establecen excepciones en función del tipo de cliente y servicio).

#### 4.4.2. Gestión de órdenes y principio de mejor ejecución

Las normas de conducta deben entenderse de una forma amplia. Así, la MIFID establece la necesidad de que las entidades de crédito dispongan de los procedimientos y sistemas para la ejecución puntual, justa y rápida de las órdenes de los clientes, con el objetivo de asegurar que no se produce discriminación entre clientes y que se evitan posibles conflictos de interés. Por ejemplo, la empresa de inversión deberá tomar medidas para no ejecutar órdenes por cuenta propia (o por cuenta de miembros del consejo, directores, socios...) antes que las de sus clientes en idénticas o mejores condiciones que éste último (*front running*).

Para ello se establecen una serie de obligaciones previas a la ejecución de la orden (como puede ser, la grabación de las mismas, informar al cliente...) y en el proceso de ejecución de las órdenes, que debe seguir el principio general de ejecución secuencial de las mismas (con algunas excepciones).

Una de los principales puntos que desarrolla la MIFID es el establecimiento de un régimen regulador general para la ejecución de operaciones sobre instrumentos financieros, independientemente de los métodos de negociación empleados. El objetivo es, como se ha mencionado, asegurar la buena calidad de la ejecución de las operaciones, preservando a su vez la calidad e integridad del sistema financiero. La proliferación de nuevos sistemas de negociación conlleva la necesidad de establecer algún tipo de marco coherente que regule los principales tipos de ejecución existentes. Por ello, se ha establecido lo que se ha denominado como régimen de mejor ejecución <sup>19</sup>.

<sup>18</sup> Para los profesionales se establece la obligación de firmar contrato pero no se regula el contenido.

<sup>19</sup> Artículos 19 y 21 de la MIFID.

El ámbito de aplicación de este principio es amplio, ya que se refiere tanto a las empresas de inversión, entidades de crédito incluidas, como a los gestores de carteras y ESIS que reciben y transmiten órdenes. La idea es que éstas deben buscar el mejor resultado posible y actuar en el mejor interés de sus clientes, teniendo en cuenta no sólo el precio de la operación, sino también los costes, la rapidez, la probabilidad de ejecución y la liquidación, el volumen o cualquier otra cuestión cuya consideración pueda ser relevante en el proceso de ejecución. En este punto, la transparencia e información sobre el procedimiento que se ha seguido es esencial<sup>20</sup>. La información que se facilita a los clientes debe incluir cuestiones como la descripción de las prácticas y los potenciales conflictos de interés en la ejecución de órdenes y partes implicadas.

#### 4.5. Mercados, el nuevo entorno legislativo

La aparición de una nueva generación de sistemas de negociación, donde el papel de las entidades de crédito es creciente, ha suscitado la necesidad de establecer algún tipo de regulación destinada a preservar el correcto funcionamiento de los mercados financieros y el mantenimiento de la confianza en los mercados financieros.

La regulación de la MIFID en este sentido se realiza desde una óptica liberalizadora, favoreciendo la competencia entre los diversos sistemas de negociación, lo que debería permitir alcanzar un mayor grado de eficiencia en el conjunto de la contratación de valores. La existencia de un régimen legal europeo armonizado no sólo impedirá el arbitraje regulatorio entre las distintas jurisdicciones sino que también asegurará una competencia justa entre los negocios generados por la contratación y la compensación y liquidación de valores.

En concreto, la MIFID propone la existencia de tres sistemas de negociación distintos que compiten entre sí: los Mercados Regulados, los Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN) y los Internalizadores Sistemáticos.

Tanto los SMN como los mercados regulados son sistemas multilaterales que permiten reunir las órdenes de compra y venta respecto a determinados instrumentos financieros. Los mercados regulados están operados o gestionado por un gestor del mercado, mientras que los SMN pueden estar operados también por una entidad de crédito o ESI, que puede tener como su actividad financiera principal la gestión de un SMN. El hecho que una entidad de crédito pueda compaginar varias actividades financieras principales como la gestión de ordenes por cuenta propia o por cuenta de terceros de forma simultánea a la gestión de un SMN, puede ser una fuente de conflictos que la propia entidad debe evitar. La principal diferencia entre los SMN

---

20 Para una reflexión respecto a la transparencia y el principio de mejor ejecución véase ALONSO, E. Y SASTRE, G. (2003).



y los mercados regulados es que éstos últimos reúnen órdenes respecto a valores admitidos a negociación conforme a sus normas, asegurando que se cumplen ciertos requisitos establecidos.

La actividad de internalización sistemática, por su parte, es aquella desarrollada por una ESI o entidad de crédito que de forma organizada, sistemática y frecuente ejecutan órdenes contra su cuenta propia al margen de los mercados regulados y SMNs. Esto es, ofrecen precios de compra y venta de valores cotizados en mercados regulados contra su propio libro, sin que las órdenes pasen por un mercado oficial o SMN.

Cabe decir que las figuras de SMNs e internalizadores sistemáticos no son completamente ajenos a nuestra jurisdicción, principalmente en el ámbito de la renta fija. La existencia de SMNs es un fenómeno conocido en los mercados de renta fija españoles donde se han desarrollado dos plataformas electrónicas de negociación bajo la forma de SON <sup>21</sup>: i) el mercado SENAF (Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros) y ii) MTS España. Además, también existe un SON que se articula como un segmento del SIBE denominado Latibex.

Lo que sí es más novedoso es el entorno de negociación fragmentado con diversos sistemas que compiten entre sí en el panorama de la renta variable. El sistema actual responde a un modelo electrónico centralizado regido por el principio de concentración de órdenes. El cambio que supone la MIFID en este aspecto requerirá de un esfuerzo de adaptación para todos, incluida la propia CNMV.

En conjunto, puede afirmarse que el desarrollo de estos nuevos mercados conlleva dos cambios significativos en el entorno de negociación: el fin del principio de concentración de órdenes y la libertad de elección de sistema de compensación y liquidación. Este nuevo sistema requiere de unos principios que garanticen su correcto funcionamiento, disponiendo de una información consolidada. La transparencia es una condición indispensable para asegurar el funcionamiento armónico de los mercados y la protección de los inversores. Por ello, la MIFID establece una serie de normas como la exigencia de un régimen de transparencia global. En este sentido, uno de los grandes retos que establece la MIFID para las entidades reguladas es el establecimiento de un entorno de negociación armonizado a nivel europeo, que evite el arbitraje regulatorio y garantice la integridad de los mercados mediante un buen sistema de contratación y liquidación.

---

21 En la legislación española, un SMN sería equivalente a un SON o Sistema Organizado de Negociación.

## 4.6. Requisitos organizativos y conflictos de interés

La prestación de servicios de inversión por parte de las entidades de crédito, tal y como ya está establecido, está sujeta a ciertas condiciones de autorización y funcionamiento. Por ejemplo, se exige que las personas que efectivamente dirijan las actividades de la empresa gocen de honorabilidad y la experiencia suficiente para asegurar una gestión adecuada y prudente de la empresa de inversión, que se adhieran a un sistema de indemnización de inversores o que dispongan de un determinado volumen de capital inicial, entre otras cuestiones.

Respecto a los requisitos de funcionamiento y organización, cabe destacar los siguientes. En primer lugar, el cumplimiento normativo es responsabilidad en última instancia de la empresa<sup>22</sup>, que debe asegurarse del establecimiento de unas políticas y procedimientos adecuados en la asignación de responsabilidades, así como de la designación de una persona responsable de dicha función que será comunicada al supervisor. En segundo lugar, la empresa también debe garantizar que se realiza una adecuada gestión y control de los posibles riesgos (mediante comités de auditoría interna y control de riesgos). Por otro lado, las entidades deberán disponer un sistema que garantice el mantenimiento de registros obligatorios que permitan la comprobación del cumplimiento de las obligaciones respecto a sus clientes. Ésta información deberá estar a disposición del supervisor durante un periodo general mínimo de cinco años<sup>23</sup>.

Finalmente, como consecuencia de la creciente gama de actividades y servicios que ofrecen las empresas de servicios de inversión, y en especial las entidades de crédito, se ha incrementado el riesgo de que se manifiesten posibles conflictos de interés entre el desarrollo de estas actividades y los intereses de los clientes. Este es un tema que siempre ha preocupado a los organismos supervisores, en la medida que la existencia de asimetrías de información puede llevar a desequilibrios significativos que terminen perjudicando al inversor minorista que suele ser el que dispone de un menor acceso a la información. En este sentido, la necesidad de controlar los conflictos de interés no es nuevo en nuestro ordenamiento. La MIFID lo que hace es reforzar los requisitos necesarios para prevenir y gestionar los conflictos de interés con el fin de evitar perjuicios a clientes. Así, independientemente del cliente o del tipo de servicio que se ofrezca, la entidad en cuestión deberá disponer de una estructura organizativa y unas políticas y procedimientos adecuados para identificar, prevenir, gestionar e informar, si fuese necesario, de los conflictos de interés, de modo que se evite perjuicios a los clientes actuales o potenciales. Por ejemplo, una entidad financiera que ofrece como producto de inversión sus propios valores –esto es, valores emitidos por la propia entidad- entre su clientela minorista debe identificar el conflicto y tomar las medidas oportunas que eviten perjudicar al inversor final. Estos conflictos pueden surgir en cualquier fase del proceso, ya sea en la determinación de las condiciones de remuneración, en la redacción del folleto, en la emisión de recomendaciones o en

22 Entendiendo como tal las personas que efectivamente la dirigen.

23 Un año para las grabaciones.



el proceso de colocación. La entidad debe mitigarlos o en su caso informar y dar publicidad de su existencia. Mención especial merece la gestión de conflictos de interés en el análisis financiero, que pese a no ser un servicio de inversión que requiera licencia sí que esta sujeto a las normas de conducta establecidas en la MIFID, además de la directiva de Abuso de Mercado.

## 5. Cooperación entre autoridades competentes

Finalmente, entre los grandes retos que establece la MIFID también se establecen obligaciones a las autoridades competentes de los distintos estados miembros. Para que el proceso de armonización e integración sea total, con un verdadero *pasaporte único*, las autoridades competentes deben cooperar e intercambiar la información necesaria para el desempeño de las funciones que la MIFID encomienda a los organismos supervisores. La única forma de alcanzar un entorno de negociación armonizado en toda Europa pasa por una cooperación entre los organismos supervisores que evite el arbitraje regulatorio entre jurisdicciones, la existencia de asimetrías en los sistemas de negociación y asegure, en consecuencia, la actuación en igualdad de condiciones. Ello siempre velando por la integridad de los mercados y muy especialmente por la adecuada protección de los inversores.

## 6. Conclusiones

La nueva directiva de mercados y servicios de inversión conlleva cambios sustanciales para las entidades de crédito, como consecuencia de su creciente papel en la prestación de servicios de inversión. Los estados miembros de la UE se encuentran ante un continuo proceso de integración de los mercados financieros europeos que requiere de un sustancial esfuerzo en la armonización normativa que tenga en cuenta la innovación y desarrollo producido en los mismos, a la vez que garantice su correcto funcionamiento y una adecuada protección de los inversores. La MIFID se enmarca dentro de este proceso e introduce cambios sustanciales tanto en contenidos como en procedimientos. La MIFID pretende así proteger a los inversores y preservar la integridad de los mercados, estableciendo requisitos armonizados para la actividad de los intermediarios autorizados, a la vez que busca fomentar la equidad, la transparencia, la eficacia y la integración de los mercados financieros. En este sentido, la directiva complementa otras directivas ya existentes como la de Abuso de Mercado <sup>24</sup>.

En concreto, la MIFID establece medidas específicas que introducen cambios sustanciales en el marco financiero. Se incluye el asesoramiento en materia de inversión entre los

<sup>24</sup> Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, del 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado).

servicios sujetos a autorización, se refuerza el concepto de *pasaporte único* que permite a las empresas de inversión ofrecer sus servicios en todo el territorio de la UE conforme a una única licencia otorgada en el país de origen, y se intensifican considerablemente las normas sobre gestión de conflictos de interés y de conducta aplicables, sobre todo, a los procesos de comercialización.

La nueva *arquitectura* de mercados difumina la división entre mercados regulados y las empresa de servicios de inversión. Esta nueva estructura, junto con la proliferación de nuevos servicios de inversión, requiere que se asegure el cumplimiento de un conjunto de normas de conducta que eviten los conflictos de interés y mantengan la confianza por parte de los inversores en el correcto funcionamiento de los mercados. Para ello, la información que se facilita al cliente es esencial. Información que debe medirse en términos de calidad, evitando un exceso de la misma, fomentando la transparencia y teniendo como último objetivo asegurar que éste dispone de la información necesaria y adecuada para su toma de decisiones.

Los objetivos establecidos por la nueva Directiva no hacen sino reforzar los principios por los que se rige la CNMV en el desarrollo de su estrategia establecida. Esto es, mejora de la competitividad de los mercados, fomento de la transparencia y protección de los inversores. La MIFID refuerza estos grandes objetivos y los extiende y armoniza a nivel europeo.

Como con todos los cambios, se requiere siempre de un esfuerzo inicial que supone un reto importante para todos los agentes implicados, tanto las empresas de inversión, y en especial los bancos y cajas, como los propios organismos supervisores. Reto que es a su vez una oportunidad para avanzar en la mejora de la integración europea y la mejora de la competitividad y fomentar así que nuestros mercados de valores y sus participantes alcancen niveles superiores de eficiencia.

## Bibliografía

- ALONSO, ENRIQUE Y SASTRE, GALO JUAN (2003): *Transparencia y Principio de Mejor Ejecución*, Monografía nº 2, Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- BANCO DE ESPAÑA (2005): *Informe de Estabilidad Financiera*, Mayo, pp-60-61
- CESR, (2005): *Informe Técnico sobre las Medidas de Implementación de la Directiva de Mercados y Servicios de Inversión*, CESR/05-290b.
- CESR, (2005): *Feedback Statement* CESR/05-291b.



- CESR, (2005): *Informe Técnico sobre el primer grupo de medidas de la Directiva de Mercados y Servicios de Inversión*, CESR/05-024c.
- COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (2004): *Informe Anual sobre los mercados de valores y su actuación*, Capítulo 9, CNMV.
- COMITÉ DE SABIOS (2001): *Final Report of the Committe of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*, Comisión Europea.
- LONDON ECONOMICS (en asociación con PricericewaterhouseCoopers y Oxford Economic Forecasting), (2002): *Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets*.