

# ARTÍCULOS

## TRANSPOSICIÓN DE MIFID EN ESPAÑA

EMILIO DÍAZ RUIZ Y SALVADOR RUIZ BACHS  
Abogados (\*)

### 1 · PROPÓSITO Y ALCANCE DE LA REFORMA

El pasado 20 de diciembre se publicó en el *BOE* la Ley 47/2007 (en adelante, 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 (la «LMV»), cuya finalidad es la incorporación al ordenamiento jurídico español de tres directivas europeas: la Directiva 2004/39/CE<sup>1</sup>, la Directiva 2006/73/CE<sup>2</sup> y la Directiva 2006/49/CE<sup>3</sup>, si bien, finalmente, sólo completa la transposición de la primera de éstas, dejando la de buena parte de las dos restantes para un posterior desarrollo reglamentario<sup>4</sup>.

La Directiva 2004/39/CE y la Directiva 2006/73/CE componen, junto con el Reglamento (CE) 1287/2006<sup>5</sup>, de directa aplicación desde su entrada en vigor el 1 de noviembre de 2007, la normativa comunitaria conocida coloquialmente como MiFID<sup>6</sup>, que pretende crear un marco jurídico único armonizado en toda la Unión Europea para los mercados de instrumentos financieros y la prestación de servicios de inversión. De este objetivo de unificar las regulaciones de los Estados miembros en estas materias dimana una característica esencial a la hora de analizar, entender y valorar la reforma llevada a cabo por la Ley 47/2007. Las normas MiFID no sólo regulan cada una de las cuestiones de las que versan con todo grado detalle, sino que restringen y condicionan la capacidad de los Estados miembros de establecer, e incluso conservar, requisitos adicionales al margen de lo establecido por las referidas normas<sup>7</sup>. Por tal motivo, el grado de libertad del legis-

(\*) Del Área de Derecho Mercantil de Uría Menéndez (Madrid).

<sup>1</sup> La Directiva 2004/39/CE del Parlamento europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo (DOUE L 145 de 30 de abril de 2004).

<sup>2</sup> La Directiva 2006/73/CE de la Comisión de 10 de agosto de 2006 por la que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión, y términos definidos a efectos de dicha Directiva (DOUE L 241 de 2 de septiembre 2006).

<sup>3</sup> La Directiva 2006/49/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito (DOUE L 177 de 30 de junio de 2006).

<sup>4</sup> A este respecto, el 16 de febrero se publicaron en el *BOE* los Reales Decretos 216/2008 y 217/2008 de 15 de febrero en que se transponen aquellos aspectos de las Directivas citadas que no lo han sido por la Ley 47/2007.

<sup>5</sup> El Reglamento 1287/2006/CE de la Comisión de 10 de agosto de 2006 por el que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las obligaciones de las empresas de inversión de llevar un registro, la información sobre las operaciones, la transparencia del mercado, la admisión a negociación de instrumentos financieros, y términos definidos a efectos de dicha Directiva (DOUE L 241 de 2 de septiembre 2006).

<sup>6</sup> La denominación coloquial MiFID procede del acrónimo de la Directiva de los Mercados de Instrumentos Financieros en inglés *Markets in Financial Instruments Directive*.

<sup>7</sup> El Artículo 4 de la Directiva 2006/73/CE sólo permite a los Estados Miembros conservar o imponer requisitos adicionales al margen de la MiFID en supuestos excepcionales y siempre que se cumplan ciertas condiciones. Además les obliga a su comunicación a la Comisión Europea incluyendo su necesaria justificación. Es evidente que el espíritu del precepto es limitar hasta casi prohibir la libertad de los Estados miembros de apartarse de lo contenido en la MiFID en su transposición a la legislación nacional.

lador español en la reforma ha sido más bien reducido y buena parte de los aciertos o desaciertos de la norma no le serán atribuibles.

En cualquier caso, la incorporación de MiFID a nuestro Derecho exige una modificación sustancial de la LMV y su normativa de desarrollo respecto de su ámbito de aplicación, la regulación de los mercados de instrumentos financieros y de las empresas de servicios de inversión, las normas de conducta en los mercados de valores y el régimen de supervisión, inspección y disciplina.

Nuestro propósito es precisamente llevar a cabo un análisis de urgencia de las principales novedades que trae consigo esta reforma. No obstante, ante el número e importancia de los cambios efectuados, no nos será posible hacer aquí un análisis detallado y profundo. Habremos de conformarnos con dibujar, mediante breves pinceladas descriptivas, las líneas maestras de la reforma.

## 2 · CAMPO DE APLICACIÓN DE LA LMV Y NUEVOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS

La Ley 47/2007 modifica los artículos 1 y 2 de la LMV ampliando su campo de aplicación y las categorías de instrumentos financieros que ahora pasa a contemplar.

Originalmente, el objeto de regulación de la LMV se centraba en los mercados primarios y secundarios de valores negociables. Establecía ésta las normas a que debían sujetarse las emisiones y ofertas públicas en el mercado primario, los principios de organización y funcionamiento de los mercados secundarios organizados en las que los valores se negociaban con posterioridad a su emisión, y las normas rectoras y régimen de supervisión de cuantos sujetos y entidades intervenían en aquéllos. A este objeto inicial, por sucesivas reformas, se fueron incorporando paulatinamente ciertos instrumentos financieros, pero sin que sufriera variación sustancial el eje en torno al cual pivotaba la LMV: los mercados primarios de emisión y oferta pública de suscripción o venta de valores negociables y los mercados secundarios de valores u organizados de negociación de ciertos instrumentos financieros.

Tras la Ley 47/2007, la LMV ha extendido su objeto tanto a la regulación de los sistemas españoles de negociación de instrumentos financieros como a la prestación en España de servicios de inversión. Es precisamente en este segundo aspecto donde radica la novedad de la Ley 47/2007, ya que la prestación de servicios de inversión deja de estar sustancial-

mente circunscrita a las actuaciones relacionadas con los mercados o sistemas organizados de negociación, abarcando ahora la negociación bilateral fuera de cualquier mercado de una larga lista de instrumentos admitidos o no a negociación en mercados organizados.

Gran parte de este resultado se debe atribuir a la ampliación que la nueva redacción del artículo 2 de la LMV hace del elenco de categorías de instrumentos financieros que desde ahora se encuentran comprendidas en su ámbito de aplicación objetivo. Con anterioridad a la reforma, este ámbito se limitaba a los valores negociables agrupados en emisiones, los contratos financieros de opción, de permuta financiera y operaciones a plazo con subyacente financiero y aquellos otros que estuviesen negociados o fuesen susceptibles de negociación en los mercados secundarios. Tras la Ley 47/2007, la LMV engloba además a casi cualesquiera contratos de instrumentos derivados (incluyendo expresamente a los contratos de opciones, futuros, permutas, y acuerdos de tipos de interés a plazo) con subyacente financiero, a los relacionados con materias primas cuando sean liquidables por diferencias<sup>8</sup> o se negocien en un mercado regulado o en un sistema multilateral de negociación, o bien incluso cuando, siendo de liquidación por entregas y no teniendo fines comerciales, presenten las características de los derivados<sup>9</sup>, a los derivados de crédito, a los contratos por diferencias, y a los contratos sobre instrumentos derivados con otros subyacentes, como los relacionados con variables climáticas, costes de transporte, y los derechos de emisión de CO<sub>2</sub><sup>10</sup>, que sean liquidables por diferencias y que presenten las características típicas de los instrumentos derivados. Ante una enumeración tan extensa, resulta difícil imaginar un instrumento financiero derivado que tenga activo subyacente financiero, o incluso no financiero, si el instrumento

<sup>8</sup> Un derivado es liquidable por entregas o, en terminología de la LMV, en especie cuando en la liquidación las partes entregan las acciones, las materias primas o el activo subyacente que sea a cambio del pago del precio o contraprestación acordado. Es liquidable por diferencias o, otra vez según la LMV, en efectivo cuando las partes no realizan ninguna entrega del activo subyacente sino una liquidación que se suele calcular por la diferencia que existe entre el precio o importe acordado por las partes y la cotización o valoración que alcanza el activo subyacente en una fecha o fechas de referencia.

<sup>9</sup> Teniendo en cuenta ciertas características como que se liquiden a través de cámaras de compensación reconocidas o sean objeto de ajustes regulares de garantías.

<sup>10</sup> Denominados generalmente por su terminología inglesa *weather derivatives*, *freight derivatives* y *emission allowances derivatives*.

en sí tiene propósito o carácter financiero, que no se pueda encuadrar en estas categorías. Esta ampliación de la definición de instrumentos financieros tiene gran trascendencia cuando se examina junto con los cambios en la definición de servicios de inversión que se analizarán más adelante.

### 3 · LAS MODIFICACIONES EN EL RÉGIMEN DE LOS MERCADOS DE NEGOCIACIÓN DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS

La incorporación de la MiFID a nuestro ordenamiento interno supone cambios sustanciales en el régimen jurídico de los mercados de negociación y contratación de instrumentos financieros. Para ello, la Ley 47/2007 reforma en profundidad el Título IV de la LMV que versa sobre los mercados secundarios oficiales de valores y añade un nuevo Título XI sobre otros sistemas de negociación: sistemas multilaterales de negociación e internalización sistemática.

La novedad fundamental que MiFID introduce en nuestro ordenamiento es el establecimiento de un nuevo marco descentralizado y competitivo de sistemas de negociación o centros de ejecución, que lleva aparejada una reforma del régimen de los mercados secundarios oficiales de valores, la creación y regulación de la figura de los sistemas multilaterales de negociación (SMN) y de la actividad de internalización sistemática, y un nuevo régimen de comunicación de operaciones para las empresas de servicios de inversión.

#### 3.1 · La descentralización de los centros de ejecución y las nuevas exigencias de transparencia

En este aspecto, la Ley 47/2007 supone un giro copernicano en el marco jurídico de las Bolsas de Valores y, en general, un cambio sustancial de la organización, funcionamiento y prestación de los servicios de ejecución<sup>11</sup> de operaciones sobre instrumentos financieros<sup>12</sup>.

<sup>11</sup> Por ejecución, ha de entenderse la negociación y contratación efectuada sobre instrumentos financieros, que suele materializarse típicamente en compraventas o préstamos respecto de valores negociables, pero también en cualquier negocio jurídico oneroso sobre instrumentos financieros de los que se puedan encuadrar en el ámbito de aplicación objetivo de la LMV.

<sup>12</sup> Los efectos fundamentales se harán sentir, sobre todo, en la negociación de las acciones porque la contratación del resto de instrumentos financieros (renta fija y derivados) ya se llevaba a cabo de manera descentralizada y las nuevas obligaciones de transparencia previas y posteriores a la contratación se centran en las operaciones sobre acciones.

Antes de la reforma, las Bolsas de Valores gozaban de la exclusividad en la negociación y contratación de operaciones sobre acciones y valores convertibles en éstas. No podían negociarse en otro mercado secundario oficial. Las operaciones de compraventa de acciones admitidas a cotización en las Bolsas debían realizarse o comunicarse a éstas y su concertación fuera del mercado estaba sometida a bastantes y exigentes condiciones y limitaciones. Además, toda compraventa de acciones debía realizarse o comunicarse a través de los procedimientos habilitados a tal efecto por las Bolsas de Valores.

Por el contrario, MiFID consagra un principio de descentralización y diversificación de los centros de ejecución, permitiendo tres distintos sistemas de negociación: los mercados regulados, que mantienen la denominación de mercados secundarios oficiales en la LMV; los SMN, que sustituyen a la figura de los sistemas organizados de negociación (SON), y las empresas de servicios de inversión que se dedican a la internalización sistemática, es decir, ofrecen un servicio de forma organizada, frecuente y sistemática de negociación por cuenta propia en instrumentos financieros, casando las órdenes de sus clientes con otros clientes o con su propia cartera de negociación<sup>13</sup> sin remitir las órdenes a los mercados regulados o a los SMN. Se prevé que los anteriores sistemas de negociación compitan entre sí sometidos cada uno a su propio régimen jurídico especial y, conforme a la exposición de motivos de la Ley 47/2007, aumenten las opciones de los inversores, fomenten la innovación, abaraten los costes de las operaciones y mejoren la eficiencia en el proceso de formación de precios sobre una base comunitaria.

No obstante, esta nueva estructura de los mercados de negociación de instrumentos financieros, prevista por MiFID y consagrada por la Ley 47/2007, podría correr el riesgo de crear asimetrías en el acceso a la información y de segmentar la negociación en el mercado si los distintos centros de ejecución funcionaran como compartimentos estancos, que no ofrecieran ningún tipo de información a los intermediarios financieros y los clientes en general sobre la ejecución ofrecida y realizada a través de sus sistemas. Para evitar este riesgo, se establecen para cada uno de los sistemas de negociación unas

<sup>13</sup> Lo que en el anterior régimen se denominaban aplicaciones y que ahora no estarán sometidas a una obligación de comunicación a la Bolsa ni a requisitos de precio o volumen.

obligaciones de información frente a sus participantes o clientes previas a la negociación, acerca de las condiciones imperantes ofrecidas a través del centro de ejecución, es decir, sobre las operaciones posibles en cada momento en él, y otras posteriores a la negociación, sobre las contrataciones realizadas.

### **3.2 · Principales novedades en el régimen de los mercados secundarios oficiales**

La Ley 47/2007 adapta, conservando su denominación, el régimen jurídico de los mercados secundarios oficiales españoles al de los mercados regulados previsto en MiFID. Para el nuevo marco jurídico, un mercado secundario oficial es una clase de sistema de negociación o centro de ejecución autónomo que compite con el resto de los mercados regulados, SMN e internalizadores sistemáticos en la ejecución de las operaciones sobre instrumentos financieros. Es un sujeto más que interviene en el mercado de negociación de instrumentos financieros y le dota de una definición precisa y de un régimen jurídico propio, que incluye condiciones de acceso y de ejercicio de la actividad. Eso sí, de entre todos los sistemas de negociación que prevé MiFID e incorpora la Ley 47/2007, los mercados regulados o mercados secundarios oficiales son aquellos que se encuentran sometidos, por su importancia, a las normas de mayor exigencia.

El artículo 31 de la LMV define a los mercados regulados como aquellos sistemas multilaterales que permiten reunir los diversos intereses de compra y venta sobre instrumentos financieros para dar lugar a contratos con respecto a los instrumentos financieros admitidos a negociación, y que están autorizados y funcionan de forma regular, conforme a lo previsto en el Capítulo IV de la LMV y en sus normas de desarrollo, con sujeción en todo caso a condiciones de acceso, admisión a negociación, procedimientos operativos, información y publicidad. Por tanto, se trata de sistemas de negociación y contratación de instrumentos financieros autorizados y de funcionamiento regular sometidos a unas condiciones muy estrictas donde una pluralidad de miembros pueden negociar de forma reglada, concertando contratos sobre los instrumentos financieros admitidos a negociación.

El régimen específico para los mercados secundarios oficiales de ámbito estatal atribuye la competencia para su autorización al Ministro de Economía y Hacienda, y no al Gobierno, como ocurría hasta ahora con la autorización de nuevos mercados y sistemas organizados de negociación. La concesión de

la autorización se somete a una serie de requisitos sobre designación de la sociedad rectora, la elaboración de un programa de actividades, la idoneidad, conocimiento y experiencia de los miembros del Consejo de Administración, e idoneidad de los accionistas con participaciones significativas, de capital y recursos propios mínimos, exigiendo la elaboración de un proyecto de reglamento que deberá contener, como mínimo, las reglas aplicables en materia de instrumentos financieros negociables, miembros, régimen de garantías, negociación, registro, compensación y liquidación de transacciones y supervisión y disciplina del mercado y medidas de carácter organizativo relativas, entre otras materias, a los conflictos de interés y a la gestión de riesgos. Los mercados secundarios oficiales deberán, para conservar su autorización, cumplir en todo momento los requisitos exigidos para su autorización y el resto de disposiciones previstas en el Capítulo Primero del Título IV de la LMV y que se refieren al nombramiento de consejeros y directivos y sustitución de la sociedad rectora, las condiciones de admisión a negociación de instrumentos financieros, su funcionamiento y las operaciones que se realizan en éstos, acceso a la condición de miembro y sus obligaciones, establecimiento de accesos remotos, obligaciones en materia de abuso de mercado, suspensión y exclusión de negociación, obligaciones de información de los emisores, requisitos de transparencia previa y posterior a la negociación y, finalmente, a los sistemas de contrapartida central, y de compensación y liquidación.

Existen bastantes novedades que merece la pena resaltar de este nuevo régimen. Se refuerza la importancia del reglamento de mercado como documento interno básico de organización de los mercados secundarios oficiales (lo que ya ocurría para los de negociación de derivados, pero no, por ejemplo, respecto de las Bolsas) y el papel de la sociedad rectora, que podrá incluso acordar la suspensión o exclusión de cotización de los instrumentos financieros admitidos en aquellos cuando dejen de cumplir las condiciones previstas en el reglamento del mercado. Además, como corolario lógico del nuevo sistema, se elimina la distinción entre operaciones ordinarias y extraordinarias de mercado, las restricciones y condiciones a la realización de operaciones fuera de mercado y la obligación de comunicación de éstas a la sociedad rectora. Además desaparecen numerosos requisitos del régimen de los préstamos de valores establecido en el artículo 36 de la LMV. También destaca la eliminación de trabas a las empresas de servicios de inver-

sión y entidades de crédito autorizadas en otros Estados miembros de la Unión Europea respecto de su acceso remoto, es decir, sin exigir presencia física, salvo cuando los procedimientos de negociación o los sistemas del mercado así lo exijan, a los mercados secundarios oficiales españoles. Finalmente, llama la atención la posibilidad de elección de sistema de compensación y liquidación o entidad de contrapartida central y el derecho a designar sistema de liquidación, aunque está aún por ver las implicaciones que podrán tener estos nuevos derechos en la práctica, especialmente por las dificultades técnicas de interconexión de los sistemas y de control de los valores negociados y su asignación.

Además, respecto de los mercados secundarios oficiales ya existentes, cabe resaltar que, a partir de la Ley 47/2007, se siguen considerando mercados regulados a todos los mercados secundarios oficiales actualmente existentes<sup>14</sup>; éstos podrán decidir, en algunos casos, incorporar nuevas categorías de instrumentos financieros a los ya admitidos a negociación, abandonando paulatinamente la especialización que existía tradicionalmente en los mercados secundarios de valores españoles<sup>15</sup>.

### 3.3 · Los SMN y la internalización sistemática

Además de los mercados regulados, la nueva estructura del sistema se completa con otros dos tipos de sistemas de negociación: los SMN y los internalizadores sistemáticos.

Un SMN es aquel sistema que permite reunir, dentro del sistema y según sus normas no discrecionales, los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contratos, de conformidad con lo dispuesto en la LMV. La finalidad y funcionamiento de un SMN es muy similar a la de un mercado regulado, pero está sometido a un régimen mucho más flexible y menos estricto en aspectos prácticos muy importantes. La admisión a negociación de instrumentos financieros en los SMN no está sometida a la necesidad de publicar un folleto de admisión de

acuerdo a las normas de transposición de la Directiva de Folletos<sup>16</sup>, ni sus emisores obligados a la publicación de información de acuerdo a la Directiva de Transparencia<sup>17</sup>, ni a la elaboración de cuentas anuales consolidadas de acuerdo con las normas internacionales de información financiera (NIIF). Pueden servir, por tanto, para permitir la negociación y contratación de instrumentos financieros dentro de un sistema que aporte cierta liquidez, pero cuyos emisores no estén dispuestos a asumir el régimen tan oneroso que conlleva la admisión a cotización en un mercado regulado<sup>18</sup>. Un SMN sólo puede ser operado por una empresa de servicios de inversión, por una sociedad rectora de un mercado secundario oficial, o por la entidad constituida al efecto por una o varias sociedades rectoras, que ha de tener como objeto social exclusivo la gestión del sistema y que ha de estar participada al 100 por cien por una o varias sociedades rectoras.

La creación de un SMN es libre pero está sometida a un procedimiento de verificación previa y supervisión por parte de la CNMV. Como sólo puede ser operador de un SMN una sociedad rectora de un mercado regulado o una sociedad participada por una o varias de aquéllas, o una empresa de servicios de inversión, el procedimiento se limita a verificar el cumplimiento de ciertos requisitos y condiciones exigidos a aquéllos, y a la autorización del reglamento del SMN, que tiene numerosas similitudes con el que hay que elaborar respecto de un mercado secundario oficial. Los SMN se encuentran sometidos a ciertas disposiciones en el proceso de negociación y conclusión de operaciones, supervisión de cumplimiento de las disposiciones legales, requisitos de transparencia previa y posterior a la negociación, acuerdos de contrapartida central y de compensación y liquidación, y acceso remoto.

Los internalizadores sistemáticos son las entidades de crédito y empresas de servicios de inversión que

<sup>14</sup> Las Bolsas de Valores, el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, el Mercado de Renta Fija AIAF, MEFF y el Mercado de Futuros sobre Aceite de Oliva MFAO.

<sup>15</sup> Que básicamente es y, por el momento, continúa siendo, Bolsa de Valores en acciones y valores convertibles, aunque también se negocian valores de renta fija, el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones en valores de deuda pública, el Mercado de Renta Fija AIAF en renta fija privada y MEFF en derivados.

<sup>16</sup> Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de Noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE.

<sup>17</sup> Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004 sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE.

<sup>18</sup> Dos claros ejemplos de esta motivación son los emisores latinoamericanos que admiten sus acciones a cotización en Latibex y las SICAV que se negocian en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB).

ejecutan, al margen de un mercado regulado o de un SMN, por cuenta propia, y de forma organizada, frecuente y sistemática, órdenes de clientes sobre acciones admitidas a negociación en mercados regulados cuyo importe es igual o inferior al volumen estándar del mercado que corresponda al valor. Los internalizadores sistemáticos no están sometidos a una autorización adicional o distinta a la que le permite prestar servicios de inversión, pero sí a unos requisitos especiales de transparencia previa y posterior a la negociación, y a unas obligaciones específicas respecto a la ejecución de órdenes y al tratamiento de clientes.

Finalmente, nos parece interesante resaltar que la suspensión o exclusión de negociación de un instrumento financiero en el mercado regulado acarrea la suspensión o negociación de ese mismo instrumento financiero en los SMN y por los internalizadores sistemáticos.

### 3.4 · La comunicación de operaciones

La Ley 47/2007 añade un nuevo Capítulo VI *bis* al Título IV de la LMV, con un único artículo, sobre obligaciones de comunicación de operaciones por parte de las empresas de servicios de inversión y entidades de crédito que ejecuten operaciones. Esta nueva obligación viene exigida por la nueva estructura del mercado. En el anterior marco jurídico, la supervisión de CNMV podía basarse en la información que facilitaban las Bolsas de Valores, porque las operaciones o se realizaban en aquéllas o debían comunicárselas. Con el nuevo sistema, la información relevante para la supervisión se encuentra repartida entre los distintos sistemas de negociación y entidades que prestan el servicio de ejecución. Por tal razón, el artículo 59 *bis* de la LMV introduce nuevas obligaciones de comunicación de operaciones para las empresas de servicios de inversión y entidades de crédito que ejecuten operaciones.

## 4 · PRINCIPALES NOVEDADES EN EL RÉGIMEN JURÍDICO DE LAS ESIS

La Ley 47/2007 lleva a cabo una extensa modificación del Título V de la LMV que regula las empresas de servicios de inversión, cuyas principales novedades son la incorporación de nuevos servicios de inversión y actividades reservadas, la previsión de ciertos supuestos de exención, la creación de la nueva figura de las empresas de asesoramiento financiero (EAFI), el establecimiento de nuevos requisitos organizativos y la potenciación del régimen de pasaporte, al que nos referiremos más adelante

al tratar las modificaciones en el régimen de supervisión.

### 4.1 · Nuevos servicios de inversión, actividades reservadas y supuestos excluidos

Con la Ley 47/2007, se abre el abanico de actividades sometidas a la regulación de la LMV y a reserva de actividad, bien porque pasan a ser servicios de inversión, bien por convertirse en actividades reservadas a las empresas de servicios de inversión, entidades de crédito, otras entidades habilitadas para prestarlos y sus agentes vinculados. No obstante, también se establece un listado tasado de supuestos de personas excluidas que, a pesar de estar prestando servicios de inversión, no estarán sujetos a la aplicación de la LMV.

Respecto de los servicios de inversión, la Ley 47/2007 incorpora como nuevos servicios la gestión de SMN y el asesoramiento en materia de inversiones, entendiéndose por tal la prestación de recomendaciones personalizadas a un cliente, sea a petición de éste o por iniciativa de la empresa de servicios de inversión, con respecto a una o más operaciones relativas a instrumentos financieros. Además, reformula las referencias a las actividades de colocación. Si, con anterioridad, el servicio de inversión era la mediación por cuenta del emisor u oferente en la colocación de emisiones y ofertas públicas de ventas, lo que podía generar dudas acerca de si la actividad de colocación de valores o instrumentos financieros que no constituyera oferta pública tenía la consideración de servicio de inversión, ahora, sin embargo, no cabe poner en tela de juicio que la colocación de cualesquiera instrumentos financieros debe considerarse así.

Tras la reforma, además de las que ya lo eran, tienen consideración de actividades reservadas a las entidades autorizadas para prestar servicios de inversión las actividades auxiliares de prestación de servicios relacionados con las operaciones de aseguramiento de emisiones o colocación de instrumentos financieros y los servicios de inversión así como los servicios auxiliares que se refieran al subyacente no financiero de los instrumentos financieros derivados contemplados en los apartados 3, 4, 5 y 8 del artículo 2 de la LMV, cuando se hallen vinculados a la prestación de servicios de inversión o a los servicios auxiliares. La norma además despeja cualquier duda sobre el carácter de reservado de los servicios de cambio de divisas, cuando estén vinculados a la prestación de servicios de inversión. En último lugar, aunque no menos importante, el artículo 64

de la LMV establece que la comercialización de servicios de inversión y la captación de clientes sólo podrán realizarlas profesionalmente, por sí mismas o a través de los agentes regulados en el artículo 65 bis de la LMV, las entidades que estuvieran autorizadas a prestar tales servicios. Es obvio que, en el marco de este nuevo régimen, y salvo que concurra alguno de los supuestos expresos de exclusión, la actividad de promoción financiera consistente en la comercialización de servicios de inversión, captación de clientes para ello, colocación de instrumentos financieros y asesoramiento ha dejado de ser una actividad libre y pasa a estar reservada a las entidades que tienen autorización para prestar servicios de inversión o sus agentes vinculados.

Para completar el marco jurídico, la Ley 47/2007 introduce un listado tasado de supuestos excluidos de la aplicación de la LMV y que es igual al contenido en la MiFID.

#### **4.2 · Las Empresas de Asesoramiento Financiero**

Como se acaba de indicar, una de las novedades de MiFID es, precisamente, que el asesoramiento en materia de inversiones constituye un servicio de inversión. MiFID daba la opción a los Estados miembros de considerar a los asesores financieros que cumplieran ciertos requisitos como empresas de servicios de inversión o bien someterlos a una normativa nacional. La Ley 47/2007 opta por la primera opción e introduce la nueva figura del EAFI para dar cobertura a la pléyade de asesores financieros que habían surgido en nuestro país debido a la ausencia de requisitos de autorización para esta figura. Así, junto con las tradicionales sociedades de valores, agencias de valores y sociedades gestoras de cartera, se crea un nuevo tipo de empresa de servicios de inversión con la denominación de EAFI y que únicamente podrá prestar servicios de asesoramiento en materia de inversión, asesoramiento a empresas sobre estructura del capital, estrategia industrial y cuestiones afines, así como el asesoramiento y demás servicios en relación con fusiones y adquisiciones de empresas y la elaboración de informes de inversiones y análisis financieros u otras formas de recomendación general relativa a las operaciones sobre instrumentos financieros.

Esta nueva figura goza de un régimen menos estricto, y no está sometida a todos los requisitos a los que generalmente se sujeta a las empresas de servicios de inversión. Por ejemplo, sus titulares podrán ser personas físicas o, de ser personas jurídicas, podrán adoptar cualquier forma societaria, pudiendo

designar un administrador único; no tendrán que adherirse al Fondo de Garantía de Inversiones y no estarán sometidas a los requisitos financieros que se aplican al resto de empresas de servicios de inversión.

#### **4.3 · Requisitos organizativos y agentes vinculados**

La Ley 47/2007 también modifica los artículos de la LMV relativos a las condiciones de acceso y ejercicio de la actividad del resto de las empresas de servicios de inversión en cuanto a sus requisitos organizativos. Aunque existen cambios respecto del anterior régimen, éste es un campo en el que las empresas de servicios de inversión españolas ya se encontraban sometidas a unas normas muy exigentes, comparables a las que han de aplicarse en el entorno MiFID y, en algunos casos, aunque no fueran exigidos por la normativa, las entidades más avanzadas ya tenían su departamento de cumplimiento normativo o de auditoría. En cualquier caso, las principales novedades en esta materia de la Ley 47/2007 son la exigencia de un departamento de cumplimiento normativo y de auditoría, el establecimiento de nuevas normas más detalladas sobre conflictos de interés y delegación de funciones y sobre depósitos y utilización de los activos de clientes que, junto con ciertas normas de protección de éstos, parecen abrir la posibilidad de la tenencia de los valores e instrumentos financieros a través de cuentas globales u *ómnibus*.

Otra cuestión interesante a resaltar es el nuevo régimen de agentes vinculados, al que estarán sometidos los agentes de las empresas de servicios de inversión españolas y extranjeras que los utilicen en España.

### **5 · NORMAS DE CONDUCTA**

Uno de los ámbitos en los que MiFID implica mayores modificaciones de nuestro régimen jurídico es en el de las normas de conducta contenidas en el Título VII de la LMV y en su desarrollo reglamentario.

Desde el punto de vista formal, la Ley 47/2007 divide el Título de normas de conducta en dos capítulos: el primero dedicado a las normas de conducta que deben seguir las entidades que prestan servicios de inversión y el segundo dedicado a las materias de abuso de mercado, tales como las disposiciones sobre información privilegiada o la manipulación de mercado.

Desde el punto de vista material, MiFID supondrá, en general, un endurecimiento de las exigencias que deben cumplir las entidades que prestan servicios frente a sus clientes minoristas en cuanto a normas de conducta, tales como las obligaciones de conocer al cliente y de informarle, el registro de contratos o las obligaciones relativas a la gestión de órdenes y la política de mejor ejecución, si bien la norma permite conceder un nivel de protección y un trato distinto dependiendo de la categoría a la que cada cliente pertenezca. La concreción de la mayoría de estas obligaciones y normas de conducta se encuentran contenidas en la Directiva 2006/73/CE, y la Ley 47/2007 sólo las incorpora a nuestro ordenamiento de forma muy parcial, dejando al desarrollo reglamentario su regulación con más nivel de detalle.

### 5.1 · La categorización del cliente

Antes de la reforma, las entidades tenían que brindar un trato homogéneo y cumplir las mismas normas de conducta respecto de todos sus clientes, independientemente del nivel de conocimientos o experiencia que tuvieran. La Ley 47/2007 obliga a aquéllas a clasificar al cliente en tres categorías: cliente minorista, cliente profesional y contraparte elegible, a los efectos de dispensarles distintos niveles de protección. Estas categorías no se conciben como compartimentos estancos. La norma prevé una serie de procedimientos para modificar la clasificación en la que, a priori, se encuentra cada uno encuadrado según la LMV. Los clientes profesionales o contrapartes elegibles pueden solicitar un mayor nivel de protección y los clientes minoristas renunciar a ella, siempre que lo soliciten, cumplan ciertos requisitos y la entidad compruebe satisfactoriamente su experiencia y conocimientos de acuerdo al procedimiento previsto al efecto.

El cliente minorista es la categoría residual en la que hay que clasificar a aquéllos a los que no se les pueda considerar cliente profesional o contraparte elegible (o hayan pedido no ser tratados como tales). Al cliente minorista se le debe otorgar el mayor nivel de protección, estando obligada la entidad que le presta servicios de inversión a cumplir todas las normas de conducta.

El cliente profesional es aquél al que se presume la experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente sus riesgos. Por tal motivo se le puede otorgar un menor nivel de protección, en particular, respecto de la obligación de conocerlo o de facilitarle información. Tienen la considera-

ción de cliente profesional las entidades financieras y demás personas jurídicas que, para poder operar en los mercados financieros, hayan de ser autorizadas o reguladas por Estados, sean o no miembros de la Unión Europea, los Estados y Administraciones regionales, los organismos públicos que gestionen la deuda pública, los bancos centrales y organismos internacionales y supranacionales, como el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional, el Banco Central Europeo, el Banco Europeo de Inversiones y otros de naturaleza similar, los empresarios que cumplan ciertas condiciones, dos de tres, en cuanto a volumen del activo, cifra anual de negocio o recursos propios, los inversores institucionales y aquellos otros que lo soliciten, renuncien de forma expresa a su tratamiento como clientes minoristas y satisfagan ciertos requisitos relacionados con su experiencia y conocimientos.

Tienen la consideración de contrapartes elegibles: (i) las empresas de servicios de inversión, entidades de crédito, entidades aseguradoras, instituciones de inversión colectiva y sus sociedades gestoras, fondos de pensiones y sus sociedades gestoras; (ii) otras entidades financieras autorizadas o reguladas por la legislación comunitaria o por el Derecho nacional de un Estado miembro; (iii) empresas que se dedican a la negociación por cuenta propia sobre materias primas o instrumentos financieros derivados sobre éstas o en mercados de instrumentos financieros derivados y de contado y que hayan resultado excluidas del ámbito de aplicación de la LMV; (iv) gobiernos nacionales y sus servicios correspondientes, incluidos los que negocian deuda, Bancos Centrales y organismos supranacionales y las entidades de terceros países equivalentes y las comunidades autónomas; y (v) aquellos clientes profesionales que sean empresarios y así lo soliciten, respecto de aquellos servicios u operaciones para los que puedan ser tratados como tales. Respecto de las contrapartes elegibles, las entidades que presten servicios de inversión autorizadas para ejecutar órdenes por cuenta de terceros, negociar por cuenta propia o recibir y transmitir órdenes, pueden realizar estas operaciones o los servicios auxiliares directamente relacionados con éstas, sin cumplir básicamente con norma de conducta alguna, siempre que dichas contrapartes sean informadas previamente de ello y no soliciten expresamente que se les apliquen.

### 5.2 · Obligaciones de diligencia y transparencia y de información

En los artículos 79 y 79 bis de la LMV, la Ley 47/2007 anticipa, pero no desarrolla en detalle, las

principales novedades en las normas de conducta que las entidades que presten servicios de inversión deberán cumplir, en su caso, respecto de los clientes. Consagra el principio de que aquéllas deben comportarse con diligencia y transparencia en interés de sus clientes, cuidando de tales intereses como si fueran propios y, en particular, observando las normas de conducta, anunciándose una regulación de los incentivos que se deja para su desarrollo reglamentario. Les obliga a mantener, en todo momento, adecuadamente informados a sus clientes, que la información que les faciliten sea siempre imparcial, clara y no engañosa, y que, al menos, verse, en particular, sobre: (i) la entidad y los servicios que presta, (ii) los instrumentos financieros y las estrategias de inversión, (iii) los centros de ejecución de órdenes, y (iv) los gastos y costes asociados, toda esa información de modo que les permita comprender la naturaleza y los riesgos del servicio de inversión y del tipo específico de instrumento financiero que se ofrece pudiendo, por tanto, tomar decisiones sobre las inversiones con conocimiento de causa. Se deja una mayor concreción y sus excepciones al posterior desarrollo reglamentario. Deberán informarles además, de forma adecuada y a posteriori, sobre el servicio efectivamente prestado.

Además, se establece la obligación por parte de las entidades de conocer al cliente para determinar si los servicios que se van a prestar o los productos que se le van a ofrecer son idóneos o adecuados para él. Este deber se concreta en dos tipos de análisis que deben realizar las entidades según el servicio que se vaya a prestar. Cuando se preste el servicio de asesoramiento en materia de inversiones o de gestión de carteras, tendrán que realizar un examen completo, denominado de idoneidad, sobre el cliente, en el que habrá de obtenerse información sobre sus conocimientos y experiencia, sobre su situación financiera y sobre sus objetivos de inversión, para recomendarle los servicios e instrumentos financieros que más le convengan. La entidad no podrá prestarle el servicio si no obtiene dicha información. Cuando se presten servicios distintos, la entidad sólo tendrá obligación de recabar información al cliente acerca de sus conocimientos y experiencia en el ámbito de inversión correspondiente al tipo concreto de producto o servicio ofrecido o solicitado. A este segundo examen se le suele conocer por el examen parcial o de conveniencia o adecuación. Si considera que el instrumento o el servicio de inversión no es adecuado para el cliente, o no consigue recabar toda o parte de la información necesaria para realizar dicho análisis, la entidad

deberá advertírselo, pero podrá prestarle el servicio u ofrecerle el producto. La LMV exonera a las entidades, previo cumplimiento de ciertos requisitos, de realizar este último examen cuando se presten a iniciativa del cliente servicios de recepción, transmisión y ejecución de órdenes, con o sin servicios auxiliares, sobre ciertos instrumentos no complejos.

### 5.3 · Mejor ejecución y gestión de órdenes

Finalmente, en cuanto a normas de conducta, hay que destacar las normas sobre mejor ejecución y gestión de órdenes que se contienen en el nuevo artículo 79 *sexies* de la LMV, que son corolario lógico de la nueva estructura del mercado con distintos sistemas de negociación concurrentes. Por una parte, las entidades deberán adoptar las medidas razonables para obtener el mejor resultado posible para las operaciones de sus clientes teniendo en cuenta el precio, los costes, la rapidez y probabilidad en la ejecución y liquidación, el volumen, la naturaleza de la operación y cualquier otro elemento relevante para la ejecución de la orden. Esta obligación se deberá concretar en una política de ejecución que las entidades deberán aprobar, implementar, verificar su cumplimiento y revisar y actualizar. Por otro, deberán disponer de procedimientos y sistemas de gestión de órdenes, en los términos que se determinen reglamentariamente, que permitan su rápida y correcta ejecución y posterior asignación, de forma que no se perjudique a ningún cliente cuando se realizan operaciones para varios de ellos o se actúa por cuenta propia.

### 6 · CAMBIOS EN EL RÉGIMEN DE SUPERVISIÓN, INSPECCIÓN Y SANCIÓN

Para finalizar cabe realizar una mención a los cambios en el régimen de supervisión, inspección y sanción contenidos en la LMV, que han tenido que ser adaptados a las disposiciones contenidas en MiFID. Merece la pena resaltar, por una parte, la pérdida de competencias de las CNMV respecto de la supervisión de las entidades autorizadas en otros Estados miembros de la Unión Europea que prestan servicios en España, lo que además se acompaña de una serie de medidas de coordinación de autoridades supervisoras y, por otra, la adaptación de las infracciones y cierto endurecimiento de las multas pecuniarias, así como la ampliación de las facultades inspectoras de la CNMV.

### 7 · Conclusión

La Ley 47/2007 supone la introducción de un nuevo régimen jurídico relativo a las formas de contra-

tación en los mercados de valores e instrumentos financieros y las relaciones de las entidades que prestan servicios de inversión con sus clientes en numerosos aspectos. Este cambio afectará, sin duda, de manera importante al día a día de estas entidades y mercados. Las entidades que mejor se adapten a este nuevo marco jurídico tendrán una

importante ventaja en el nuevo entorno competitivo, pero va a exigir de todos, incluidos los organismos supervisores, unos importantes esfuerzos de comprensión y racionalización, y posiblemente inversiones, a la vez que una gran dosis de flexibilidad, al menos en los primeros momentos de su implantación.