

Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID)

La Directiva 2004/39/CE, conocida como MiFID (Markets in Financial Instruments Directive), pilar del Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF), y sus normas de desarrollo -la Directiva 2006/73/CE, el Reglamento 1287/2006 de la Comisión y los textos legales de nivel III derivados del asesoramiento del Comité de Reguladores Europeos (CESR)-, serán de aplicación a todas las personas y entidades que actúen en los mercados de valores. MiFID afectará a la forma de operar de las empresas de servicios de inversión (ESI), a su organización y a cómo se relacionan dichas entidades con sus clientes.

Los objetivos principales que se pretenden alcanzar con la aplicación de la Directiva son los siguientes:

1. **Armonizar el marco legal europeo**, completando el mercado único de servicios financieros de la UE e introduciendo un régimen regulatorio común para los servicios financieros en los 27 estados miembros de la Unión Europea, y en otros 3 estados del Área Económica Europea (Islandia, Noruega y Liechtenstein).
2. **Reforzar la protección a los inversores**, a través de un suministro de información de mayor calidad, el establecimiento de una mayor transparencia en los mercados de valores, el perfeccionamiento de las normas de conducta en la relación con los clientes, y la aplicación del principio de mejor ejecución por parte de las ESI, consistente en la obligación de obtener el mejor resultado posible al ejecutar órdenes de clientes.

Pero además de una adecuada información y transparencia dirigida al inversor, se exigirá que las empresas de inversión, en su labor de comercialización de productos, adecuen previamente su oferta al test de idoneidad o conveniencia del cliente.

3. **Incrementar la competencia**, con una mayor diversificación mediante la ruptura del monopolio de las bolsas y el establecimiento de plataformas alternativas de negociación, un régimen de mayor transparencia de precios y la flexibilización de la regulación del pasaporte europeo (con más empresas de inversión de los distintos Estados de la UE actuando en diversos países libremente mediante agentes vinculados). El actual régimen de actuación transfronteriza será sometido, cuando entre en vigor la nueva normativa MiFID, a una importante mejora basada, principalmente, en la resolución de los problemas hasta ahora generados por un insuficiente reparto de competencias entre el Estado de acogida y el de origen.

Las modificaciones principales introducidas por MiFID y sus normas de desarrollo abarcan los siguientes aspectos:

- a) Globalización de los mercados: Modificación del actual sistema de mercados financieros, eliminando el principio de concentración existente en la actualidad para facilitar la competencia entre centros de negociación. En este sentido, aparecerán nuevos sistemas de negociación que competirán con los Mercados Regulados, a saber los *Sistemas Multilaterales de Negociación* (SMN) y los

Internalizadores Sistemáticos (IS), estableciéndose nuevos requisitos de pre y post transparencia en la realización de operaciones y nuevas exigencias de reporte a los organismos reguladores.

Los Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN), operados por una empresa de inversión o por un gestor del mercado, constituyen una «Bolsa alternativa» a los actuales mercados bursátiles europeos, en la que los inversores podrán comprar o vender acciones. Los requisitos aplicables a los SMN serán similares a los establecidos en los Mercados Regulados y comprenden requisitos organizativos, pre y post transparencia y normas de compensación y liquidación. En general, los requisitos de acceso e información de las empresas que operen en estos sistemas serán más flexibles que los establecidos en los mercados regulados.

Asimismo, y mediante la conversión en Internalizadores Sistemáticos (IS), las ESI podrán ejecutar órdenes de sus clientes contra sus propias cuentas o contra órdenes de otros clientes al margen de un mercado regulado o un SMN. Sobre los IS se establece un régimen específico de transparencia con normas de actuación concretas, como el deber de cotizar precios durante las horas normales de mercado y el establecimiento de condiciones en la actualización y retirada de cotizaciones.

Los requisitos de *transparencia pre-acuerdo* obligarán a los operadores a tener que crear informaciones agregadas de precios líquidos disponibles a los cinco mejores niveles de precios, tanto para la compra como para la venta. En los mercados cotizados, los precios actuales de compra y venta y la profundidad de las posiciones de negociación a dichos precios deberán hacerse públicos.

Los requisitos de *transparencia post-acuerdo* exigirán que las compañías publiquen el precio, el volumen, y el tiempo de todas las transacciones en listas compartidas, incluso si se ejecutan fuera de mercados regulados, a no ser que se den determinados requisitos que permitan diferir la publicación.

Respecto a los requisitos y normas de publicidad, toda información facilitada a los clientes y posibles clientes, deberá ser *imparcial, clara y no engañosa*. Si bien estos aspectos ya se encuentran incorporados en nuestro ordenamiento jurídico, la MiFID sistematiza y desarrolla el alcance de los mismos.

b) Nueva regulación en el ámbito de las empresas de inversión: La modificación de la estructura de los mercados afectará a la forma de operar de las ESI, a su organización y a la forma de comercialización de los productos a sus clientes. En este sentido, se establecen las siguientes obligaciones:

- *Revisión de las estructuras de gobierno y organizativas*: mediante el refuerzo y revisión de las funciones de control interno, de la gestión de conflictos de interés, de los sistemas de salvaguarda de los activos de clientes y el mantenimiento de nuevos registros (entre otros, identidad y clasificación de cada cliente para evaluar la idoneidad y conveniencia en la comercialización de productos, registros de informes de análisis, política y procedimiento de cumplimiento, servicios o actividades concretas que han dado lugar a un conflicto de interés con un cliente o entre clientes, registro y gestión de quejas, asesoramiento de inversión a clientes minoristas...).

En este sentido, MiFID mantiene la responsabilidad última del cumplimiento en los administradores de la entidad, directores generales y quienes desarrollen en la entidad funciones de alta dirección.

La principal novedad respecto a la estructura organizativa de la ESI es la exigencia de una *unidad de cumplimiento normativo independiente*. Esta independencia se entiende desde una ubicación jerárquica adecuada y separada del resto de áreas de actividad de la ESI. La función de cumplimiento se encarga del control de la adecuación de los procedimientos y actuaciones a la normativa y del asesoramiento al negocio para que éste no se aparte del cumplimiento.

- *Interrelación con los clientes*: refuerzo de las normas de conducta, clasificación de los clientes (conocimiento de los mismos y aplicación del test de idoneidad y test de conveniencia), aplicación del principio de mejor ejecución e información al cliente, establecimiento de política de incentivos, regulación del régimen de los agentes vinculados.

Con el fin de impedir la comercialización de un producto considerado de elevado riesgo para una tipología determinada de cliente, MiFID obliga a las ESI a clasificar a los clientes en función de su conocimiento y experiencia, de su situación financiera y objetivos de inversión. De este modo una entidad podrá tener: contrapartes elegibles (ESI, compañías de seguros, entidades de crédito, etc), clientes profesionales (inversores institucionales y grandes empresas, entendiéndose por tales las que tengan un balance de 20 millones de euros, un volumen de negocio de 40 millones de euros, y fondos propios de 2 millones de euros) o clientes minoristas (cuyo nivel de protección será máximo). Instrumentos clave para conseguir una óptima clasificación de los clientes son los tests de idoneidad y conveniencia.

La finalidad del *test de idoneidad* es que la ESI comprenda los factores esenciales del cliente y disponga de una base razonable para creer que el asesoramiento o la gestión de carteras que se realice responde a los objetivos de inversión del cliente, puede ser asumida financieramente por él y es entendida por el cliente dada su experiencia y conocimientos. El *test de conveniencia* tiene por objetivo determinar si el cliente comprende los riesgos de la inversión y, por tanto, el producto o servicio ofrecido o solicitado es adecuado.

Uno de los principios básicos en MiFID es el *principio de mejor ejecución*, que requerirá que las ESI den todos los pasos razonables para obtener el mejor resultado posible en la ejecución de una orden por un cliente. El mejor resultado posible no está limitado al precio de ejecución, sino que incluye además el coste, rapidez y probabilidad de ejecución, entre otros. Por tanto, las ESI definirán de forma previa y para cada instrumento financiero cuáles son los centros de ejecución que permiten obtener, de forma sistemática, el mejor resultado posible para sus clientes. Este requisito pretende asegurar que el proceso de ejecución de la entidad se construya atendiendo al resultado obtenido por el cliente y no de forma arbitraria.

Asimismo, MiFID incluye, a través de su desarrollo establecido en la Directiva 2006/73/CE, ciertas exigencias y condiciones al depósito que mantienen las ESI respecto a instrumentos

financieros de clientes así como en relación con la utilización de dichos instrumentos (artículos 17 y 19 de la Directiva 2006/73/CE).

Con la *política de incentivos* se establece un control sobre todos aquellos pagos recibidos o efectuados por las ESI en el desarrollo de su actividad de prestación de servicios de inversión, con el fin de prohibir aquellos que, no siendo realizados ni recibidos por el cliente, se consideren innecesarios o inadecuados para la prestación del servicio o por su naturaleza entran en conflicto con la obligación de la entidad de actuar en el mejor interés del cliente. Sólo se permitirán esos pagos en el caso de que sean comunicados previamente al cliente, con detalle de la naturaleza y cuantía, aumenten la calidad del servicio, y no entorpezcan el cumplimiento de la ESI de actuar en el mejor interés del cliente. Asimismo, será necesario un mayor régimen de transparencia en las tarifas, informando a los clientes de las posibles retrocesiones de comisiones que se produzcan a terceras entidades en el marco de prestación de servicios.

Al igual que como se venía actuando hasta ahora, las ESI podrán prestar servicios de inversión a través de la figura del *agente vinculado*. El agente vinculado, en régimen de exclusividad, podrá captar negocio para la ESI mediante la promoción de los servicios de inversión, recibir órdenes de clientes y transmitirlos, y prestar asesoramiento en materia de inversión. Además, MiFID establece que la ESI, en el ejercicio del pasaporte comunitario, podrá ampliar su ámbito de actuación en la prestación de sus servicios a través de agentes vinculados establecidos en los diferentes Estados de la Unión Europea donde desee actuar.

- *Regulación del asesoramiento como servicio de inversión* (antes de MiFID era una actividad auxiliar) sujeto a autorización y a determinadas obligaciones, como la realización del test de idoneidad. La Directiva define el asesoramiento como la prestación de recomendaciones personalizadas a un cliente, sea a petición de éste o por iniciativa de la ESI, con respecto a una o más operaciones relativas a instrumentos financieros concretos.
- c) Autorización y regulación del pasaporte europeo: Las ESI a las que se aplica MiFID serán autorizadas y reguladas por sus propios estados (normalmente en el país en el cual tengan su domicilio social y su registro oficial). Una vez que la ESI haya sido autorizada, y una vez entre en vigor la normativa MiFID, podrá usar el pasaporte MiFID para prestar servicios a clientes en otros estados miembros de la UE (particularmente, a través de agentes vinculados). La armonización y las mejoras de calidad en el pasaporte comunitario supondrán un claro incremento de la competencia en el ámbito internacional.