



FACULTAD DE DERECHO

**CUESTIONES LEGALES DERIVADAS DE LA
IMPLEMENTACIÓN DE MIFID II EN EL
ÁMBITO DE LA GESTIÓN DE ACTIVOS**

Autor: Lucia Lucena Marín

5º E3 C

Derecho Mercantil

Tutor: Ignacio Ramos Villar

Madrid

Abril 2018

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN	7
2. MIFID	7
2.1. Descripción y fundamento	7
2.2. Marco Jurídico	9
2.3. Objetivos de la MIFID II	10
2.4. Ámbito de aplicación	11
2.4.1. Destinatarios	12
Empresas de servicios de inversión	12
Entidades de crédito	13
Sociedades Gestoras de Inversión Colectiva	15
2.4.2. Productos afectados por MIFID	15
Productos no MIFID	16
Productos MIFID	16
3. IMPLICACIONES Y CAMBIOS LEGALES	19
3.1. Protección del inversor	20
3.1.1. Obligaciones generales de las ESIs	21
3.1.2. Asesoramiento dependiente o independiente	24
3.1.3. Incentivos en la prestación del servicio de asesoramiento	26
3.1.4. Órgano de dirección	27
3.1.5. Salvaguarda de los instrumentos financieros y los fondos de los clientes	28
3.1.6. Creación de instrumentos financieros por parte de las ESI	31
3.1.7. Gastos derivados de la gestión de carteras	32
3.1.8. Código LEI	33
3.1.9. Idoneidad y conveniencia	34
3.2. Infraestructura de Mercados y reglas de transparencia en mercados secundarios	36
3.2.1. Organismos rectores del mercado y proveedores de servicios de suministro de datos	36
3.2.2. Exigencias de transparencia y contratación	37
3.2.3. Mejor ejecución	40
3.2.4. Instrumentos derivados	42
3.2.5. Sistema Organizado de Contratación	45
3.2.6. Negociación algorítmica	45
3.3. Implicaciones generales: Impacto de la normativa	49
3.3.1. Fiscalidad	49
3.3.2. Trabajadores	51
3.3.3. Retraso en la aplicación de la Directiva	52
4. PREVISIONES EN LA EVOLUCION DEL ASESORAMIENTO FINANCIERO	54
4.1. Digitalización: Aparición de las <i>fintechs</i>	54
4.1.1. Robo-advice	56
5. INCUMPLIMIENTO DE LA NORMATIVA Y SUS CONSECUENCIAS: REGIMEN SANCIONADOR	57
6. CONCLUSIONES	59
7. BIBLIOGRAFIA	62
7.1. Legislación	62
7.2. Obras doctrinales	63
7.3. Otros	65

RESUMEN

El objetivo de este trabajo es explicar y revelar los cambios y el impacto que tendrá la nueva directiva MIFID II (Markets in Financial Instruments Directive) en el sistema financiero europeo. Dicha normativa supone un gran esfuerzo tanto a nivel legislativo como a nivel empresarial, ya que sus requisitos supondrán un fuerte cambio en la forma de operar de las entidades financieras y de las empresas de servicios de inversión. Su objetivo principal es armonizar la regulación sobre los mercados, tanto los regulados como los no regulados, así como mejorar la confianza y protección de los clientes, y evitar las prácticas poco ortodoxas llevadas a cabo en los últimos años por las instituciones financieras, que han dado lugar a grandes escándalos financieros con impacto global . Entre los principales cambios que la normativa introduce podemos destacar la política de incentivos de los asesores financieros, las exigencias a nivel de gobierno corporativo de las entidades de servicio de inversión y la introducción de los sistemas organizados de contratación. Esta directiva MIFID II junto con su reglamento de desarrollo MIFIR fueron aprobados el 16 de abril de 2014 por el Parlamento Europeo, entrando en vigor el 3 de enero de 2018. Debido a su cercana entrada en vigor, el impacto total de MIFID II no se puede asegurar hasta pasados unos años de su implantación y por ello intentaré aproximarme a los cambios más predecibles así como intentar deducir los más complejos.

Palabras Clave: Empresas de servicios de inversión, MIFID, transparencia, OTC.

ABSTRACT

The objective of this paper is to explain and reveal the changes and the impact that the new MIFID II directive (Markets in Financial Instruments Directive) will have on the European financial system. This regulation supposes a great effort both at the legislative level and at the business level, since its requirements will involve a strong change in the way of operating of financial institutions. Its main objective is to harmonize the regulation of markets, both regulated and unregulated, as well as to improve the confidence and protection of customers, and to avoid the unorthodox practices carried out by financial institutions, which had an impact at the international level. global and led to major financial scandals. Among the main changes that the regulations introduce, we can highlight the incentives policy of financial advisers, the requirements at the level of corporate governance of investment service entities and the introduction of organized contracting systems. This MIFID II directive together with its MIFIR development regulation were approved on April 16, 2014 by the European Parliament, coming into force on January 3, 2018. Due to its close entry into force, the total impact of MIFID II can not be guaranteed until a few years after its implementation, therefore I will try to approach the most predictable changes as well as try to deduce the most complex ones.

Key Words: Investment firms, MIFID, transparency, OTC.

ABREVIATURAS

APA: Agente de Publicación Autorizado

CFA: Chartered Financial Analyst

CRD IV: Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013 , relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión, por la que se modifica la Directiva 2002/87/CE y se derogan las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE Texto pertinente a efectos del EEE.

DGT: Dirección General de Tributos

DOUE: Diario Oficial de la Unión Europea

EBA: European Banking Authority

EFA: European Financial Advisor

ESI: empresa de servicios de inversión

ESMA: European Securities and Market Authority

Hedge Fund: Fondo de inversión libre

HFT: High Frequency Trading

ICO: Instituto de Crédito Oficial

IIC: Instituciones de Inversión Colectiva

LEI: Legal Entity Identifier

MEFF: Mercado Oficial de Opciones y Futuros

MIFID I: 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.

MIFID II: Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE.

MIFIR: Reglamento (UE) No 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) no 648/2012

OTC: Over the Counter

PIC: Proveedor de Información consolidada

ROE: Return on Equity

SIA: Sistema de Información Autorizado

SMN: Sistemas de Negociación Multilateral

SOC: Sistema Organizado de Contratación

SSTI: Size Specific to the Instrument

1. INTRODUCCIÓN

La crisis financiera del 2008 iniciada en EEUU con la caída de uno de los grandes bancos de inversión Lehman Brothers tuvo un impacto a nivel transnacional que llegó hasta los países de la Unión Europea incluido España. Durante los años que precedieron a esta burbuja se realizaron una serie de prácticas irregulares que han llevado a los legisladores de nuestros días a implantar normas que eviten que las mismas sean repetidas.

Las Markets in Financial Instruments Directive, conocidas como MIFID, nacen con el objetivo de armonizar y mejorar la regulación de los mercados financieros, las entidades financieras y la protección a los clientes para conseguir una mayor transparencia y confianza en los mercados financieros.

La directiva, junto con su Reglamento 600/2014 (conocido como MIFIR), dará lugar a un cambio tanto en la forma de operar de las entidades financieras como en la protección al cliente, con medidas como la realización de un test de idoneidad y de conveniencia previamente a la comercialización de productos financieros.

Dicho trabajo se centrará en los cambios de la MIFID II, pero previamente me referiré a su predecesora, es decir, la Directiva MIFID en vigor desde 2007. El objetivo principal de la MIFID era la armonización de la regulación sobre los mercados de valores y secundarios, los instrumentos financieros y la relación con los clientes, mientras que la MIFID II pone el punto de mira en un sistema financiero más transparente y seguro para el inversor.

2. MIFID

2.1. Descripción y fundamento

Para poder entender el sentido y fundamento de las MIFID, es necesario remontarnos a hechos anteriores. El 1 de enero de 1999 tiene lugar la aprobación del euro como moneda única cuyo objetivo principal era la creación de un mercado único europeo en el que la economía europea, y por tanto de cada uno de los países que la integran se viera favorecida por el aumento de las transacciones entre los países miembro. El euro suponía así una reducción de los costes de las transacciones intracomunitarias, ya que con él se eliminaba la fluctuación de los tipos de cambio y su consecuente precio.¹

Sin embargo para poder alcanzar estos objetivos, la Comisión Europea decide aprobar en mayo de 1999 el Plan de Acción de los servicios financieros. Éste plan introduce así 42 medidas con el único objetivo de conseguir un mercado financiero único y uniforme.

De acuerdo con las teorías de King y Levine, el desarrollo financiero se encuentra relacionado positivamente con un crecimiento económico, siendo por tanto este último una consecuencia directa del crecimiento financiero.² Además los mercados financieros funcionan de acuerdo a diferentes normas que varían atendiendo al país en el que nos encontremos, en los que encontramos distintos sistemas de contratación y estructuras de propiedad. Por ello para llevar a cabo una integración económica completa a nivel de mercado, es necesaria una previa uniformidad financiera en los países que componen la Unión Europea, ya que como hemos concluido anteriormente, el crecimiento financiero es una causa del crecimiento económico.³

Dicho plan nace con un horizonte temporal de 6 años (2005), por lo que era necesaria la elaboración de un calendario riguroso de medidas para que éste fuera efectivo. Con el fin de acelerar y mejorar la consecución de dicho plan, era necesaria la creación de un comité con profesionales independientes pero que dependiera de la comisión. Nace así el comité Lamfalussy, cuyo nombre deriva de su presidente, Alexandre Lamfalussy. Este comité compuesto por Alexandre Lamfalussy como Presidente, Sir Nigel Wicks, Luis Angel Rojo, Cornélis Herkströter, Luigi Spaventa, Norbert Walter y Bengt Rydén

¹ Unión Europea (2002). El Euro. (Obtenido el 27/12/2017 de https://europa.eu/european-union/about-eu/money/euro_es).

² Levine, R., Loayza, N., & Beck, T. (2000). Financial intermediation and growth: Causality and causes. *Journal of monetary Economics*, 46(1), 31-77.

³ López Domínguez, I. (2007). El proceso de integración de los mercados financieros en Europa. *Revista Escuela de Administración de Negocios*, (59).

pretendía la consecución de una regulación eficaz y adecuada en ámbitos determinados como las operaciones financieras transfronterizas, disponibilidad de información y la protección del cliente.⁴

Es en el 2002 cuando se aprueba en el Parlamento la propuesta del comité, de poner en marcha una normativa de mercados financieros comunitarios en 4 niveles⁵ :

- Implantación de una legislación principal (1º nivel)
- Medidas de desarrollo de las normas de la legislación principal (2º nivel)
- Implementación uniforme en todos los países comunitarios las normas anteriores (3º nivel)
- Refuerzo de la normativa (4º nivel)

De entre todas las normas creadas a partir de dicha propuesta, las más destacadas son las MiFID, objeto de estudio de este trabajo. Estas normas fueron adoptadas finalmente el 30 de abril del 2004, y suponen el mayor logro para la consecución del Plan de Acción de Servicios Financieros.⁶

Finalmente es necesario destacar que tanto la MIFID II como su reglamento MIFIR han sido elaborados por actos no legislativos (delegados y de ejecución) aprobados por la Comisión. Como consecuencia de esto, la MIFID II al tratarse de una Directiva requiere de su transposición al ordenamiento jurídico español.

2.2. Marco Jurídico

El sistema Lamfalussy utilizado para el desarrollo legislativo de los servicios financieros de la Unión Europea establece un marco normativo dividido en 4 niveles. En el Nivel I encontramos la Directiva MIFID II y su Reglamento MIFIR, aprobados por el Consejo y el Parlamento Europeo a propuesta de la Comisión Europea. Este primer nivel normativo entra en vigor el 2 de julio de 2014, tras haber sido publicado

⁴ Marín, J. L. M., & Valle, C. T. (2009). La regulación y supervisión del sistema financiero ante la crisis económica. *Boletín de Estudios Económicos*, 64(198), 441.

⁵ Valenzuela, I. G., Pérez, M. A. S., & Gómez, P. B. (2008). La liquidez de las empresas españolas en el contexto globalizado de la MIFID. In *Universidad, Sociedad y Mercados Globales* (pp. 149-160). Asociación Española de Dirección y Economía de la Empresa (AEDEM).

⁶ Casey, J. P., & Lannoo, K. (2009). *The MiFID Revolution*. Cambridge University Press.

previamente en el DOUE el 11 de junio de ese mismo año. Sin embargo su aplicación no tendría lugar hasta pasados 30 meses, es decir, hasta el 3 de enero de 2017. No obstante, una serie de condicionantes dieron lugar a que previamente a esta fecha, el 10 de febrero de 2016, la Comisión Europea modificara la ya aprobada directiva MIFID II y su correspondiente reglamento MIFIR, publicando una nueva propuesta cuya entrada en vigor se retrasaría hasta el 3 de enero de 2018, fecha en la que tiene lugar su efectiva aplicación.

En segundo lugar, el Nivel II lo componen Directivas y Reglamentos elaborados por la Comisión Europea y asesorados por ESMA, con el fin de complementar la Directiva y el reglamento de nivel I. Este asesoramiento por parte de ESMA, lo realiza a través de actos delegados y normas técnicas con el fin de que finalmente su contenido sea adoptado por la Comisión Europea con los correspondientes instrumentos legales ya mencionados.

El nivel III está integrado por Directrices y Recomendaciones, que deben de ser adoptadas por las autoridades competentes de cada país miembro de la Unión Europea. La ESMA será la encargada de publicar estas directrices y recomendaciones, que en caso de que los estados miembros no las apliquen o adopten, éstos deberán justificarlo de acuerdo al principio europeo *Comply or Explain* (adopta o explica).

Finalmente el último nivel, pretende corregir los errores que los estados pueden cometer en aplicación de la directiva. Por ello este último escalón normativo está compuesto por recomendaciones realizadas por ESMA a las autoridades nacionales competentes, con el fin de lograr una interpretación uniforme de la normativa comunitaria y una actuación igualitaria de dichas autoridades en la materia.⁷

2.3. Objetivos de la MIFID II

⁷ Sarria, J. H., Faustino, Á., & Ferrer, J. Nuevos Modelos de Negocio en el Asesoramiento Financiero tras las Modificaciones Regulatorias de MiFID II.

La MIFID II nace con el objetivo final de conseguir un mercado europeo armonizado, transparente y más competitivo. Sin embargo para ello es necesario fijar unos objetivos más concretos y medibles, que solo podemos encontrar en el texto de la directiva. En apartados posteriores hablaremos sobre los cambios que esta normativa plantea para la consecución de cada uno de estos objetivos.

En primer lugar pretende mejorar la protección del inversor, y para ello incrementa la responsabilidad de las ESIs en cuanto a la prestación de servicios de inversión. Con este fin mejora la estructura organizativa y gobierno corporativo de éstas. En segundo lugar, y debido al gran impacto que la tecnología está teniendo dentro del sistema financiero, pretende adaptarse a los nuevos desarrollos tecnológicos , como es el caso de las *fintechs* o aparición de sistemas de digitalización. Uno de sus principales objetivos es fomentar la negociación de los instrumentos financieros desde mercados *Over the Counter* (OTC) hacia centros de negociación, y así conseguir mercados más organizados mediante reglas específicas de cotización y contratación algorítmica.

Adicionalmente a su enfoque en inversores institucionales o grandes empresas, la directiva pretende conseguir lo que denomina como “Mercados PYME en expansión”. Para ello pretende facilitar a estas empresas el acceso a los recursos económicos, algo que en principio parece contradictorio con el objetivo global de la directiva, ya que pretende evitar situaciones como las experimentadas en la crisis financiera en la que el acceso a la financiación era más sencillo.

En cuanto a los productos financieros, hace una clasificación en productos MIFID o no MIFID para mejorar la regulación de aquellos más complejos o cuya negociación haya sido mas ardua, como es el caso de los instrumentos derivados sobre materias primas.

Finalmente, pone a disposición de las autoridades supervisoras sistemas de reporte e información para los que incumplan el contenido de la normativa, con el objetivo de reforzar y homogeneizar las consecuencias de los incumplimientos de la MIFID .

2.4. Ámbito de aplicación

2.4.1. Destinatarios

La directiva 2004/39/CE, a la que nos referiremos como MIFID I dio lugar a la regulación en Europa de la prestación de servicios de inversión por las ESI y entidades de crédito.

En sustitución de la MIFID I, se aprueba la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 conocida como MIFID II, que da lugar a la modificación de la directiva 2004/39/CE. Al ser sucesora de la MIFID I, su ámbito de aplicación es el mismo introduciendo novedades y cambios respecto de ésta.

La entrada en vigor de la MIFID I tuvo lugar en el 2007 y afecta a los 27 estados miembros de la Unión Europea y a los otros 3 estados miembros del Área Económica Europea, es decir, Liechtenstein, Noruega e Islandia.

La directiva MIFID II, en la cual vamos a centrar toda la atención, incluye en su regulación las condiciones de autorización y funcionamiento de las ESIs dentro de la Unión Europea así como de algunos terceros Estados. También se centra en los mercados financieros (tanto los regulados como los no regulados) y en algunos productos financieros más complejos como los derivados, estableciendo algunas reglas y condiciones en la gestión de estos contratos. Finalmente, en términos generales podemos destacar como esta directiva aumenta de considerablemente la protección del inversor, estableciendo modos de conducta de las ESIs y mejorando los sistemas de suministros de datos.⁸

Empresas de servicios de inversión

Lo primero a tener en cuenta a la hora de analizar el ámbito de aplicación de las MIFID es localizar los sujetos a las que van dirigidas estas directivas. Pues bien a diferencia de la creencia mayoritaria de que solo las entidades de crédito prestan servicios de inversión, éstas son solo uno de los muchos sujetos que prestan estos servicios. Las

⁸ Ministerio de Economía, Industria y Competitividad, (2017). *Consulta Pública sobre el anteproyecto de ley de transposición de la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE y otras Directivas relacionadas*. Madrid

MIFID van dirigidas a todas las empresas de servicios de inversión, es decir, aquellas autorizadas para realizar actividades relacionadas con los mercados de valores⁹. Estas actividades se pueden resumir en:

Recepción, transmisión y ejecución de órdenes de compra y venta por cuenta de los clientes.

Gestionar el patrimonio o la cartera de los inversores que les hayan dado un mandato para ello.

Asesoramiento en materia de inversión.

Ser depositarios y administradores de valores y productos financieros de los ahorradores.

Gestión de sistemas de negociación multilateral.

Asesorar a empresas e inversores.¹⁰

Hay distintas empresas de servicios de inversión y no todas están autorizadas para realizar todos y cada uno de los servicios enumerados. En España las empresas que prestan servicios de inversión son:

- A) Agencias de valores
- B) Sociedades gestoras
- C) Sociedades gestoras de carteras
- D) Personas físicas

Entidades de crédito

El Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio junto con la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de marzo de 2000, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio han establecido una definición para delimitar que se entiende por "entidad de crédito".¹¹

⁹ CNMV.(2007). El ámbito de aplicación de MIFID. Web CNMV obtenido el 11/10/2017 de <http://www.gref.org/nuevo/docs/AmbitoAplicacion.pdf>.

¹⁰ CNMV, “Guía informativa de la CNMV; qué debe saber de las empresas de servicio de inversión”, *Comisión Nacional del Mercado de Valores*, 2006 (disponible en https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Guias/guia_empresasinversion.pdf; última consulta 20/03/2018).

¹¹ López, I. (2014, 14 de diciembre). Entidad de crédito. *Expansión*. (Obtenido el 11/10/2017 de <http://www.expansion.com/diccionario-economico/entidad-de-credito.html>).

a) Toda empresa que tenga como actividad típica y habitual recibir fondos del público en forma de depósito, préstamo, cesión temporal de activos financieros u otras análogas que lleven aparejada la obligación de su restitución, aplicándolos por cuenta propia a la concesión de créditos u operaciones de análoga naturaleza.

b) Toda empresa o cualquier otra persona jurídica, distinta de la recogida en el párrafo a) anterior que emita medios de pago en forma de dinero electrónico.

Por otra parte la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito, clasifica las entidades de crédito en 4 grupos en los que encontramos:

- 1) Los bancos
- 2) Las cajas de ahorros
- 3) Las cooperativas de crédito
- 4) El Instituto de Crédito Oficial (ICO)

Entre todas las actividades que desarrollan estas entidades, las que más conciernen en torno a la directiva que estamos estudiando es la actividad parabancaria. Ésta podemos definirla como aquella clase de operaciones y servicios que pueden sustituir al crédito, a los medios de pago y a los depósitos bancarios.¹²

En cuanto a estas entidades, su actividad bancaria ha ido evolucionando a lo largo de los años. En concreto, podemos destacar la creciente importancia de la titulización de activos, que comenzó en el año 1970 en Estados Unidos. En España, esta actividad se puede definir como principalmente bancaria, ya que el 99% de todas las titulizaciones que se producen en nuestro país, es realizada por entidades de crédito. El proceso de titulización puede llevarlo a cabo cualquier empresa, sin embargo la capacidad de las entidades de crédito para generar activos financieros la hacen el tipo de institución adecuada para llevar a cabo esta actividad.¹³

Finalmente podemos resaltar la importancia de las entidades de crédito en el sector de los planes y fondos de pensiones. En efecto, los organismos bancarios pueden realizar

¹² López, I. (2012). Leasing. Enciclopedia Financiera. (Obtenido el 11/10/2017 de <http://www.encyclopediainanciera.com/diccionario/servicios-parabancarios.html>).

¹³ Catarineu, E., & Pérez, D. (2008). La titulización de activos por parte de las entidades de crédito: el modelo español en el contexto internacional y su tratamiento desde el punto de vista de la regulación prudencial. *Estabilidad financiera*, 14, 88-121.

actividades en este sector, bien directamente como entidades depositarias de estos instrumentos o bien de manera indirecta a través de filiales que los gestionan independientemente de su actividad puramente bancaria.¹⁴

Sociedades Gestoras de Inversión Colectiva

Uno de los medios por el que la mayor parte del ahorro familiar se canaliza es la inversión colectiva. Las sociedades gestoras de inversión colectiva, también conocidas como SGIIC, son instituciones de inversión colectiva con forma jurídica de sociedad anónima. Estas sociedades forman parte de las instituciones de inversión colectiva cuyo objeto social es la captación de recursos de varios inversores para gestionarlos e invertirlos.¹⁵

Los requisitos de las IIC se pueden resumir en :

- Capital completamente suscrito y desembolsado
- Capital representado mediante acciones
- Número mínimo de accionistas: 100
- Capital mínimo de constitución: 2,4 millones de euros.

Las SGIC son sociedades anónimas cuyo objeto social consiste en la administración, representación, gestión de las inversiones y de las suscripciones y reembolsos de los fondos y sociedades de inversión. Las SGIIC requieren para su funcionamiento de la correspondiente autorización expresa o tácita de la CNMV además de su inscripción en el registro mercantil y de la CNMV.

2.4.2. Productos afectados por MIFID

¹⁴ Llanos, W. H. (2000). Líneas fronterizas entre las operaciones de seguro y banca de España. *Revista de Derecho*, (13).

¹⁵ Larraga, P., & Peña, I. (2008). Conocer los productos financieros de inversión colectiva: Tipos de fondos y sociedades de inversión, fondos de gestión alternativa, análisis y selección (Vol. 6). Profit Editorial.

La directiva MIFID I antecesora de la Directiva objeto de este trabajo, establece una clasificación de los productos financieros en función del riesgo y la complejidad de estos.

La primera clasificación que realiza la directiva, diferencia entre aquellos productos a los que se les aplica la directiva de entre aquellos que quedan fuera de su regulación, distinguiendo así entre productos MIFID y no MIFID.

Productos no MIFID

Entre los productos no MIFID encontramos:

1. Cuentas corrientes
2. Libretas Ahorros Vista
3. Imposiciones a plazo fijo
4. Depósitos a tipos fijo y variable con capital garantizado.
5. Fondo de Pensión y de previsión social voluntaria.
6. Depósitos estructurados con capital garantizado y Unit linked.

Productos MIFID

La sección C del Anexo I de la Directiva ofrece una enumeración de los productos MIFID, los cuales son objeto de la MIFID II. Además el artículo 2 de la LMV nos indica cuales son estos productos, entre los que encontramos valores negociables, instrumentos del mercado monetario, acciones y participaciones en IIC y contratos de derivados de todo tipo.

Los productos no complejos se distinguen de los complejos en que se presume que el cliente conoce el producto, por lo que no es necesario evaluar previamente los conocimientos de éste ni su experiencia inversora, es decir, no será requisito previo la realización de un test de conveniencia. La enumeración de estos productos la encontramos en el artículo 19.6 de la MIFID I y en el artículo 79 bis de la Ley del Mercado de Valores en su apartado 2 a:

1. Acciones admitidas a cotización en un mercado regulado o en un mercado equivalente de un tercer país.
2. Instrumentos del mercado monetario.
3. Bonos y obligaciones u otras formas de deuda titulizada (salvo que incluyan un derivado implícito).
4. Acciones/participaciones de instituciones de inversión colectiva armonizadas a nivel europeo, es decir, que cumplan con los requisitos de la Directiva 85/611/CE.
5. Otros instrumentos financieros no complejos.¹⁶

Además de los instrumentos enumerados en el artículo 19.6 de la MIFID I, la Directiva 2006/73/CE de desarrollo de la MIFID establece una serie de requisitos adicionales para delimitar aquellos productos que también son considerados como productos no complejos.

Artículo 38 Prestación de servicios sobre instrumentos no complejos:

Un instrumento financiero no citado en el artículo 19, apartado 6, primer guión, de la Directiva 2004/39/CE se considerará no complejo si cumple los siguientes criterios:

- a) no está incluido en el artículo 4, apartado 1, punto 18, letra c), o en los puntos 4 a 10 del anexo I, sección C, de la Directiva 2004/39/CE;
- b) existen posibilidades frecuentes de venta, reembolso u otro tipo de liquidación de dicho instrumento a precios públicamente disponibles para los participantes en el mercado y que son precios de mercado o precios ofrecidos, o validados, por sistemas de evaluación independientes del emisor;
- c) no implica responsabilidad real o potencial alguna para el cliente que exceda del coste de adquisición del instrumento;
- d) está a disposición del público información adecuadamente completa sobre sus características que normalmente será bien comprendida de modo que permita a un cliente minorista medio emitir un juicio fundamentado para decidir si realizar una operación en ese instrumento.¹⁷

En cuanto a los instrumentos complejos, estos se encuentran definidos en la segunda parte del art. 79.bis 8.a) LMV, aunque no proporciona una definición como tal si no que se basa en una doble negación al decir que:

¹⁶ Morales, A. C., & Guisasola, B. (2008). Cuestiones prácticas en la aplicación del MIFID. In Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos (2008) (pp. 191-200).

¹⁷ 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 2 de septiembre de 2006).

No se considerarán instrumentos financieros no complejos: valores que den derecho a adquirir o a vender otros valores negociables o que den lugar a su liquidación en efectivo, determinada por referencia a valores negociables, divisas, tipos de interés o rendimientos, materias primas u otros índices o medidas; o los instrumentos financieros señalados en los apartados 2 a 8 del artículo 2 de la propia LMV.¹⁸

Por lo que podemos decir, que los productos financieros complejos son aquellos cuyo nivel de riesgo es considerable y que además su complejidad requiere la tenencia de unos conocimientos financieros sólidos. A modo de resumen podemos enumerarlos de la siguiente forma:

1. Productos derivados.
2. Productos estructurados que incluyan instrumentos derivados implícitos.
3. Acciones admitidas a cotización en mercados no regulados o mercado no considerado como equivalente de un tercer país.
4. Acciones y participaciones de IIC no armonizados.¹⁹

Si bien es cierto que los Tribunales han asociado con frecuencia la complejidad de un producto financiero con el riesgo que éste conlleva, la ESMA ha declarado que la complejidad de un producto no depende solo del riesgo de éste, sino que verdaderamente queda determinada por la dificultad para comprender su funcionamiento.²⁰

Uno de los productos que más dudas han suscitado en cuanto a su consideración no como producto complejo o no complejo, sino como bancario o no bancario, han sido los depósitos estructurados con garantía del 100% del capital. Estos productos se caracterizan porque el inversor no se somete al riesgo de pérdida del capital invertido, ya que en cualquier caso, quedan respaldados por el Fondo de Garantía de Depósitos. Para escapar de estas confusiones, el Ministerio de Economía, en una consulta pública determinó que dichos depósitos estructurados, en la medida en la que la entidad financiera no se comprometiera a devolver al menos el 90% del capital invertido,

¹⁸ *Ibidem*

¹⁹ Esfera Capital (2015). Categorización y segmentación de productos MIFID. Esfera Capital Agencia de valores. Obtenida el 15/01/2017 de https://www.esferacapital.es/MarketMonitor/EP/ESF/Documents/ES/Categorizacion_y_segmentacion_de_productos_MIFID.pdf?Page=ESF_PUB_HOME&App=ESF&Skin=Capital_Public&Language=ES.

²⁰ Alonso, L. L., & Monge, P. G. (2017). Evolución legal en los deberes de conducta y de información en materia de contratación de productos de inversión. *Actualidad civil*, (4), 51-61.

dejaban de ser bancarios para ser considerados productos derivados.²¹

Por ello, la CNMV al ser el organismo regulador y encargado de velar por la transparencia y seguridad de los mercados financieros, está redactando un listado de productos financieros que por sus características pueden hacer peligrar a los inversores minoristas.²²

3. IMPLICACIONES Y CAMBIOS LEGALES

La Directiva MIFID I dio lugar a la mejora de los mercados, ya que al regular el funcionamiento de éstos y la actividad de las entidades gestoras, aumentó la competencia de los mercados europeos.

La MIFID II al ser una directiva de la Unión Europea de la que España forma parte, requiere para su entrada en vigor la transposición al ordenamiento jurídico español, y por tanto una de las consecuencias directas es la necesidad de modificar el Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores (TRLMV) y su normativa de desarrollo.²³

Es importante destacar en este apartado que la MIFID II junto con su reglamento de desarrollo MIFIR forman parte de lo que se denomina como medidas de nivel I. Esto quiere decir que para su implementación y ejecución ha sido necesaria la elaboración de

²¹ Navas y Cusi Abogados (2013). Depósitos estructurados: cambio de consideración cuando se trasponga la directiva MIFID II. Obtenida el 20/03/2018 de <https://www.navascusi.com/depositos-estructurados-cambio-consideracion-cuando-se-trasponga-la-directiva-mifid-ii/>.

²² Romera, J.(2018, 15 de marzo). La CNMV obligará a los minoristas a reconocer por escrito que compran productos "difíciles de entender". El Economista (Obtenido el 23 de marzo de 2018 de <http://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/9007301/03/18/EconomiaA-La-CNMV-requiere-el-consentimiento-manuscrito-del-minorista-en-la-venta-de-productos-financieros-complejos.html>).

²³ Ministerio de Economía, Industria y Competitividad,(2017). *Consulta Pública sobre el anteproyecto de ley de transposición de la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE y otras Directivas relacionadas*. Madrid

unas medidas de nivel II elaboradas por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) y la Autoridad Bancaria Europea (EBA).²⁴

La ESMA es una autoridad europea independiente cuyo objetivo es mantener la estabilidad del sistema financiero europeo mejorando la protección de los inversores y promoviendo mercados financieros ordenados y estables. Esta autoridad fue resultado de las recomendaciones del 2009 del informe Larosière que apelaban el establecimiento de un Sistema financiero europeo de Supervisión descentralizado.²⁵

LA EBA a su vez es una autoridad europea independiente que opera con el fin de asegurar una efectiva, consistente y prudencial regulación y supervisión del sistema bancario europeo. Su principal tarea consiste en contribuir a la creación del *European Single Rulebook in Banking*, cuyo objetivo es proporcionar a las instituciones financieras europeas un simple conjunto de reglas prudenciales armonizadas. Esta autoridad fue creada el 1 de enero de 2011 como parte del Sistema Europeo de Supervisión Financiera (ESFS) y asumió todas las tareas y responsabilidades existentes del Comité Europeo de Supervisión Bancaria.²⁶

3.1. Protección del inversor

La protección del inversor es uno de los principales objetivos de la nueva regulación sobre mercados financieros. Es cierto que en España, el Real Decreto sobre normas de actuación en los mercados de valores y sus órdenes de desarrollo obligan a las ESI a operar bajo los principios de imparcialidad y buena fe así como de establecer una buena relación cliente-asesor.

²⁴ Aguilar, I (2014). La Directiva 2014/65/UE del parlamento europeo y del consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros (MIFID II). *Actualidad Jurídica (1578-956X)*, (38).

²⁵ European Securities and Markets Authority. Who we are. Obtenido el 23/10/2017 de <https://www.esma.europa.eu/about-esma/who-we-are>.

²⁶ European Banking Authority (2008). The Single Rule Book. *EBA Home*. Obtenido el 23/10/2017 de <http://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/single-rulebook>.

Con MIFID II la protección del inversor se ve ampliamente reforzada con respecto a su antecesora, y por ello esta normativa pretende renovar la confianza de los inversores y asentar los objetivos de MIFID I, así como de estipular los estándares de protección del cliente.²⁷

3.1.1. Obligaciones generales de las ESIs

Uno de los puntos más importantes que ha desarrollado la directiva es el modus operandi de los gestores en el asesoramiento de inversiones. No debemos confundir el asesoramiento de inversiones con la comercialización de instrumentos financieros, cuya diferenciación viene determinada por la MIFID I.

El asesoramiento en materia de inversión aparece en dos contextos que hemos de diferenciar:

- En situaciones en las que previamente existe una relación con el gestor, que continuamente le presenta consejos de inversión: asesoramiento recurrente.
- En situaciones en las que el asesoramiento no se produce como consecuencia de una relación comercial entre gestor y cliente, si no que de manera esporádica el gestor realiza al cliente recomendaciones: Asesoramiento puntual o venta asesorada.

Por lo tanto para concluir cuando se está prestando un servicio de asesoramiento de inversión han de concurrir una serie de requisitos de acuerdo al artículo 5.1.g) del RD 217/2008 relativo a las empresas de servicio de inversión:²⁸

²⁷ Rodríguez, P (2012). La reforma de la MIFID: Protección del inversor. *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos*, (165-192) Obtenida el 25/10/2017 de https://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:QTKVObKDEbgJ:https://www.fef.es/publicaciones/papeles-de-la-fundacion/item/download/312_2bc7ae4dc783bb36d65378c54ea4f007.html+&cd=1&hl=es&ct=clnk&gl=es&client=safari.

²⁸ Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre. (BOE 16 de febrero de 2008).

- a) Estar basada en información personalizada de la persona que recibe el asesoramiento (cliente) por tanto debe de ser una recomendación personalizada.
- b) Que la recomendación tenga como objeto una operación sobre instrumentos financieros concretos, por tanto no se entiende por asesoramiento las recomendaciones sobre instrumentos financieros en general, sin concretar ninguna operación.
- c) Para que sea considerada una recomendación es necesario que incluya una opinión, y no solo datos objetivos.
- d) Los canales de distribución por los que se realiza la recomendación, no pueden ser los públicos, es decir, aquellos a los que todo el mundo tiene acceso , como puede ser la televisión o un periódico.
- e) Por último, la recomendación debe dirigirse a un inversor o a un potencial inversor, y no a una persona en la que no se tenga expectativas de que vaya a contratar el servicio.²⁹

Una vez entendido el concepto de asesoramiento en materia de inversión, vamos a dilucidar los cambios que esta nueva directiva nos presenta en relación a este servicio.

De acuerdo con los artículos 64 y 65 bis de la LMV, el servicio de asesoramiento en materia de inversiones sólo puede ser prestado por las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito por sí mismas.

Por tanto para poder prestar este servicio se deben cumplir los requisitos necesarios para constituir una de las dos entidades anteriores, es decir, estar autorizado e inscrito en los registros de la CNMV y cumplir con los requisitos del artículo 21 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero y artículo 22 del citado Real Decreto.

Para evitar que los activos de los clientes se confundan con los suyos propios, la directiva obliga a estas empresas a llevar a cabo un registro y cuenta detallado que impida que se produzca cualquier confusión, de forma que cada activo estará perfectamente delimitado. Estos registros, a su vez deben contar con unas medidas que

²⁹ Departamento de supervisión ESI - ECA (2010). Guía sobre la prestación del servicio de asesoramiento en materia de inversión. Web CNMV Obtenido el 27/11/2017 de https://www.cnmv.es/DocPortal/GUIAS_Perfil/GuiaAsesoramientoInversion.pdf.

permitan distinguir los instrumentos financieros de los clientes depositados en un tercero de los que pertenecen a la propia empresa y de los del propio tercero.

Como veremos más adelante, esta directiva hace especial hincapié en la comercialización de fondos, en el sentido de distinguir la comercialización de IIC propias o de terceras entidades. Por ello, a partir de su entrada en vigor, todas las ESI vienen obligadas a depositar en cuentas separadas los fondos de clientes depositados en una entidad de crédito, en un banco central, en un banco autorizado en un tercer país o un fondo del mercado monetario habilitado de los fondos que pertenezcan a la ESI.

Por último destacar las medidas que se establecen para evitar una mala práctica o negligencia de las empresas en la gestión de las carteras y fondos de los clientes. Pues bien, todas ellas tendrán que incluir medidas para minimizar el riesgo de pérdida o reducción de los activos o derechos sobre éstos de los inversores, en la medida de lo posible atendiendo a la legislación de cada Estado miembro.³⁰

En cuanto a las personas que prestan servicios de inversión dentro de las ESI, la directiva también establece una serie de obligaciones en materia de formación. Así el artículo 25.1 de MIFID II:

Los Estados miembros exigirán a las empresas de servicios de inversión que aseguren y demuestren a las autoridades competentes que lo soliciten que las personas físicas que prestan asesoramiento o proporcionan información sobre instrumentos financieros, servicios de inversión o servicios auxiliares a clientes en nombre de la empresa de servicios de inversión disponen de los conocimientos y las competencias necesarios para cumplir sus obligaciones de acuerdo con el artículo 24 y el presente artículo. Los Estados miembros publicarán los criterios utilizados para evaluar los conocimientos y competencias.³¹

Esta medida afecta a todas las personas físicas que presten servicios de inversión, es decir, que traten directamente con los clientes y lleven a cabo recomendaciones de productos o de estrategias de inversión. Adicionalmente se deberá hacer una diferenciación entre el empleado que simplemente informa y el que asesora, con el fin

³⁰ Lyczkowska, K. (2016). Salvaguarda de instrumentos financieros y fondos de clientes, estructura de productos financieros ofrecidos y cobros de honorarios y comisiones: Directiva delegada de 7 abril 2016 que desarrolla la MIFID II. Revista CESCO de derecho del consumo, (18), 135-143.

³¹ Directiva 2014/65/UE del Parlamento europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE.

de delimitar las responsabilidades de cada uno de ellos.

El nivel I de la regulación MIFID II no establece el contenido de la formación que deben de exigir las ESI a su personal. Sin embargo ESMA elabora una serie de directrices que servirán como guía a las ESI en su obligación de demostrar la competencia y conocimiento de sus empleados, entre las que encontramos: entendimiento de los riesgos características esenciales e impactos fiscales de los productos, concepto de abuso de mercado, costes totales de los productos.... La directiva no dice nada acerca de donde se debe obtener dicha formación, si bien es cierto que las directrices pretenden que dicha formación sea continuada en el tiempo.

En el caso de que el personal no haya adquirido los conocimientos suficientes, éste podrá seguir realizando su actividad siempre y cuando quede bajo la supervisión de personas competentes y por un tiempo máximo de 4 años. Además no se podrá sustituir la acreditación de dicho nivel de conocimiento y competencia por la simple experiencia personal, es decir, que los empleadores deberán evaluar a todos los miembros del personal con el fin de acreditar dicha experiencia.

En cambio, las directrices de ESMA sugieren el empleo de certificaciones externas como CFA o EFA para poder acreditar dichas competencias, con el fin de que las regulaciones nacionales incluyan en sus legislaciones la obligación obtener dichos certificados por los trabajadores que presten servicios de inversión.³²

Todos estos requisitos supondrán un obstáculo a la prestación del servicio de inversión, y podrán dar lugar a unas alternativas en el modelo de asesoramiento financiero que posteriormente me detendré a analizar.

3.1.2. Asesoramiento dependiente o independiente

³² Sarria, J. H., Faustino, Á., & Ferrer, J. Nuevos Modelos de Negocio en el Asesoramiento Financiero tras las Modificaciones Regulatorias de MiFID II.

Podemos definir el asesoramiento dependiente, como aquel realizado por los gestores de una ESI, que siendo trabajadores de esa entidad reciben comisiones por los productos que comercian. Este asesoramiento dependiente llevó al legislador a pensar, que en muchas ocasiones el gestor aconsejaría al cliente aquellos productos cuya comisión (retrocesión) fuera mayor, y no aquellos que verdaderamente eran más rentables.

Dentro del asesoramiento dependiente podemos distinguir a la vez tres subtipos. En primer lugar encontramos el asesoramiento dependiente en el que el gestor ofrece tanto productos de la propia entidad como de terceros, con los que no existe ningún vínculo. En segundo lugar, encontramos el asesoramiento dependiente en el que se ofrece y se realiza un servicio adicional y continuado al inversor, justificando así el cobro de incentivos por parte del gestor en cuanto a los productos asesorados. Y finalmente, tenemos el supuesto en el cual, sin llevar a cabo un asesoramiento concreto, el gestor ofrece al cliente una serie de productos de terceros junto con los instrumentos necesarios para que el inversor pueda llevar a cabo sus inversiones.³³

En cuanto al asesoramiento independiente, el Documento de Trabajo de los Servicios de la Dirección General de Mercado Interior lo define así:

El asesoramiento independiente en materia de inversión se diferencia en que no existe afiliación comercial alguna con los proveedores de los productos subyacentes, y en que el cliente paga sus honorarios.³⁴

Esto no implica que las entidades que presten asesoramiento independiente no puedan realizar análisis de productos vinculados, es decir, pertenecientes a: la propia entidad; a una entidad de su grupo; a otra entidad en la que ostente una participación que le otorgue más del 20% de los derechos de voto de dicha entidad o a una entidad en la que tenga control, relaciones jurídicas o económicas.

En este caso, la CNMV ha entendido que se deben cumplir una serie de requisitos:

³³ Acosta, A. (2018). Directiva MIFID II: asesoramiento financiero dependiente o independiente. *Red Abafi* obtenido el 24/02/2018 de <http://www.redabafi.es/directiva-mifid-ii-asesoramiento-financiero-dependiente-independiente/>.

³⁴ Dirección General del Mercado Interior. (2016). Documento de Trabajo de los Servicios de la Dirección General de Mercado Interior. Gobierno de España. Obtenido el 24/02/2018 de <http://www.uria.com/documentos/publicaciones/2720/documento/097mifid.pdf?id=2557>.

Que el número de instrumentos financieros emitidos por la entidad o por entidades vinculadas no represente una proporción significativa del total de instrumentos financieros considerados.

Que los criterios para comparar los diferentes instrumentos financieros contemplen todos los aspectos relevantes como riesgos, costes, y complejidad así como las características de los clientes y garanticen que la selección de los instrumentos que pueden ser recomendados no esté sesgada.³⁵

3.1.3. Incentivos en la prestación del servicio de asesoramiento

Una vez hecha la distinción entre los dos tipos de asesoramiento pasaremos a analizar cuales han sido las implicaciones de la Directiva en cuanto al cobro de incentivos. En el asesoramiento independiente, el artículo 24 de la Directiva, prohíbe cualquier retribución realizada a aquellas entidades que presten el servicio de asesoramiento independiente o gestión discrecional de carteras. El tratamiento que la Directiva ofrece en caso de que la entidad cobre incentivos por parte de terceros se endurece gravemente, ya que en este caso la propia entidad deberá abonar estas retribuciones cobradas de terceros, conocidas con el nombre de retrocesiones, a los clientes.

Además queda prohibido que en este último supuesto el gestor indirectamente cobre estas retrocesiones, incrementando el precio del servicio prestado o a través de costes y gastos adicionales.

No obstante, el cobro de retrocesiones por parte del gestor, no queda completamente prohibido, sino condicionado a una serie de requisitos. En primer lugar se requiere para el cobro de dichas retrocesiones que al menos el 25% de productos de cada categoría que componen la cartera del cliente sean de proveedores ajenos a la entidad que presta el servicio. En segundo lugar, el gestor queda obligado a presentar al cliente un desglose detallado de todas las ganancias que éste obtiene con la prestación del servicio, y para

³⁵ CNMV. (2017). Preguntas y respuestas sobre la aplicación de la Directiva MIFID II. Web CNMV obtenido el 25/02/2018 de https://www.cnmv.es/docportal/Legislacion/FAQ/FAQ_MiFIDII.pdf.

ello se prohíbe la utilización de porcentajes, que deben de ser sustituidos por la cantidad exacta en unidades monetarias.³⁶

Todo ello supondrá no solo la mejora en la transparencia de estos servicios, sino que las ESI se verán obligadas a mejorar los productos que ofrecen, para así poder ofrecer los propios en lugar de los de terceros que les permitían el cobro de retrocesiones (es decir que el beneficio que obtienen con los productos que ofrecen sea superior al que obtendrían con la venta de productos de terceros a pesar del cobro de las retrocesiones).

3.1.4. Órgano de dirección

El órgano de dirección de las empresas de servicios de inversión, al igual que en cualquier tipo de empresa, es uno de los pilares fundamentales de la gestión, de ahí la crucial importancia de su regulación. Parece sorprendente que siendo de tal importancia, sea la MIFID II la que tenga que introducir estas exigencias al órgano de administración.

Antes de la entrada en vigor de la MIFID II, la Directiva 2013/36/ UE (CRD IV) regulaba tanto el órgano de dirección como el gobierno corporativo de las empresas de servicio de inversión. Dado que la MIFID II solo entra a fijar las obligaciones del órgano de administración con carácter general, en todo lo demás, este órgano queda sujeto a la CRD IV.

Entre las obligaciones del órgano de dirección la MIFID II establece:

- Definir y aprobar como debe de organizarse la entidad y fijar los recursos y medios necesarios para la prestación de servicios de inversión.
- Delimitar qué productos oferta la entidad, definiendo con claridad sus características riesgos y perfil del cliente que es capaz de soportar dicho riesgo e inversión.

³⁶ Gómez, J.J. (2017 3 de diciembre). Asesoramiento independiente de verdad con MIFID II. El Independiente. (obtenido el 25/02/2018 de <https://www.elindependiente.com/opinion/2017/12/03/asesoramiento-independiente-de-verdad-mifid/>).

- Como consecuencia de lo anterior es necesario definir perfectamente los test de idoneidad y viabilidad que se han de realizar a los clientes.
- La política de remuneraciones y la obligación de informar al cliente de todas las comisiones que van a tener lugar como consecuencia de la inversión.³⁷

Introduce así la directiva una novedad en cuanto al tiempo que tienen que dedicar los directivos a comprender la actividad de las empresas de inversión así como al desempeño de sus funciones. En este sentido la Directiva deja sin definir completamente este concepto, ya que no establece que ha de considerarse por tiempo suficiente. Es la ESMA junto con la EBA quien define este concepto en las directrices sobre la evaluación de idoneidad de los miembros del Consejo de Administración.³⁸

3.1.5. Salvaguarda de los instrumentos financieros y los fondos de los clientes

Con el fin de dar una mayor protección financiera al cliente, la directiva introduce una serie de cambios que pretenden mejorar la salvaguarda de los fondos y los instrumentos financieros de los clientes.

En primer lugar, y en atención a los derechos reales limitados sobre activos financieros, el artículo 2.4 de la Directiva delegada prohíbe el establecimiento de derechos de garantía real, pignoratícios o de compensación sobre los activos financieros o fondos de clientes que den lugar a que un tercero disponga de ellos con el fin de recuperar deudas ajenas al cliente. En caso de que en una transacción la ley aplicable sea la de un tercer estado que permita la constitución de dichos derechos, la ESI del estado miembro contraparte tendrá que informar con detalle al cliente de los riesgos de la operación, además de anotar en el contrato del cliente y en el de la propia ESI, que se ha

³⁷ Deloitte Legal (2017).Directrices de EBA y ESMA sobre la evaluación de idoneidad de Consejeros de Entidades Financieras y de quienes desempeñen funciones clave. Centro de cooperación interbancaria obtenido el 26/02/2018 de <https://www.asociacioncci.es/noticias/directrices-de-la-eba-y-esma-sobre-la-evaluacion-de-la-idoneidad-de-los-miembros-del-organo-de-direccion-y-de-los-titulares-de-las-principales-funciones-bajo-crd-iv-y-mifid-ii>.

³⁸ *Ibidem*.

constituido tal derecho, con el fin de delimitar la propiedad en caso de insolvencia.³⁹

En segundo lugar, la directiva se ha preocupado por el depósito y custodia de los instrumentos financieros, con el fin de evitar que un tercero pueda perjudicar al cliente inversor. Por ello, y de acuerdo con el artículo 3 de la directiva se sigue permitiendo a las ESI depositar tanto los instrumentos financieros como los fondos en terceras entidades, siempre y cuando lleven a cabo una actuación diligente en la selección de dichas entidades. Por ello las ESI tienen que revisar que dichas entidades cumplen con los requisitos normativos de tenencia y custodia de instrumentos financieros además de contar con infraestructuras operativas y sistemas para la gestión de las cuentas, liquidaciones, conciliaciones y operaciones.⁴⁰

Como excepción, la ESI podrá dispensarse de exigir el cumplimiento de dicha regulación, cuando como consecuencia de la naturaleza de dicha transacción se vea obligado a realizar el depósito en un tercero sujeto a una jurisdicción que no exija dicha regulación, o bien cuando el cliente autorice expresamente por escrito a la ESI que puede realizar el depósito.⁴¹

En tercer lugar, el artículo 4 de la directiva delegada establece la obligación de depositar los fondos recibidos de los clientes en un banco central, una entidad de crédito, un fondo del mercado habilitado o en un banco de un tercer país autorizado. En caso de que las ESI realicen el depósito en cualquiera de los entes anteriormente nombrados diferentes a un Banco central, es obligación de los Estados miembros asegurarse de que éstas llevan a cabo un control de las entidades en las que han depositado dichos fondos con la debida diligencia. Además las entidades depositarias deberán garantizar la diversificación de dichos fondos en salvaguarda del inversor.⁴²

³⁹ Directiva Delegada (UE) 2017/593 de la Comisión de 7 de abril de 2016 por la que se complementa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que respecta a la salvaguarda de los instrumentos financieros y los fondos pertenecientes a los clientes, las obligaciones en materia de gobernanza de productos y las normas aplicables a la entrega o percepción de honorarios, comisiones u otros beneficios monetarios o no monetarios. (DOUE 31 de marzo de 2017).

⁴⁰ Deutsche Bank S.A.E (2015). Política de Salvaguarda de instrumentos financieros y fondos de clientes. Web oficial Deutsche Bank obtenido el 27/02/2018 de https://www.deutsche-bank.es/psc/recfondos/pdf/avisos_politicas4.pdf.

⁴¹ Lyczkowska, K. M. (2016). Salvaguarda de instrumentos financieros y fondos de clientes, estructura de productos financieros ofrecidos y cobros de honorarios y comisiones: Directiva delegada de 7 abril 2016 que desarrolla la MiFID II. *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, (18), 135-143.

⁴² *Ibidem*.

Si optan por la opción de mercados monetarios habilitados, las ESI tendrá que informar al cliente que sus fondos no se sujetaran a los requisitos de salvaguarda de fondos anteriores, con el consiguiente consentimiento explícito de éstos para poder realizar el depósito. En cambio, si la ESI decide realizar el depósito en una entidad que pertenezca a su grupo, éste no podrá ser superior al 20% del total de dicho fondo depositado, salvo que la ESI demuestre que este porcentaje es desproporcionado atendiendo a la complejidad e importancia de la actividad que desarrolla.

En cuarto lugar, se pretende con la nueva normativa un mayor control en la utilización por parte de las ESI de los instrumentos financieros de los clientes. Es por ello por lo que el artículo 5 de la directiva prohíbe terminantemente que las ESI utilicen los instrumentos financieros que ostenten por cuenta de sus clientes, con el fin de llevar a cabo acuerdos para operaciones de financiación de valores o para cualquier otra finalidad por cuenta de persona distinta a dicho cliente. Sin embargo en caso de que el cliente preste su consentimiento, la ESI deberá plantearle una serie de condiciones para que éste las acepte, sujetándose estrictamente en su actuación a dichas condiciones aceptadas.⁴³

Si este régimen se ve endurecido en comparación con la situación anterior, en el caso de cuentas ómnibus los requisitos aumentan. Con cuentas de valores ómnibus nos referimos a aquellas donde los instrumentos financieros de todos los clientes están agrupados en una misma cuenta, manteniéndose la relación bilateral entre gestor y cliente. Dichas cuentas de valores permiten gestionar los valores con una mayor eficacia, ya que el gestor es capaz de aprovechar las sinergias que se producen reduciendo a la vez los costes de transacción. Pues bien, en el caso de estas cuentas, además de los requisitos anteriormente mencionados, se requiere el consentimiento previo y escrito de cada uno de los clientes cuyos instrumentos se encuentren en dicha cuenta. Por tanto la empresa debe de contar con los sistemas necesarios para determinar con precisión que solo han sido utilizados aquellos activos de clientes que previamente

⁴³ *Ibidem.*

han dado su autorización.⁴⁴

3.1.6. Creación de instrumentos financieros por parte de las ESI

El diseño de productos financieros para su comercialización es una de los muchos servicios que realizan las ESI. Un ejemplo de estos productos son las acciones preferentes creadas por Caja Madrid, que dieron lugar a un escándalo financiero que perjudicó a muchos clientes. La MIFID II establece un procedimiento para determinar como deben de llevarse a cabo estas operaciones de creación de instrumentos.

Este procedimiento se denomina gobernanza de productos, y para ello es necesario distinguir entre fabricantes de productos financieros y distribuidores de los mismos. MIFID II hace una distinción entre las obligaciones de ambos sujetos, siempre y cuando mantengan un constante intercambio de información entre ellos.

Cuando una entidad fabrica o produce instrumentos financieros debe de ser capaz de captar los posibles conflictos de interés que surjan en el proceso de aprobación de éstos, es decir, que la creación del producto tenga como objetivo beneficiar al cliente, y su diseño no suponga un entramado empresarial que proporcione una gran rentabilidad a la entidad en detrimento de un beneficio deficiente para el cliente.⁴⁵ Además al ser ésta la que produce el instrumento y conocer todos los detalles de éste, tienen la obligación de delimitar con perfección el colectivo de clientes al que se dirigirá o no dicho producto, en atención a la complejidad del instrumento, la tolerancia al riesgo, el grado de aversión a las pérdidas y las necesidades del cliente.

En tercer lugar, estas entidades deben de emplear parte de sus recursos en realizar análisis de escenarios y pruebas de simulación de productos, con el fin de mejorar la calidad de dicho producto y cerciorarse de los riesgos que éstos llevan implícitos.

⁴⁴ Martín, P. (2017, 14 de agosto). Los bancos podrán crear supermercados de fondos sin ceder datos de los clientes. Cinco Días. (Obtenido el 20/03/2018 de https://cincodias.elpais.com/cincodias/2017/08/11/mercados/1502472625_346177.html).

⁴⁵ Martín, S. (2017, 11 de septiembre). España. Cinco Días. (Obtenido el 20/03/2018 de https://cincodias.elpais.com/cincodias/2017/09/08/mercados/1504894731_184204.html).

Además se exige a dichas entidades que sus órganos de administración se involucren en dichas operaciones así como la definición de sistemas de flujo de información entre su propia entidad y las entidades distribuidoras de sus productos.⁴⁶

En relación con las empresas que distribuyen y comercializan productos financieros creados por otras entidades, tienen la obligación de conocer al detalle dichos productos, para que al igual que las empresas productoras, sean capaces de adaptarlos a las necesidades del colectivo para el que se ha creado. Además deben realizar un seguimiento periódico de los productos que comercializan, y por ello es de extrema relevancia que sus órganos de administración mantengan contacto con los de la entidad fabricante.

3.1.7. Gastos derivados de la gestión de carteras

Desde el punto de vista de la gestión de activos, la nueva directiva introduce una serie de cambios que tendrán un gran impacto en la prestación de este servicio, no tanto en la forma de realizar la gestión de las carteras, sino en los costes que supondrá dicha prestación.

Antes de la nueva regulación, el coste derivado de los análisis financieros y de las comisiones operativas realizado por las gestoras de fondos, eran cargados directamente a los propios fondos de inversión, es decir, que los propios participantes eran los que finalmente asumían el gasto, sin ser en la mayoría de los casos conscientes de ello. La nueva directiva pretende aportar transparencia al sistema de costes, evitando que el inversor desconozca de ellos, ya que hasta el momento el participante asume dicho gastos pero sin saber a cuanto asciende su importe.

Por ello la MIFID II plantea a los gestores de fondos la posibilidad de asumir el gasto derivado de dichos análisis o bien repercutirlos al inversor detallando claramente el importe de éstos. Dicha medida produce en el inversor una doble reacción; por una parte

⁴⁶ Nuevos Modelos de Negocio en el Asesoramiento Financiero tras las Modificaciones Regulatorias de MiFID II, cit.

rechazar la opción de pagar estos costes, al considerar que ya están pagando unas comisiones altas por la gestión, de manera que el análisis deba estar incluido en dichas comisiones; por otra parte decantarse por aquellas gestoras que decidan asumir los costes, ya que garantizado un mismo nivel de rentabilidad encontramos gestoras que optarán por asumirlos o no.⁴⁷

Lo que parece una medida para mejorar la competitividad y asegurar el asesoramiento independiente parece haberse convertido en un detrimento para ésta, ya que las grandes gestoras de fondos, al contar con un mayor volumen de fondos, serán las que absorban dichos costes. Esto producirá un incremento del monopolio en la gestión de activos, pudiendo llegar a expulsar del mercado a aquellas gestoras de menor tamaño.⁴⁸

3.1.8. Código LEI

Una de las novedades que introduce la Directiva MIFID II en cuanto a la identificación de todas las personas jurídicas que participan en los mercados financieros es el establecimiento del Código LEI.

La crisis financiera que comenzó en Estados Unidos, evidenció los grandes problemas de los que el sistema financiero adolecía, ya que era difícil evaluar las interdependencias existentes en los mercados financieros globales. El proyecto LEI surge por iniciativa del G20, con el fin de mejorar la transparencia en los mercados.

El Identificador de Identidad Jurídica, conocido por sus siglas en inglés, tiene como finalidad identificar globalmente a las personas jurídicas cuando lleven a cabo una transacción financiera. Este código nace con la finalidad de mejorar la gestión de los riesgos financieros que surgen en las transacciones, ya que permite conocer las interdependencias existentes en los mercados financieros mundiales. Así el código LEI ofrece una mayor seguridad, al mostrar los riesgos que asume cada participante en una

⁴⁷ Lanoo, K. (2018). MiFID II will profoundly affect the portfolio management business. European Capital Markets Institute Commentary, (47), 1-4.

⁴⁸ *Ibidem*.

transacción financiera, permitiendo la verificación de datos, un traspaso de información más eficiente entre reguladores transfronterizos y una reducción del fraude financiero.⁴⁹

Hasta la aparición del código LEI, cuando una misma entidad realizaba operaciones financieras, ésta podía ser identificada de diversas maneras, y por tanto se producía una confusión al ser la misma entidad confundida con entidades distintas, ya que cada transacción recibía un nombre o código distinto.

Es cierto que el LEI no es una novedad introducida por MIFID II, ya que éste venía siendo obligatorio en las operaciones con instrumentos derivados desde el año 2004. Sin embargo la directiva obliga a los operadores financieros a utilizar dicho código en gran parte de las transacciones con instrumentos financieros, y especialmente con renta fija cotizada, renta variable y fondos de inversión.⁵⁰

3.1.9. Idoneidad y conveniencia

Con el objetivo de proteger al cliente, la Directiva MIFID II refuerza lo que la directiva MIFID introdujo y que se conocen como test MIFID.

Los test de idoneidad deben realizarlos las entidades que presten asesoramiento personalizado y gestión de carteras, previamente a la prestación de dichos servicios. Dicho test consta de una serie de preguntas dirigidas al cliente, y que deben dar respuesta a los objetivos de inversión de éste, su situación financiera y conocimientos y experiencia financiera. La nueva directiva aumenta la rigidez de dichos test, y por ello se debe recabar más información acerca del cliente, con el objetivo de recomendar solamente aquel producto que resulte idóneo en atención a su capacidad para soportar pérdidas y su tolerancia al riesgo.

⁴⁹ Circular 1/2017, de 30 de junio, del Banco de España, por la que se modifica la Circular 1/2013, de 24 de mayo, sobre la Central de Información de Riesgos. (BOE 8 de julio de 2017).

⁵⁰ KPMG abogados. (2017). DNI financiero (LEI). *Legal alert*. Obtenida el 30 de marzo de 2018 de <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/es/pdf/2017/12/legal-alert-lei.pdf>.

En cuanto a los test de conveniencia, éstos se realizarán cuando las transacciones incluyan productos financieros complejos, y en el caso de algunos productos no complejos cuando la iniciativa de contratación es de la entidad que presta el servicio. En caso de ejecución o recepción y transmisión de órdenes de clientes no es necesario que la entidad realice dichos test de conveniencia, siempre y cuando ésta cumpla con una serie de requisitos:

- (i) Se trate de transacciones de productos no complejos.
- (ii) La entidad que presta el servicio, informe al cliente de su no obligación de evaluar la conveniencia del producto.
- (iii) La iniciativa para llevar a cabo la comercialización del producto provenga del cliente.
- (iv) La entidad lleve a cabo todas las medidas exigidas para que evite conflictos de interés.⁵¹

En cuanto a los préstamos o créditos que no comprometen el límite existente de los préstamos, cuentas corriente y descubiertos autorizados no será necesaria la realización del test de conveniencia, al igual que los depósitos estructurados, salvo aquellos cuya complejidad impida al cliente entender el coste de salida de dicha operación o la relación riesgo-rendimiento, en cuyo caso será necesaria su realización.⁵²

El objetivo de dichos test es determinar los conocimientos sobre mercados financieros y la experiencia inversora previa del cliente y con ello determinar que productos son o no convenientes para éste.

Por otro lado, en el resto de servicios que no se reduzcan a la gestión discrecional de carteras o al asesoramiento personalizado, se sigue exigiendo el análisis y evaluación de los conocimientos financieros del cliente, pero en estos casos la Directiva obliga a la realización de los test de conveniencia cuando se comercialicen productos combinados, y por tanto se generaliza la realización de dicho test al paquete íntegramente.⁵³

⁵¹ CNMV(2015). Consulta pública de ESMA sobre las directrices relativas a ciertos aspectos relativos a la evaluación de idoneidad en MIFID II. *Web Oficial de la CNMV. Publicaciones CNMV* Obtenida el 15/02/2018 de <https://www.cnmv.es/DocPortal/DocFaseConsulta/CESR/CPMifidII suitability.pdf>.

⁵² Nuevos Modelos de Negocio en el Asesoramiento Financiero tras las Modificaciones Regulatorias de MiFID II, cit.

⁵³ *Ibidem*.

3.2. Infraestructura de Mercados y reglas de transparencia en mercados secundarios

3.2.1. Organismos rectores del mercado y proveedores de servicios de suministro de datos

Con el fin de garantizar la fiabilidad y seguridad de la información suministrada por el mercado, MIFID II establece una serie de medidas dirigidas hacia los organismos rectores del mercado y los proveedores de servicios de suministro de datos.

Para ello lo primero que establece la normativa, es la clasificación de estos proveedores de servicios de suministro de datos en tres categorías:

- Agentes de publicación autorizados (APA): su función es la publicar informes post-negociación de las ESI con el fin de aumentar la transparencia informativa en el mercado. Además da paso a los internalizadores sistemáticos a la publicación de sus cotizaciones en firme.
- Proveedores de información consolidada (PIC): se crean con el objetivo de recopilar informes de transparencia post-negociación de mercados regulados, SOC, SMN y APA de manera que al consolidarlos, se proporcione un flujo de datos electrónico para informar sobre los precios y volúmenes de cada instrumento financiero.
- Sistemas de información autorizados (SIA): encargados de notificar a la correspondiente autoridad competente acerca de los detalles de las operaciones llevadas a cabo en los OTC y en los mercados fuera de la Bolsa y Mercados españoles.⁵⁴

Para el cumplimiento de estas obligaciones de información, BME crea BME Regulatory Services, una compañía del grupo BME autorizada por la CNMV como APA Y SIA.

⁵⁴ CNMV (2017). Transparencia pre y post negociación. *Web Oficial de la CNMV. Publicaciones CNMV* Obtenida el 15/02/2018 de http://cnmv.es/Portal/MiFIDII_MiFIR/Mercados-Transparencia.aspx.

3.2.2. Exigencias de transparencia y contratación

Con transparencia en el mercado, nos referimos a la capacidad del mercado para producir y difundir información acerca de los precios y cantidades sobre los instrumentos financieros que en ellos se negocian.

Previamente a la elaboración de la Directiva, en la propuesta de la Directiva de Servicios de Inversión (DSMIR) se reconoció que las condiciones de negociación varían si nos encontramos en mercados regulados y MTF, o si las operaciones son ejecutadas por intermediarios de mercado fuera del mercado. En este último caso, el carácter de las operaciones es claramente bilateral, y un nivel alto de transparencia produciría un desincentivo en la ejecución de las órdenes tanto por cuenta propia como por cuenta del cliente, consiguiendo con ello una pérdida de liquidez.

El problema de dotar al mercado de transparencia, surge debido a la disparidad de intereses de los operadores que en ellos interactúan. Dentro del mercado encontramos una serie de participantes especiales, conocidos con el nombre de creadores de mercado, debido a que éstos en determinadas circunstancias quedan obligados a proveer de liquidez. Por lo tanto, aumentar la transparencia supondría para estos operadores un debilitamiento de éstos y de la liquidez del mercado en beneficio del resto.

De entre todos los productos afectados por la regulación de la nueva directiva, podemos decir que es la renta fija la que mayores cambios va a experimentar. La renta fija hasta la entrada en vigor de esta directiva era en gran parte un mercado opaco, es decir un mercado OTC, donde las transacciones no se veían reflejadas en ninguna plataforma. Así, se extiende la aplicación de los requisitos de transparencias pre y post negociación exigidos a los instrumentos de renta variable, a los instrumentos de renta fija. Esto quiere decir que las operaciones con renta fija llevadas a cabo por cualquier entidad, deben ser, al igual que la renta variable, reportadas diariamente en el *Transaction Reporting*. El *Transaction Reporting*, es un documento exigido en las operaciones en las que se utilicen instrumentos financieros que: o bien sean o estén siendo autorizados

para ser negociados en un centro de negociación; o cualquier instrumento financiero que tenga como subyacente cualquier elemento financiero negociado en un centro de negociación.⁵⁵

En primer lugar, se establece la obligación de hacer transparente las cotizaciones y volúmenes sobre renta fija pre negociación, es decir, antes de su ejecución. Para ello, la ESMA y la Comisión Europea junto con las autoridades competentes de cada país (que en el caso de España son la CNMV y BME) han establecido unos límites para considerar cuando quedan obligadas a dicho requisito, y a la vez establece una serie de exenciones para algunos instrumentos de renta fija. Estas exenciones, conocidas con el nombre de *waivers* son:

- Productos considerados ilíquidos, que dependerá en cada caso del producto del que se trate.
- Operaciones *Large In Scale* (LIS) en comparación con los volúmenes normales del mercado, es decir, cuando el volumen de la operación sea excesivamente grande en comparación con los volúmenes normales de mercado.
- Operaciones por encima del *Size Specific To the Financial Instrument* (“SSTI”), es decir, cuyo nominal esté por encima del SSTI fijado (al que nos remitiremos posteriormente).⁵⁶

En España la obligación de publicar las operaciones con bonos del tesoro a tiempo real, son aquellas cuyo volumen LIS sea inferior a 700.000 euros en bonos. En el caso de que el volumen negociado se encuentre entre 700.000 y 6.000.000 de euros, la publicación deberá hacerse a tiempo real RFQ (*request for quote*). Sin embargo aquellas operaciones cuyo volumen sea superior a 6.000.000 de euros quedan exentas de ser mostradas o publicadas. En cuanto al límite de SSTI, queda establecido en 700.000 de euros de nominal conjunto de la operación.⁵⁷

Para los bonos públicos distintos a los bonos del tesoro, los requisitos para quedar amparados en la exención se reducen a 400.000 euros de nominal para el límite de SSTI y 3.500.000 euros para el límite de LIS.

⁵⁵ Transparencia pre y post negociación, cit.

⁵⁶ Rodríguez, J. C. E., & Moreira, Ó. H. (2005). Crisis en el mercado de fondos de inversión: experiencia, resultados y lecciones. *Revista Economía y sociedad*, 27, 39.

⁵⁷ *Ibidem*.

En el caso de los bonos corporativos los requisitos anteriores se reducen a 300.000 y 1.000.000 de euros respectivamente, por tanto la exención favorece a los bonos corporativos frente a los bonos estatales.

El motivo de que los límites para estas exenciones aumenten con el volumen de las operaciones o la iliquidez de ciertos productos se debe a que una pre-transparencia en el caso de transacciones de elevado volumen o de productos poco líquidos supone un riesgo para la provisión de liquidez del mercado en su totalidad.

Por otra parte, la Directiva define un nuevo tipo de operadores *Trading Venue* denominados Internalizadores Sistemáticos (IS). Los IS son las mismas ESI que ejecutan por cuenta propia y de forma continua regular y organizada las ordenes de sus clientes. Como hemos dicho anteriormente, la renta fija que en gran parte era negociada en mercado OTC, pasará a ser negociada por IS. En el caso de que queden operadores que no se hayan convertido en IS, estos tendrán que formar parte de un *Trading Venue*, es decir, o un mercado regulado, un MTF o un OTF que se caracterizan por la multilateralidad. Por ello cuando hay varios compradores y vendedores interactuando entre ellos, se presume la multilateralidad, y por tanto éstos tendrán que hacerlo en un *Trading Venue*.⁵⁸

En cuanto a la transparencia post-negociación para la renta fija, también se establecen obligaciones para los operadores. Por ello, éstos tendrán que reportar al mercado, aquellos datos más importantes que han tenido lugar en la operación. Al igual que en la pre-negociación, también se establecen exenciones para aquellas operaciones que superen ciertos límites. En el caso de los Bonos del Tesoro, gozarán de dicha exención de publicación aquellas operaciones que superen 10.000.000 de euros de nominal en el límite de SSTI y 25.000.000 en el límite de LIS. Para los bonos públicos, los requisitos se reducen a 5.500.00 euros de nominal y 15.000.000 respectivamente. Finalmente para los bonos corporativos, estos requisitos serán de 1.500.000 para el límite de SSTI y 2.500.000 para el límite de LIS.⁵⁹

⁵⁸ BME (2017). Informe de mercado 2017. Web Oficial de Bolsa y Mercados Españoles, obtenida el 3 de febrero de 2018 de <https://www.bolsasymercados.es/docs/infmercado/2017/esp/IM2017.pdf>.

⁵⁹ *Ibidem*.

3.2.3. Mejor ejecución

El principio de mejor ejecución queda definido en el estándar técnico 27 de MIFID II. Su objetivo es garantizar la mejor calidad en la ejecución de las ordenes de los clientes, y por tanto las ESI quedan obligadas a llevar a cabo todos los pasos razonables, con el fin de conseguir el mejor resultado de las ordenes que realizan por cuenta de sus clientes. La regulación que MIFID II contiene acerca de la mejor ejecución, permanece prácticamente inalterada que en MIFID I, siendo ésta última menos gravosa que la que establece MIFID II.

Para que las ESI conozcan cuales son las condiciones más favorables que se dan en el mercado y poder llevar a cabo la ejecución, se establecen una serie de requisitos y estándares que diagnostican la situación del mercado. Entre estos requisitos y síntomas del mercado encontramos:

- Liquidez
- Proceso de formación de precios eficiente
- Volatilidad
- Costes de Transacción
- Integridad
- Eficiencia en la asignación de recursos
- Igualdad en el trato a los inversores
- Protección a los inversores⁶⁰

Delimitados los factores que determinan la calidad del mercado, comenzaremos a exponer que cambios introduce MIFID II respecto de la mejor ejecución definida en la directiva que la precede. En primer lugar, aumenta la responsabilidad para las ESI en llevar a cabo todos los pasos suficientes, a diferencia de todos los pasos razonables para conseguir la mejor ejecución. Con pasos suficientes, la directiva no se refiere a que para cada clase de activo haya que escoger un centro de ejecución, sino que será suficiente

⁶⁰ CNMV (2017). Preguntas y respuestas sobre la aplicación de la directiva MIFID II. Web oficial CNMV obtenido el 03/02/2018 de https://www.cnmv.es/docportal/Legislacion/FAQ//FAQ_MiFIDII.pdf.

con uno o dos centros de ejecución en los que la ESI demuestre que existe efectiva competencia. Además MIFID II amplía el deber de informar y demostrar que han escogido correctamente los centros de ejecución, no solo al cliente, si no a la autoridades competentes.⁶¹

En segundo lugar, las ESI tendrán que publicar un informe con los 5 principales centros de ejecución en los hayan operado los años previos, justificando debidamente la calidad de ejecución en dichos centros. Esto no quiere decir que obligatoriamente tengan que utilizar cinco centros de ejecución, ya que el número puede ser inferior siempre y cuando se argumente que esa opción asegura el mejor de los resultados para el cliente.

En cuanto a la SGIIC, quedan obligadas a publicar las 5 principales empresas de servicios de inversión en las que han colocado ordenes de clientes en atención a los distintos tipos de instrumentos financieros, así como todos los datos relevantes acerca de la ejecución. Además el artículo 65.6 de MIFID II establece que el contenido de dicha información deberá de ser idéntico al establecido de acuerdo al Reglamento Delegado (UE) 2017/576 de la Comisión de 8 de junio de 2016 por el que se complementa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en cuanto a las normas técnicas de regulación para la publicación anual por las empresas de inversión de información sobre la identidad de los centros de ejecución y sobre la calidad de la ejecución.⁶²

En tercer lugar, los requisitos que deben tener en cuenta las ESI a la hora de valorar la mejor ejecución quedan determinados en el artículo 27.1 de la Directiva y son:

- Precio
- Costes de transacción
- Velocidad de la ejecución
- Probabilidad de la ejecución
- Volumen de la operación
- Naturaleza de la operación
- Cualquier otra factor relevante en la ejecución de la orden

⁶¹ Ibidem.

⁶² FinReg360, S.L (2017). Memorandum on "best execution" of spanish listed equities in bme under MIFID II. FinReg360 Obtenido el 03/02/2018 de http://www.bolsamadrid.es/docs/SBolsas/docsSubidos/Best_execution_report_201611.pdf.

La regulación española acerca de la mejor ejecución, la encontramos en el artículo 221 de la LMV, que establece la obligación para aquellas entidades que ejecuten ordenes de sus clientes, de adoptar las medidas necesarias para conseguir el resultado más favorable, así como de documentar todos los pasos que realice durante la ejecución en un Informe de Mejor Ejecución. Además todas las ESI deben contar con una Política de Mejor Ejecución elaborada por cada entidad.⁶³

3.2.4. Instrumentos derivados

Los productos derivados, son quizás los que mayores complicaciones han traído desde la crisis financiera que estalló en 2007. Estos productos han sido tradicionalmente negociados tanto en mercados regulados como en mercados OTC, siendo el volumen negociado en estos últimos superior al de los mercados regulados. Sin embargo en 2008 con la caída de Lehman Brothers, la incertidumbre que se produce en los mercados financieros da lugar a una disminución en el volumen de contratación de estos productos en mercados OTC.

Los mercados OTC ofrecen la posibilidad al inversor de fijar sus propios términos en los contratos derivados, a diferencia de los mercados regulados que ofrecen contratos estandarizados. Este aspecto positivo, se ve contrarrestado con el mayor riesgo que llevan las operaciones OTC, ya que estos mercados no regulados carecen de cámaras de compensación y por tanto llevan aparejado el riesgo de contrapartida.⁶⁴

Como consecuencia de esto, los mercados derivados han sido siempre considerados menos transparentes, debido al gran volumen de estos contratos negociados fuera de mercados regulados. MIFID II pretende dotar de transparencia a estos productos, y por ello extiende los requisitos de transparencia pre y post negociación de los instrumentos de renta variable a los productos derivados.

⁶³ Ibidem.

⁶⁴ BBVA (2015). ¿Qué son los mercados Over the Counter (OTC). Mercados financieros y economía Monetaria BBVA obtenido el 05/03/2018 de <https://www.bbva.com/es/que-son-los-mercados-over-the-counter-otc/>.

Las principales exigencias de esta normativa vienen destinadas a los mercados OTC. La negociación OTC podemos definirla como aquella que se lleva a cabo en un mercado extrabursátil, y que por lo tanto no queda sujeta a la regulación de ninguna autoridad central como sucede en los mercados regulados. Como consecuencia de ello, las operaciones OTC son bilaterales, es decir, entre los agentes vinculados a la operación directamente.⁶⁵

Como acabamos de afirmar, en los mercados OTC las operaciones que se realizan son bilaterales y mayoritariamente con productos derivados y de renta variable. El artículo 1.7 de MIFID II obliga a las operaciones multilaterales a regirse de acuerdo a las reglas de los mercados regulados, los SMN o los SOC. Esto supondría que las operaciones con derivados en las que se exige compensación en cámara o bien sean muy líquidas, tengan que ser negociadas en mercados regulados, SMN o SOC.

Esta normativa también requiere ciertos cambios en relación con los mercados regulados de derivados. En España este mercado de derivados es el MEFF, que está compuesto por un Sistema Electrónico de Negociación, integrado por el Sistema Electrónico de Ordenes y el Sistema Electrónico de Operaciones Acordadas.

El reglamento de MEFF, que regula el funcionamiento del Mercado Oficial de Futuros y Opciones financieros de España, debe de ser modificado para poder adaptarse a los nuevos requisitos relativos a las exenciones de publicación de operaciones pre negociación adoptada por MIFID II. Como ya hemos expuesto en el apartado de requisitos de transparencia, ciertas operaciones quedan exentas de la obligación de hacer transparente el volumen y el precio, debido al gran volumen de la operación o a la iliquidez de los productos. Por ello MEFF solo podrá dejar exentas aquellas operaciones que cumplan los requisitos de ESMA o de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM).

Sin embargo el principal objetivo de MIFID II en el mercado de derivados es la regulación de aquellos cuyo subyacente sea una materia prima. Esto se debe a que estos

⁶⁵ Fuster, A.(2012). CFDs: mercado OTC. Rankia obtenido el 05/03/2018 de <https://www.rankia.com/blog/contratos-por-diferencias/1595398-cfds-mercado-otc>.

contratos tienen una serie de desventajas que perjudican al inversor y a los mercados en general, como es el caso de la transferencia de riesgos y la excesiva volatilidad de estos productos.

El artículo 57 de la directiva obliga a las autoridades competentes de cada país a fijar un límite en el volumen de posiciones netas que cada inversor puede tener en derivados sobre materias primas. Estos límites varían dependiendo del tipo de materia prima subyacente del contrato y de si son negociados en mercados regulados (en el caso de España MEFF) o en mercados no regulados (OTC). Así como ejemplo, la CNMV ha fijado en 2,5 millones de megavatios la posición máxima neta en warrants sobre oro, plata y petróleo Brent negociados en Bolsa de Valores, y en 60.000 megavatios cada hora los derivados con subyacente en electricidad eólica negociados en MEFF.⁶⁶

Pero esta directiva se aplica a las empresas que presten servicios de inversión, y como ya sabemos, muchas empresas utilizan estos instrumentos para cubrir los riesgos que sus operaciones comerciales conllevan. Por ello la directiva ofrece la posibilidad de pedir la excepción de aplicación de este límite a aquellas empresas que empleen los derivados como cobertura de sus operaciones comerciales.

En cuanto a los centros de negociación y ESI que negocien con derivados sobre materias primas, el artículo 58 les obliga a publicar un informe semanal detallando las posiciones largas y cortas que cada categoría de persona tiene respecto de cada tipo de derivado en materias primas existentes. Esta obligación solo se producirá cuando se superen los límites de negociación de estos productos anteriormente explicados. En cambio siempre quedarán obligados a enviar diariamente un informe detallado de las posiciones de todos sus miembros en estos instrumentos.⁶⁷

⁶⁶ Funds Society (2018, 2 de enero). La CNMV publica dos nuevos documentos sobre MiFID II/MiFIR: los límites a posiciones máximas en derivados de materias primas y las instrucciones de ESMA para FIRDS. Funds Society. (Obtenido el 4 de febrero de 2018 de <http://www.m.fundsociety.com/es/noticias/normativa/la-cnmv-publica-dos-nuevos-documentos-sobre-mifid-ii-mifir-los-limites-a>).

⁶⁷ MEFF (2017). Nuevos sistema de negociación bajo petición. Bolsas y Mercados españoles obtenida el 4 de febrero de 2018 de http://www.meff.es/docs/docsSubidos/MiFID_esp/MEFF_Nuevo_Sistema_Negociación.pdf.

3.2.5. Sistema Organizado de Contratación

Una de las principales novedades que introduce la directiva analizada es la creación de un nuevo tipo de centro de negociación denominado Sistema Organizado de Contratación, conocido por sus siglas SOC u OTF en inglés. Se trata de un sistema multilateral, que sin ser un mercado regulado pone en contacto a terceras partes para comprar y vender intereses de bonos, productos financieros estructurados, derivados, instrumentos de titulización y derechos de emisión, de la misma forma que si en un contrato lo hiciesen.⁶⁸ Los sistemas organizados de contratación son operados por las ESI, y por tanto dicho servicio es considerado un servicio de inversión.

Como consecuencia de esta clasificación, solo las empresas que obtengan la respectiva licencia para prestar servicios de inversión pueden operar un SOC. A diferencia de los mercados regulados y de los SMN, en los SOC las empresas de servicios de inversión o cualquier organismo rector del mercado pueden, siempre que el cliente haya dado su autorización, ejecutar las ordenes de éstos por cuenta propia cuando se trate de instrumentos negociados en SOC. Además en relación con la deuda soberana, las ESI y los organismos rectores del mercado podrán negociarlos por cuenta propia sin interponer la cuenta propia para dichos productos que no cuentan con un mercado líquido.⁶⁹

El objetivo que persigue la creación de estos sistemas es mejorar la formación de precios de estos productos así como de ofrecer alternativas a los sistemas previamente utilizados para la negociación de dichos productos.

3.2.6. Negociación algorítmica

⁶⁸ European Union Emissions Trading Scheme (2017). Organised Trading Facility (OTF). Emissions EUETS obtenida el 4 de febrero de 2018 de <https://www.emissions-euets.com/trading-venues/organised-trading-facility-otf>.

⁶⁹ Aguilar, I. (2014). La Directiva 2014/65/UE del parlamento europeo y del consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros (MIFID II). Foro de Actualidad Uría Menéndez, 91-95.

La negociación algorítmica es una de las novedades en operaciones bursátiles, que durante estos años está ganando gran popularidad entre los inversores. Se caracterizan principalmente por ser capaces de determinar casi todos los aspectos de una orden a través de un algoritmo, con la mínima intervención humana.⁷⁰

Dentro de la negociación algorítmica encontramos la negociación algorítmica de alta frecuencia, conocida por sus siglas en inglés HFT (High Frequency Trading). Esta negociación tiene una serie de implicaciones dentro de los mercados, y por ello la directiva MIFID II se encarga en parte de su regulación. La negociación de alta frecuencia, recibe su nombre debido al gran volumen de ordenes que es capaz de introducir en el mercado gracias a un sistema informatizado, que es capaz de detectar las variables y síntomas del mercado y analizarlas en periodos de tiempo muy cortos.⁷¹

Este tipo de negociación utiliza principalmente dos tipos de estrategias, las de creación de mercado y las de arbitraje. La gran velocidad de sus análisis y capacidad de detectar las oportunidades de negocio de cada mercado, unido al gran volumen de ordenes que introduce en el mercado, dan lugar a una gran rentabilidad, ya que se aprovecha de las rentabilidades marginales de cada orden. Es cierto que la HFT, es utilizada sobretodo por entidades de crédito y *hedge funds*, ya que no suelen actuar por cuenta de sus clientes, sino que utilizan su propio capital y la rentabilidad obtenida para invertir en tecnología, que es la que les permite beneficiarse de las economías de escala antes explicadas.

Esta negociación algorítmica de alta frecuencia proporciona una serie de beneficios al mercado, ya que aumenta la liquidez, la transparencia, reduce la horquilla de precios y la volatilidad y mejora la ejecución de ordenes. Sin embargo no todos sus efectos son positivos, y es aquí donde la regulación quiere centrar su atención.⁷² El gran volumen de ordenes que son capaces de introducir en el mercado, produce riesgos legales y

⁷⁰ Garcia, A. (2016, 24 de noviembre). Negociación algorítmica: Novedades legislativas en Europa. *Funds Society*. (obtenido el 26/03/2018 de <http://www.fundssociety.com/es/opinion/negociacion-algoritmica-novedades-legislativas-en-europa>).

⁷¹ Monjo, M. S., & Martínez, A. P. (2013). La denominada negociación automatizada de alta frecuencia (High Frequency Trading). Características y regulación. *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, (12).

⁷² Garcia, A. (2016, 24 de noviembre). Negociación algorítmica: Novedades legislativas en Europa. *Funds Society*. (obtenido el 26/03/2018 de <http://www.fundssociety.com/es/opinion/negociacion-algoritmica-novedades-legislativas-en-europa>).

operativos, que dificulta a las autoridades de control y supervisión realizar sus funciones⁷³. La autoridad europea ESMA ha expuesto en varias de sus directrices que la HFT puede producir una alteración del funcionamiento regular del mercado, desconfianza de los inversores, ya que se perjudica la integridad del mercado y estabilidad financiera debido a los desequilibrios en la formación de precios y la liquidez de los mercados.⁷⁴

El principal problema de los HFT es la forma de acceder al mercado, ya que ésta se beneficia del acceso directo o del acceso patrocinado. En el primero de los casos, el operador de HFT, cliente de una entidad miembro de una plataforma de negociación, introduce directamente las ordenes en dicha entidad, y ésta las reenvía de forma automática a la plataforma de negociación, de manera que para dicha operación utiliza el código de identificación de la entidad miembro.

En el segundo de los casos, los operadores de HFT introducen las ordenes directamente al mercado, utilizando las plataformas de negociación de las entidades miembro y por tanto su código de identificación, pero a diferencia del acceso directo, en el patrocinado las ordenes no se canalizan a través de los sistemas internos de las entidades miembro.

En ambos casos, son los operadores de HFT los que tienen la responsabilidad frente a las plataformas de negociación, y por ello es necesario que estos operadores incrementen las medidas de control de las operaciones que realicen, de manera que no queden impunes frente a los posibles problemas que pueden derivar de sus operaciones.⁷⁵

MIFID I en su intento de regular la HFT, determinó algunas señales para detectar cuando las operaciones realizadas mediante HFT podían constituir una manipulación del mercado. Sin embargo, la directiva deja muchas lagunas en la regulación de dichas operaciones y por ello ESMA publicó en 2011 una serie de directrices para evitar que la

⁷³ Cardona, H. (2018, 2 de febrero). Negociaciones algorítmicas de alta frecuencia. Cremades & Calvo Sotelo Abogados (obtenido el 26/03/2018 de <https://www.cremadescalvosotelo.com/noticias-legales/negociaciones-algoritmicas-de-alta-frecuencia>).

⁷⁴ Monjo, M. S., & Martínez, A. P. (2013). La denominada negociación automatizada de alta frecuencia (High Frequency Trading). Características y regulación. *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, (12).

⁷⁵ Sánchez, M y Pineda, A. (2013). La denominada negociación automatizada de alta frecuencia: Características y regulación. *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, (12), 1-29.

HFT produzca perjuicio a los inversores y a la estabilidad del mercado. Estas directrices podían ser adoptadas por las autoridades nacionales de los estados miembro, como fue el caso de España, cuya autoridad competente la CNMV decidió adoptarlas, entrando en vigor el 1 de mayo de 2012.⁷⁶

Sin embargo todo esto no fue suficiente, y es por ello que MIFID II incrementa la regulación sobre la negociación algorítmica de alta frecuencia. De este modo establece obligaciones para los 4 sujetos que intervienen en dichas operaciones: entidades que utilicen técnica de HFT, miembros de plataformas de negociación, mercados y plataformas de negociación y autoridades supervisoras.

En primer lugar, respecto a las entidades, dejan de estar exentas aquellas que exclusivamente negocien por cuenta propia, como establecía la directiva MIFID. con ello, todas las entidades que utilicen HFT deberán de comunicarlo al regulador, ya negocien por cuenta de sus clientes o por cuenta propia. En segundo lugar, deben de implementar un sistema de prueba de las ordenes que ejecutan, para asegurarse de que el impacto de estas en el mercado no es perjudicial, ya que al ser testadas aisladamente no se puede determinar cual será el impacto al interactuar con el resto de ordenes. En tercer lugar, establecer sistemas de alarma que prevengan a las entidades de ejecutar aquellas ordenes que no cumplan con determinados parámetros y por tanto sean erróneas, como puede ser la ejecución de ordenes duplicadas o un volumen excesivo en comparación con el mercado. Por último, podemos destacar la obligación de las entidades de informar al regulador, al menos una vez al año, de los parámetros, naturaleza y estrategias de algoritmo que utilizan.⁷⁷

En cuanto a los miembros de las plataformas de negociación, a través de los cuales las entidades ejecutan sus órdenes, éstas quedan obligadas a las mismos requisitos de control y de prueba de las órdenes que en ellos se ejecutan a través de HFT, de manera que el control que queda sobre estas operaciones se duplica.

Por su parte, los mercados y plataformas de negociación deben establecer unos límites en cuanto al número de ordenes no ejecutadas que pueden llevar a cabo las entidades o

⁷⁶ La denominada negociación automatizada de alta frecuencia: Características y regulación, cit.

⁷⁷ *Ibidem*.

los miembros de las plataformas de negociación así como de interrumpir o suspender aquellas ordenes que consideren dañinas para el mercado. Además deben de ser capaces de evitar una excesiva volatilidad en los precios en el momento de ejecución, y así establecer un valor mínimo de variación.

Finalmente las autoridades quedan obligadas a llevar un control sobre las entidades que operen a través de HFT, así como de expedir la información relativa a las ordenes ejecutadas, canceladas o en suspenso.⁷⁸

3.3. Implicaciones generales: Impacto de la normativa

3.3.1. Fiscalidad

Una vez que hemos aclarado la diferencia entre asesoramiento dependiente e independiente, podemos hablar de las implicaciones que la Directiva supondrá en la fiscalidad de estas operaciones.

El asesoramiento en materia de inversión al igual que la gestión de carteras son servicios prestados por entidades y por tanto llevan aparejado la correspondiente sujeción al Impuesto sobre el Valor Añadido (IVA). Por otra parte las retrocesiones, de las que hemos hablado anteriormente, no tenían una calificación jurídica exacta hasta que la DGT en una de sus consultas determinó que se trataban de incentivos, ya que su finalidad era retribuir la colocación de un fondo de una tercera entidad por parte del gestor. Como consecuencia de ello, dichas retrocesiones se consideran rendimientos de capital mobiliario sujetos a retención.⁷⁹

⁷⁸ Sánchez Monjo, M. (2018, 13 de febrero). High frequency trading y el nuevo escenario de volatilidad en el marco de MiFID II. *Funds People*. (Obtenido el 3/01/2018 de <https://es.fundspeople.com/news/high-frequency-trading-y-el-nuevo-escenario-de-volatilidad-en-el-marco-de-mifid-ii>).

⁷⁹ Mazo, V. (2014, 21 de mayo). El pago de retrocesiones a IIC e institucionales es renta sujeta a retención en el Impuesto de Sociedades. *Funds People*. (obtenido el 1/12/2017 de <https://es.fundspeople.com/news/el-pago-de-retrocesiones-a-iic-e-institucionales-es-renta-sujeta-a-retencion-en-el-impuesto-de-sociedades>).

Para poder introducirnos en este tema, es necesario hablar de los sistemas de cobro de las empresas de asesoramiento financiero, que se reducen a cuatro y son:

- 1) Las herederas del modelo independiente: solo cobran por el asesoramiento independiente normalmente a través de contratos anuales, y por tanto cobrando directamente al cliente.
- 2) Cobro de retrocesiones en exclusiva: este modelo no es el más frecuente pues en la mayoría de los casos derivan de compromisos, tales como asesoramiento de parientes, asesoramiento puntual.
- 3) Modelo mixto: este modelo combina el cobro de incentivos de una forma peculiar, pues dichos incentivos no son cedidos al cliente, si no que los cobra el gestor a cambio de ofrecer los productos de otras entidades a precios mas rebajados y mejores condiciones para el cliente.
- 4) El neteo: este sistema a diferencia del anterior consiste en revertir los incentivos en el cliente. El neteo puede aplicarse de dos formas:
 - a) Contando con dos flujos de caja separados, uno por el cobro del asesoramiento que se realiza directamente al cliente. Y otro llevado a cabo por la entidad al gestor, que le retrocede los incentivos.
 - b) A través de un solo flujo de caja, mediante la disminución de la factura de las correspondientes retrocesiones. La segunda consistiría en reducir todo a un solo flujo (restando las retrocesiones de la factura).

El primero de los modelos citados, es el que pretende MIFID II encajar en el asesoramiento independiente. El segundo y el tercero, de acuerdo a la directiva deberán de calificar sus servicios como no independientes o dependientes, y para poder llevar a cabo el cobro de incentivos la Directiva les obliga a prestar un servicio adicional que añada mejor calidad al servicio, como puede ser una evaluación continua de la cartera que ha vendido. Finalmente nos encontramos con el neteo, que entraría dentro del modelo de cobro de un asesoramiento independiente y que hasta la entrada en vigor de la directiva permitía reducir los dos flujos de caja a uno solo para poder aplicar sobre esa base el IVA, dando lugar a un resultado más favorable para el cliente.

De acuerdo a las disposiciones de la MIFID II, en relación al asesoramiento independiente y la gestión discrecional de carteras, queda prohibido el cobro de incentivos por parte del gestor y por tanto dichas retrocesiones deberán estar perfectamente identificadas para devolverlas al cliente inmediatamente. La DGT en una consulta del año 2010 deja claro que dicha devolución de retrocesiones es “una remuneración de la entidad gestora al participe”, concluyendo que se trata de una renta sometida a retención.⁸⁰

Asimismo, el problema radica en determinar la base imponible para realizar la repercusión del IVA, ya que si se opta por el neteo se establece la posibilidad de hacerlo a través de un flujo de caja o de dos. De acuerdo a la doctrina establecida por la DGT, la retrocesión de las comisiones percibidas de las entidades gestoras a los clientes, pueden minorar la base imponible a efectos del IVA, siempre y cuando se justifique un descuento al cliente por dicho concepto. En contraposición a esta postura la Directiva en su exposición de motivos y el Real Decreto de adaptación reglamentaria a la Ley del Mercado de Valores, prohíbe de manera clara reducir el importe cobrado al cliente por el servicio prestado en la cuantía de la retrocesión abonada al mismo. La consecuencia directa de esta disposición es un aumento del importe de IVA pagado, ya que el servicio de asesoramiento lleva aparejado un IVA del 21% y al no poder netear el importe de dicho servicio con las retrocesiones devueltas al cliente, el importe sobre el que se calcularía el IVA dará lugar a una cuota mayor.⁸¹

A efectos del IRPF, el cliente también vería aumentado el impacto fiscal, ya que al recibir el importe de las retrocesiones, éstas tributarán íntegramente como rendimiento de capital mobiliario en IRPF al 19%, 21% o 23% de acuerdo al importe anual de los rendimientos.

3.3.2. Trabajadores

⁸⁰ Cao, I. (2017). *Impactos fiscales ligados a la implementación de MiFID II en España*, Boletín de actualización Jurídica KPMG (67), 3-57.

⁸¹ *Ibidem*.

Uno de los principales impactos que recibirá el sector financiero, una vez implantada la nueva normativa es en relación a los recursos humanos de las empresas de servicios de inversión.

En primer lugar, los requisitos de formación y de conocimiento que se exigen a los empleados de las ESI. En muchos casos se trata de profesionales con experiencia en el mundo del asesoramiento, pero esta experiencia no sirve a la hora de valorar el conocimiento, pues como hemos expuesto anteriormente se requiere de una certificación que acredite las competencias del prestador de servicios.

En segundo lugar, la supresión del cobro de comisiones por parte terceras entidades a los gestores, produce una gran desmotivación de éstos, ya que sus honorarios se reducen, y por tanto se puede valorar un desplazamiento de trabajadores desde este sector hacia otros en los que la retribución les favorezca.

Por último, y como hablaremos en epígrafes posteriores, la digitalización bancaria que descentraliza los servicios financieros, para ser sustituidos por plataformas virtuales, en los que el cliente es capaz de realizar operaciones bancarias sin necesidad de consultar con personal bancario.⁸²

Todos estos cambios producirán un gran impacto en materia laboral, ya que ellos derivan en mayores exigencias para los trabajadores.

3.3.3. Retraso en la aplicación de la Directiva

Como comentábamos al comienzo de esta tesis, la MIFID II tuvo que retrasar su efectiva entrada en vigor , debido a una serie de dificultades y complejidades técnicas derivadas de su aplicación.

⁸² Benítez, E. M. S. (2018). Trabajo y trabajadores del sector de la banca en la Economía 4.0: MIFID II. *Noticias CIELO*, (2), 3.

En primer lugar, las exigencias de esta directiva requieren unas complejidades técnicas que no se pueden acometer en tiempo reducido. Así ESMA tiene la obligación de recopilar datos de 300 centros de ejecución y de unos 15 millones de instrumentos financieros, para lo que requiere la asistencia de las autoridades nacionales, encargadas a la vez de transmitir todos estos datos a la autoridad de mercados europea que la hará pública en su página web.⁸³

En segundo lugar, la normativa obliga a las ESI a reportar a las autoridades competentes en el menor tiempo posible, las operaciones que realicen con instrumentos financieros. No solo deberán informar de que están llevando a cabo dicha operación, sino que deben comunicar los datos exactos y con mayor relevancia y complejidad.⁸⁴

En tercer lugar y como hemos explicado anteriormente, el régimen de transparencia que exige la nueva normativa y que anteriormente solo se aplicaba a ciertos productos, se amplía para un mayor catálogo de instrumentos financieros, y por tanto las ESI tienen que asumir nuevos requisitos de información sobre dichos productos.

En cuarto lugar, se produce un aumento de las necesidades financieras de las ESI debido al aumento de costes que éstas tendrán que asumir. Entre dichos costes encontramos los derivados del nuevo sistema de registro de comunicaciones, conversaciones telefónicas y electrónicas, en el que se exige a las ESI reportar todas las comunicaciones sobre operaciones que vayan a realizar tanto por cuenta propia como con terceros.

Por último destacar el gran desarrollo tecnológico que requiere el sistema de información de posiciones de derivados a las autoridades competentes. Este sistema supone la necesidad de recopilar información tanto de las ESI, clientes, centros de negociación, y miembros de los mercados con el fin de llevar un recuento diario de las posiciones abiertas y cerradas en productos derivados.⁸⁵

⁸³ Mazo, V (2016, 5 de abril). El retraso de MiFID II demora hasta 2018 la aplicación de las Directrices ESMA sobre productos complejos. Funds People. (Obtenido el 10 de marzo de 2018 de <https://es.fundspeople.com/news/el-retraso-de-mifid-ii-demora-hasta-2018-la-aplicacion-de-las-directrices-esma-sobre-productos-complejos>).

⁸⁴ Ibidem.

⁸⁵ Nuevos Modelos de Negocio en el Asesoramiento Financiero tras las Modificaciones Regulatorias de MiFID II, cit.

4. PREVISIONES EN LA EVOLUCION DEL ASESORAMIENTO FINANCIERO

Es cierto que la implantación de la nueva Directiva va a producir una serie de cambios en la forma de prestar el servicio de asesoramiento financiero, de tal forma que están surgiendo nuevos métodos y formas de prestar este servicio. En este apartado comentaremos tres tendencias actuales, en las que podemos ver como la tecnología inunda también el mundo financiero, y cómo es posible que en un futuro podamos ver un vuelco completo en el sector bancario.

4.1. Digitalización: Aparición de las *fintechs*

El mundo financiero está experimentando una serie de cambios tanto normativos como tecnológicos. No podemos hablar de estos cambios como compartimentos estancos, ya que las nuevas normativas y la evolución tecnológica dan lugar al planteamiento de nuevas formas de prestar los servicios financieros. Entre los principales retos que experimenta el sector financiero encontramos la regulación MIFID II, el avance tecnológico de los *millennials* y la importancia de la tecnología móvil.

Uno de los objetivos de MIFID II y de su reglamento, es adaptarse a las nuevas tecnologías así como a la negociación algorítmica de alta frecuencia. Sin embargo, como hemos visto, muchas de las medidas que trae consigo MIFID II puede llegar a producir una reducción en la rentabilidad, ya que al aumentar los costes y exigir para ciertos productos mas rentables y a la vez más arriesgados, un perfil inversor más técnico, el ROE puede verse reducido, ya que en muchos casos se puede llegar a expulsar al inversor minorista, como ocurrió en Reino Unido con la entrada en vigor del *Retail Distribution Review (RDR)*.⁸⁶

⁸⁶ Nuevos Modelos de Negocio en el Asesoramiento Financiero tras las Modificaciones Regulatorias de MiFID II, cit.

La digitalización, viene motivada por el predominante uso de internet y de la tecnología telefónica, ya que cada vez es más difícil concebir la imagen de una persona que no cuenta con un teléfono móvil. Una de las características que más impacto tendrá en las entidades de crédito, es la descentralización de los servicios que éstas ofrecen, ya que aparecen lo que se denomina con el nombre de *fintechs*.

Las *fintechs*, cuyo nombre proviene de la combinación de finanzas y tecnología, han intentado poner solución a la falta de adaptación del sistema financiero, a las necesidades que demandada el consumidor. Si bien es cierto que se trata de una nueva era en el sector financiero, todavía no podemos establecer conclusiones seguras sobre ellas, ya que hasta su efectiva implantación solo podemos basarnos en informes y previsiones que realizan los expertos.

La mayoría de *fintechs* actualmente prestan sus servicios financieros sin cobrar a sus clientes, ya que el principal objetivo de estos nuevos modelos es la captación y fidelización de nuevos clientes. Además estos canales virtuales realizan servicios de gestión patrimonial, cuyo valor añadido para los usuarios no puede ofrecer ninguna ESI.⁸⁷

Entre los servicios que ofrecen estas plataformas tecnológicas encontramos:

- Servicios de financiación: entre los que encontramos el *lending* o *crowdlending*, que incluyen servicios como la compensación de deudas dando valor añadido respecto de los servicios de financiación que ofrecen las entidades de crédito.
- Gestión de patrimonios virtual: estos servicios añaden valor en algunos aspectos, introduciendo por ejemplo el *crowdfunding* y la negociación algorítmica, en la que MIFID II centra su atención. También encontramos en este sector, los *robo advisors* que explicaremos con más detalle posteriormente.
- Asesoramiento personalizado en finanzas: uno de los mayores potenciales competidores para las ESI.
- *Blockchain*: se ha convertido en una de las principales novedades en el mundo de la tecnología y de los mercados.

⁸⁷ Bernal, M. Santacruz, J (2016). Nuevo marco regulatorio y competencia: retos del sistema crediticio europeo en la era *fintech*. Cuadernos Económicos ICE, (91), 115-131.

- Otros servicios transaccionales: transferencias internacionales , pagos online, consulta de movimientos bancarios...⁸⁸

Todos estos cambios, además de los nuevos requisitos que MIFID II implanta en el asesoramiento financiero, pueden dar lugar a un cambio en la forma en la que las nuevas generaciones gestionarán su patrimonio.

4.4.1. Robo-advice

Podemos definir a los *robo advisors*, como algoritmos que no solo ejecutan ordenes de compra y venta, sino que realizan el proceso completo de análisis búsqueda, selección, asignación y reequilibrio de una cartera de inversión, en base a la información del cliente.⁸⁹ Existen muchas causas por las que podríamos decir que estos algoritmos serán el futuro de la inversión particular, sin embargo la regulación legal de estos todavía no se ha contemplado.

Según un estudio realizado por el IESE, si comparamos la rentabilidad media de los fondos de inversión españoles en los pasados 3, 5 y 10 años, ésta fue inferior a la rentabilidad de los bonos del Estado a cualquier plazo y la inflación.⁹⁰

Uno de los mecanismos clave de estas plataformas, es la inversión en ETF y fondos indexados, ya que tienen bajos costes de gestión, que junto con la tecnología punta dan lugar a un asesoramiento en inversiones con menor coste que el asesoramiento personalizado por un gestor. La gestión con *robo advisors* está viendo su máximo desarrollo en Estados Unidos, donde empresas como Betterment y Wealthfront, gestionan más de 20.000 millones de dólares. En Europa, el porcentaje de mercado para estos algoritmos es mucho menor, ya que solo gestionan el 5% del total gestionado en Estados Unidos.

⁸⁸ Nuevo marco regulatorio y competencia: retos del sistema crediticio europeo en la era *fintech*, cit.

⁸⁹ Nuevos Modelos de Negocio en el Asesoramiento Financiero tras las Modificaciones Regulatorias de MiFID II, cit.

⁹⁰ Fernández, P., & del Campo, J. (2011). Rentabilidad de los fondos de inversión en España (1991-2009). *Pecunia: Revista de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad de León*, (2011), 1-31.

El crecimiento de *robo advisors* en Estados Unidos, viene motivado por las cuentas de ahorro para planes de pensiones, que en su mayoría cuentan para su gestión con un *robo advisor*.⁹¹ En Europa el país pionera en la gestión con *robo advisor* es Reino Unido, motivado por la normativa RDR que endureció el modelo de asesoramiento y gestión financiera.

En España, el mercado de fondos de inversión se caracteriza principalmente por el asesoramiento personal cara a cara, por lo que los inversores tradicionales no confían todavía en esta tecnología. Sin embargo, le conocida generación *millennial*, se ve más familiarizada con la tecnología, por lo que estas plataformas digitales de inversión se dirigirán a un público más joven, que utiliza en su día a día la tecnología. Sin embargo, como hemos comentado anteriormente, la rentabilidad media de los fondos en España no es muy elevada, por lo que ésta podría ser una buena alternativa para todo tipo de inversores, ya que su reducido coste en comparación con el asesoramiento personal, pueden incrementar la rentabilidad final obtenida por el cliente.⁹²

5. INCUMPLIMIENTO DE LA NORMATIVA Y SUS CONSECUENCIAS: REGIMEN SANCIONADOR

Siendo el objetivo de esta directiva una mayor protección de los inversores así como la mejora de la regulación de los mercados y el asesoramiento financiero, es necesario por ello un endurecimiento del régimen sancionador, que asegure un cumplimiento de la normativa.

El Real Decreto que transpone parcialmente la directiva hace una clasificación y descripción de las infracciones en graves y muy graves. Entre las infracciones más graves encontramos el establecimiento de un mercado regulado, sistema multilateral de

⁹¹ Deutsche Bank Research. (2017, 2 de octubre). Los robo advisors estadounidenses ya gestionan más de 20.000 millones de dólares. *Funds Society*. (Obtenido el 24/03/2018 de <http://www.fundssociety.com/es/noticias/negocio/los-roboadvisors-estadounidenses-ya-gestionan-mas-de-20000-millones-de-dolares>).

⁹² (2017, 3 de junio). Robo Advisors, los asesores automáticos. *Expansión*. (Obtenido el 26/03/2017 de <http://www.expansion.com/ahorro/2017/06/03/59312771ca47417d518b4632.html#comentarios>).

negociación o sistema organizado de contratación sin haber obtenido cualquiera de las autorizaciones exigidas o la no conservación de registros con los datos pertinentes a las ordenes y operaciones con instrumentos financieros por parte de las ESI. Para éstas infracciones consideradas como muy graves se establece una multa de la que resulte mayor entre 5.000.000 de euros o del 10% del volumen de negocios total anual según sus cuentas más recientes y aprobadas por el órgano de administración. En cuanto a las infracciones graves, la directiva aumenta la multa de 600.000 euros (anterior a la directiva) a 2.500.000 euros o bien un 5% del volumen de negocios total, siempre a elegir la que resulte mayor.⁹³

⁹³ Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia del mercado de valores. (BOE 30 de diciembre de 2017).

6. CONCLUSIONES

Tras el análisis de los motivos que llevan al legislador europeo a introducir estos cambios en materia de asesoramiento financiero así como de los mismos, podemos concretar una serie de conclusiones para determinar si dicha normativa tendrá un impacto final positivo.

1. La necesidad de la nueva normativa reguladora sobre mercados e instrumentos financieros, deriva principalmente de la falta de uniformidad a nivel europeo de dichas normas así como de los problemas financieros que han explotado durante estos años. Dichos problemas son consecuencia de los vacíos legales que existían en materia de asesoramiento financiero, que proporcionaban a las ESI una libertad de actuación que perjudicaba tanto a los mercados como a los clientes.
2. La nueva normativa MIFID II, pretende corregir tanto las lagunas de su antecesora MIFID así como de aumentar la protección del inversor y la transparencia en los mercados financieros.
3. El inversor queda más protegido frente al mercado, sobretodo el inversor minorista. En primer lugar la política de incentivos, obliga a las ESI a ofrecer aquellos productos que verdaderamente convienen al inversor. Para ello además de prohibir el cobro de retrocesiones por la venta de fondos y de productos de otras entidades, la nueva normativa obliga a las ESI a la realización de test de idoneidad y conveniencia, de manera que será muy difícil engañar al inversor o comercializarle un producto cuyo riesgo no pueda soportar.
4. El gobierno y dirección de las empresas de servicio de inversión se ve a la vez reforzado, ya que MIFID II refuerza el control interno de estas entidades y exige una gestión más prudente por parte de los altos cargos, aumentando el nivel de responsabilidad de estos sujetos y delimitando las funciones de cada uno de ellos.
5. Se refuerza la salvaguarda de los instrumentos financieros y fondos de los clientes mediante la limitación de los derechos reales sobre productos financieros de clientes, la mejora en la diligencia por parte de las ESI en la

- selección de las entidades depositarias y la restricción de la utilización de los depósitos de los clientes para realizar determinadas operaciones.
6. Se incrementan las exigencias en la gobernanza de productos, para evitar posibles conflictos de interés y asegurar que dichos productos sean realmente efectivos. Con dicho fin se les exige a las ESI la realización de análisis de escenarios y pruebas de los productos que elaboren, requiriendo esta medida un aumento de la inversión de dichas empresas en mejorar los sistemas de evaluación de productos.
 7. En la gestión de fondos, se propone a las ESI o bien asumir el gasto de análisis y las comisiones operativas o bien repercutirlas al cliente, de manera que éste conozca con detalle de donde provienen los gastos que asume.
 8. Se extiende la obligación de utilización del Código LEI a todas las ESI que ejecuten operaciones por cuenta de sus clientes personas jurídicas, cuando éstas se realicen con productos financieros admitidos a negociación en un mercado, de lo contrario no podrán ejecutar sus operaciones. Dicha medida dota a los mercados financieros globales de mayor transparencia, ya que permite identificar a cada operador en cualquier transacción, evitando que determinados riesgos financieros queden impunes ante la falta de determinación del sujeto responsable.
 9. Los proveedores de servicios de suministros de datos al mercado, quedan clasificados en APA, PIC y SIA, con el objetivo de dotar a cada uno con competencias diferentes en función de la plataforma de negociación y del momento pre o post negociación del que informen, de manera que sean capaces de mejorar la calidad de la información que proveen al mercado.
 10. Se refuerza el principio de mejor ejecución de las ESI, de manera que se garantice el resultado más favorable para el cliente en la intermediación y ejecución de sus operaciones. Para ello se exige a las ESI la adopción de medidas suficientes y la publicación de los cinco centros de ejecución principales para cada instrumento financiero.
 11. Se crean los Sistemas Organizados de Contratación, una nueva plataforma de negociación en la que solo se podrán negociar instrumentos de renta fija y derivados, que permite a los intermediarios utilizar reglas discrecionales de negociación, a diferencia de los que ocurre en los mercados regulados.

12. Se incrementa la regulación relativa a la negociación algorítmica de alta frecuencia, con el objetivo de evitar la manipulación del mercado que puede dar lugar el excesivo volumen de ordenes que se ejecutan mediante este sistema.
13. La prestación del servicio de asesoramiento de inversión por parte de las ESI supone un aumento del impacto fiscal, ya que se prohíbe el neteo en la repercusión del IVA, y por tanto el incremento de la base imponible de este tributo. Además el cliente también verá afectada su fiscalidad, ya que al ser éste el que recibe las retrocesiones, éstas tributarán en IRPF como rendimientos de capital mobiliario.
14. En relación a los recursos humanos de las ESI, se puede producir un desplazamiento de capital hacia otros sectores de la industria, ya que los requisitos que se les exigen y los cambios en el cobro de comisiones, pueden producir una desmotivación general por parte de los trabajadores.
15. Como consecuencia de todos estos cambios, el servicio de asesoramiento financiero puede verse atacado por otros sistemas y alternativas, como es el caso de los *robo advisors*, asesores financieros digitales que reducen el coste del servicio y lo agilizan. Este nuevo sistema parece una buena alternativa para la generación *millenials*, que cuenta cada día con mayores medios tecnológicos a su alcance que le hacen el día a día más sencillo.

7. BIBLIOGRAFIA

7.1. Legislación

1. Circular 1/2017, de 30 de junio, del Banco de España, por la que se modifica la Circular 1/2013, de 24 de mayo, sobre la Central de Información de Riesgos. (BOE 8 de julio de 2017).
2. 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 2 de septiembre de 2006).
3. Directiva 2014/65/UE del Parlamento europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE. (DOUE 14 de diciembre de 2017).
4. Directiva Delegada (UE) 2017/593 de la Comisión de 7 de abril de 2016 por la que se complementa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que respecta a la salvaguarda de los instrumentos financieros y los fondos pertenecientes a los clientes, las obligaciones en materia de gobernanza de productos y las normas aplicables a la entrega o percepción de honorarios, comisiones u otros beneficios monetarios o no monetarios. (DOUE 31 de marzo de 2017).
5. Ministerio de Economía, Industria y Competitividad, (2017). *Consulta Pública sobre el anteproyecto de ley de transposición de la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE y otras Directivas relacionadas*. Madrid
6. Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva,

aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre. (BOE 16 de febrero de 2008).

7. Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia del mercado de valores. (BOE 30 de diciembre de 2017).
8. Reglamento Delegado (UE) 2017/576 de la Comisión, de 8 de junio de 2016, por el que se complementa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en cuanto a las normas técnicas de regulación para la publicación anual por las empresas de inversión de información sobre la identidad de los centros de ejecución y sobre la calidad de la ejecución. (DOUE 31 de marzo de 2017).
9. 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 30 de abril de 2004).

7.2. Obras doctrinales

1. Aguilar, I (2014). La Directiva 2014/65/UE del parlamento europeo y del consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros (MIFID II). *Actualidad Juridica (1578-956X)*, (38).
2. Aguilar, I. (2014). La Directiva 2014/65/UE del parlamento europeo y del consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros (MIFID II). *Foro de Actualidad Uría Menéndez*, 91-95.
3. Alonso, L. L., & Monge, P. G. (2017). Evolución legal en los deberes de conducta y de información en materia de contratación de productos de inversión. *Actualidad civil*, (4), 51-61.
4. Benítez, E. M. S. (2018). Trabajo y trabajadores del sector de la banca en la Economía 4.0: MIFID II. *Noticias CIELO*, (2), 3.

5. Bernal, M. Santacruz, J (2016). Nuevo marco regulatorio y competencia: retos del sistema crediticio europeo en la era *fintech*. Cuadernos Económicos ICE, (91), 115-131.
6. Cao, I. (2017). *Impactos fiscales ligados a la implementación de MiFID II en España*, *Boletín de actualización Jurídica KPMG* (67), 3-57.
7. Casey, J. P., & Lannoo, K. (2009). *The MiFID Revolution*. Cambridge University Press.
8. Catarineu, E., & Pérez, D. (2008). La titulización de activos por parte de las entidades de crédito: el modelo español en el contexto internacional y su tratamiento desde el punto de vista de la regulación prudencial. *Estabilidad financiera*, 14, 88-121.
9. Fernández, P., & del Campo, J. (2011). Rentabilidad de los fondos de inversión en España (1991-2009). *Pecunia: Revista de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad de León*, (2011), 1-31.
10. Lanoo, K. (2018). MiFID II will profoundly affect the portfolio management business. *European Capital Markets Institute Commentary*, (47), 1-4.
11. Larraga, P., & Peña, I. (2008). Conocer los productos financieros de inversión colectiva: Tipos de fondos y sociedades de inversión, fondos de gestión alternativa, análisis y selección (Vol. 6). Profit Editorial.
12. Levine, R., Loayza, N., & Beck, T. (2000). Financial intermediation and growth: Causality and causes. *Journal of monetary Economics*, 46(1), 31-77.
13. Llanos, W. H. (2000). Líneas fronterizas entre las operaciones de seguro y banca de España. *Revista de Derecho*, (13).
14. López Domínguez, I. (2007). El proceso de integración de los mercados financieros en Europa. *Revista Escuela de Administración de Negocios*, (59).
15. Lyczkowska, K. (2016). Salvaguarda de instrumentos financieros y fondos de clientes, estructura de productos financieros ofrecidos y cobros de honorarios y comisiones: Directiva delegada de 7 abril 2016 que desarrolla la MIFID II. *Revista CESCO de derecho del consumo*, (18), 135-143.
16. Lyczkowska, K. M. (2016). Salvaguarda de instrumentos financieros y fondos de clientes, estructura de productos financieros ofrecidos y cobros de honorarios y comisiones: Directiva delegada de 7 abril 2016 que desarrolla la MiFID II. *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, (18), 135-143.
17. Marín, J. L. M., & Valle, C. T. (2009). La regulación y supervisión del sistema

- financiero ante la crisis económica. *Boletín de Estudios Económicos*, 64(198), 441.
18. Monjo, M. S., & Martínez, A. P. (2013). La denominada negociación automatizada de alta frecuencia (High Frequency Trading). Características y regulación. *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, (12).
 19. Morales, A. C., & Guisasola, B. (2008). Cuestiones prácticas en la aplicación del MIFID. In *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos* (2008), 191-200.
 20. Rodríguez, J. C. E., & Moreira, Ó. H. (2005). Crisis en el mercado de fondos de inversión: experiencia, resultados y lecciones1. *Revista Economía y sociedad*, 27, 39.
 21. Sánchez, M y Pineda, A. (2013). La denominada negociación automatizada de alta frecuencia: Características y regulación. *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, (12), 1-29.
 22. Sarria, J. H., Faustino, Á., & Ferrer, J. Nuevos Modelos de Negocio en el Asesoramiento Financiero tras las Modificaciones Regulatorias de MiFID II.
 23. Valenzuela, I. G., Pérez, M. A. S., & Gómez, P. B. (2008). La liquidez de las empresas españolas en el contexto globalizado de la MIFID. In *Universidad, Sociedad y Mercados Globales* (pp. 149-160). Asociación Española de Dirección y Economía de la Empresa (AEDEM).

7.3. Otros

1. Acosta, A. (2018). Directiva MIFID II: asesoramiento financiero dependiente o independiente. *Red Abafi* obtenido el 24/02/2018 de <http://www.redabafi.es/directiva-mifid-ii-asesoramiento-financiero-dependiente-independiente/>.
2. BBVA (2015). ¿Qué son los mercados Over the Counter (OTC). *Mercados financieros y economía Monetaria BBVA* obtenido el 05/03/2018 de <https://www.bbva.com/es/que-son-los-mercados-over-the-counter-otc/>.
3. BME (2017). Informe de mercado 2017. Web Oficial de Bolsa y Mercados Españoles, obtenida el 3 de febrero de 2018 de

- <https://www.bolsasymercados.es/docs/infmercado/2017/esp/IM2017.pdf>.
4. Cardona, H. (2018, 2 de febrero). Negociaciones algorítmicas de alta frecuencia. Cremades & Calvo Sotelo Abogados (obtenido el 26/03/2018 de <https://www.cremadescalvosotelo.com/noticias-legales/negociaciones-algoritmicas-de-alta-frecuencia>).
 5. CNMV (2017). Preguntas y respuestas sobre la aplicación de la directiva MIFID II. Web oficial CNMV obtenido el 03/02/2018 de https://www.cnmv.es/docportal/Legislacion/FAQ//FAQ_MiFIDII.pdf.
 6. CNMV (2017). Transparencia pre y post negociación. *Web Oficial de la CNMV. Publicaciones CNMV* Obtenida el 15/02/2018 de http://cnmv.es/Portal/MiFIDII_MiFIR/Mercados-Transparencia.aspx.
 7. CNMV (2017). Transparencia pre y post negociación. *Web Oficial de la CNMV. Publicaciones CNMV* Obtenida el 15/02/2018 de http://cnmv.es/Portal/MiFIDII_MiFIR/Mercados-Transparencia.aspx.
 8. CNMV, “Guía informativa de la CNMV; qué debe saber de las empresas de servicio de inversión”, *Comisión Nacional del Mercado de Valores*, 2006 (disponible en https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Guias/guia_empresasinversion.pdf; última consulta 20/03/2018).
 9. CNMV. (2017). Preguntas y respuestas sobre la aplicación de la Directiva MIFID II. Web CNMV obtenido el 25/02/2018 de https://www.cnmv.es/docportal/Legislacion/FAQ/FAQ_MiFIDII.pdf.
 10. CNMV.(2007). El ámbito de aplicación de MIFID. Web CNMV obtenido el 11/10/2017 de <http://www.gref.org/nuevo/docs/AmbitoAplicacion.pdf>.
 11. CNMV(2015). Consulta pública de ESMA sobre las directrices relativas a ciertos aspectos relativos a la evaluación de idoneidad en MIFID II. *Web Oficial de la CNMV. Publicaciones CNMV* Obtenida el 15/02/2018 de <https://www.cnmv.es/DocPortal/DocFaseConsulta/CESR/CPMiFidIIsuitability.pdf>.
 12. Deloitte Legal (2017).Directrices de EBA y ESMA sobre la evaluación de idoneidad de Consejeros de Entidades Financieras y de quienes desempeñen funciones clave. Centro de cooperación interbancaria obtenido el 26/02/2018 de <https://www.asociacioncci.es/noticias/directrices-de-la-eba-y-esma-sobre-la-evaluacion-de-la-idoneidad-de-los-miembros-del-organo-de-direccion-y-de-los->

- [titulares-de-las-principales-funciones-bajo-crd-iv-y-mifid-ii](#).
13. Departamento de supervisión ESI - ECA (2010). Guía sobre la prestación del servicio de asesoramiento en materia de inversión. Web CNMV Obtenido el 27/11/2017 de https://www.cnmv.es/DocPortal/GUIAS_Perfil/GuiaAsesoramientoInversion.pdf.
 14. Deutsche Bank Research. (2017, 2 de octubre). Los robo advisors estadounidenses ya gestionan más de 20.000 millones de dólares. *Funds Society*. (Obtenido el 24/03/2018 de <http://www.fundssociety.com/es/noticias/negocio/los-roboadvisors-estadounidenses-ya-gestionan-mas-de-20000-millones-de-dolares>).
 15. Deutsche Bank S.A.E (2015). Política de Salvaguarda de instrumentos financieros y fondos de clientes. Web oficial Deutsche Bank obtenido el 27/02/2018 de https://www.deutsche-bank.es/pbc/recfondos/pdf/avisos_politicas4.pdf.
 16. Dirección General del Mercado Interior. (2016). Documento de Trabajo de los Servicios de la Dirección General de Mercado Interior. Gobierno de España. Obtenido el 24/02/2018 de <http://www.uria.com/documentos/publicaciones/2720/documento/097mifid.pdf?id=2557>.
 17. EBA (2014). Guidelines on measures to reduce or remove impediments to resolvability. European Banking Authority. (Obtenido el 2/01/2018 de <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/933988/EBA-GL-2014-11+%28Guidelines+on+Impediments+to+Resolvability%29.pdf>).
 18. Esfera Capital (2015). Categorización y segmentación de productos MIFID. Esfera Capital Agencia de valores. Obtenida el 15/01/2017 de https://www.esferacapital.es/MarketMonitor/EP/ESF/Documents/ES/Categorizacion_y_segmentacion_de_productos_MIFID.pdf?Page=ESF_PUB_HOME&App=ESF&Skin=Capital_Public&Language=ES.
 19. ESMA (2017). Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements. European Securities and Markets Authority. (Obtenido el 5/02/2018 de http://www.rdmf.es/wp-content/uploads/2017/07/2017-esma35-43-748_cp_on_draft_guidelines_on_suitability.pdf.)
 20. European Banking Authority (2008). The Single Rule Book. *EBA Home*.

- Obtenido el 23/10/2017 de <http://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/single-rulebook>.
21. European Union Emissions Trading Scheme (2017). Organised Trading Facility (OTF). Emissions EUETS obtenida el 4 de febrero de 2018 de <https://www.emissions-euets.com/trading-venues/organised-trading-facility-otf>.
 22. Expansión (2017, 3 de junio). Robo Advisors, los asesores automáticos. Expansión. (Obtenido el 26/03/2017 de <http://www.expansion.com/ahorro/2017/06/03/59312771ca47417d518b4632.html#comentarios>).
 23. FinancialReg 360, S.L (2017). Memorandum on "best execution" of spanish listed equities in bme under MIFID II. FinReg360 Obtenido el 03/02/2018 de http://www.bolsamadrid.es/docs/SBolsas/docsSubidos/Best_execution_report_201611.pdf.
 24. Funds Society (2018, 2 de enero). La CNMV publica dos nuevos documentos sobre MiFID II/MiFIR: los límites a posiciones máximas en derivados de materias primas y las instrucciones de ESMA para FIRDS. Funds Society. (Obtenido el 4/02/2018 de <http://www.m.fundssociety.com/es/noticias/normativa/la-cnmv-publica-dos-nuevos-documentos-sobre-mifid-ii-mifir-los-limites-a>).
 25. Fuster, A.(2012). CFDs: mercado OTC. Rankia obtenido el 05/03/2018 de <https://www.rankia.com/blog/contratos-por-diferencias/1595398-cfds-mercado-otc>.
 26. Garcia, A. (2016, 24 de noviembre). Negociación algorítmica: Novedades legislativas en Europa. *Funds Society*. (Obtenido el 26/03/2018 de <http://www.fundssociety.com/es/opinion/negociacion-algoritmica-novedades-legislativas-en-europa>).
 27. Gómez, J.J. (2017 3 de diciembre). Asesoramiento independiente de verdad con MIFID II. El Independiente. (obtenido el 25/02/2018 de <https://www.elindependiente.com/opinion/2017/12/03/asesoramiento-independiente-de-verdad-mifid/>).
 28. KPMG abogados. (2017). DNI financiero (LEI). Legal alert. Obtenida el 30 de marzo de 2018 de <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/es/pdf/2017/12/legal-alert-lei.pdf>.

29. López, I. (2012). Leasing. Enciclopedia Financiera. (Obtenido el 11/10/2017 de <http://www.encyclopediafinanciera.com/diccionario/servicios-parabancarios.html>).
30. López, I. (2014, 14 de diciembre). Entidad de crédito. Expansión. (Obtenido el 11/10/2017 de <http://www.expansion.com/diccionario-economico/entidad-de-credito.html>).
31. Martín, P. (2017, 14 de agosto). Los bancos podrán crear supermercados de fondos sin ceder datos de los clientes. Cinco Días. (Obtenido el 20/03/2018 de https://cincodias.elpais.com/cincodias/2017/08/11/mercados/1502472625_346177.html).
32. Martín, S. (2017, 11 de septiembre). España. Cinco Días. (Obtenido el 20/03/2018 de https://cincodias.elpais.com/cincodias/2017/09/08/mercados/1504894731_184204.html).
33. Mazo, V (2016, 5 de abril). El retraso de MiFID II demora hasta 2018 la aplicación de las Directrices ESMA sobre productos complejos. Funds People. (Obtenido el 10 de marzo de 2018 de <https://es.fundspeople.com/news/el-retraso-de-mifid-ii-demora-hasta-2018-la-aplicacion-de-las-directrices-esma-sobre-productos-complejos>).
34. Mazo, V. (2014, 21 de mayo). El pago de retrocesiones a IIC e institucionales es renta sujeta a retención en el Impuesto de Sociedades. *Funds People*. (Obtenido el 1/12/2017 de <https://es.fundspeople.com/news/el-pago-de-retrocesiones-a-iic-e-institucionales-es-renta-sujeta-a-retencion-en-el-impuesto-de-sociedades>).
35. MEFF (2017). Nuevos sistema de negociación bajo petición. Bolsas y Mercados españoles obtenida el 4 de febrero de 2018 de http://www.meff.es/docs/docsSubidos/MiFID_esp/MEFF_Nuevo_Sistema_Negociación.pdf.
36. Navas y Cusi Abogados (2013). Depósitos estructurados: cambio de consideración cuando se trasponga la directiva MIFID II. Obtenida el 20/03/2018 de <https://www.navascusi.com/depositos-estructurados-cambio-consideracion-cuando-se-trasponga-la-directiva-mifid-ii/>.
37. Rodríguez, P (2012). La reforma de la MIFID: Protección del inversor. *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos*, (165-192) Obtenida el 25/10/2017 de

https://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:QTKVObKDEbgJ:https://www.fef.es/publicaciones/papeles-de-la-fundacion/item/download/312_2bc7ae4dc783bb36d65378c54ea4f007.html+&cd=1&hl=es&ct=clnk&gl=es&client=safari.

38. Romera, J.(2018, 15 de marzo). La CNMV obligará a los minoristas a reconocer por escrito que compran productos "difíciles de entender". *El Economista* (Obtenido el 23 de marzo de 2018 de <http://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/9007301/03/18/EconomiaA-La-CNMV-requiere-el-consentimiento-manuscrito-del-minorista-en-la-venta-de-productos-financieros-complejos.html>).
39. Sánchez Monjo, M. (2018, 13 de febrero). High frequency trading y el nuevo escenario de volatilidad en el marco de MIFID II. *Funds People*. (Obtenido el 3/01/2018 de <https://es.fundspeople.com/news/high-frequency-trading-y-el-nuevo-escenario-de-volatilidad-en-el-marco-de-mifid-ii>).
40. Unión Europea (2002). El Euro. (Obtenido el 27/12/2017 de https://europa.eu/european-union/about-eu/money/euro_es).