



Facultad de Ciencias Económicas Empresariales

ANÁLISIS DE LA EVOLUCIÓN DE LAS REGULACIONES MiFID Y SUS APORTACIONES A LA ÉTICA FINANCIERA

Autor: Miguel de Juan Ayesta
Director: Susana Carabias López

RESUMEN

El presente trabajo de fin de grado estudia la Ética Financiera, centrándose en el análisis de la profesión del banquero privado. Tras un análisis exhaustivo de la Ética Financiera, la regulación de la Unión Europea y de la profesión de banquero privado, se ha conseguido elaborar una definición de Ética Financiera y se ha cumplido el objetivo propuesto que se concreta en la recopilación de una serie de recomendaciones que buscan el desarrollo ético de la profesión. El trabajo concluye que se trata de unas recomendaciones que tienen por objetivo influir en los profesionales del sector y se espera que estén, en un futuro, contenidas en los códigos éticos del sector.

Palabras Clave: Ética Financiera, MiFID, recomendaciones éticas, banca privada, protección del inversor.

ABSTRACT

The present end-of-degree Project studies Financial Ethics, focusing on the analysis of the private banker's profession. After an exhaustive analysis of the Financial Ethics, UE regulation and the profession of private banker, a definition of Financial Ethics has been developed and the proposed objective has been fulfilled, which is concentered in the compilation of a series of recommendations that seek the ethical development of the profession. The Project concludes that these are recommendations that aim to influence professionals in the sector, and it is hoped to be contained in the ethical codes of the sector in the future.

Key Words: Financial Ethics, MiFID, ethical recommendations, private banking, investor protection.

ÍNDICE

1. Introducción.....	9
1.1. Propósito y contextualización del tema.....	9
1.2. Justificación.....	11
1.3. Objetivos.....	12
1.4. Metodología.....	14
1.5. Estructura.....	15
2. Ética Financiera.....	17
2.1. El concepto de ética en las profesiones financieras.....	17
2.2. La intervención estatal en el sector financiero para el establecimiento de la Ética Financiera.....	19
2.3. <i>CFA Institute</i> como institución pionera en la promoción de la Ética Financiera.....	22
2.3.1. Código ético: Standards of Practice Handbook.....	24
2.3.2. GIPS Standards.....	26
3. Análisis de la normativa vigente en la Unión Europea.....	29
3.1. Evolución de la normativa financiera sobre protección del inversor....	29
3.2. MiFID I y MiFID II: Markets in Financial Instrument Directives.....	32
3.2.1. Introducción a los reglamentos y las directivas: El derecho derivado vinculante de la Unión.....	32
3.2.2. Acogida de la nueva regulación europea en el sector financiero..	33
3.3. MiFID I: Directiva 2004/39/CE.....	35
3.4. MiFID II: Directiva 2014/65/UE.....	38
3.5. El Reglamento 600/2014.....	41

4.	La profesión del Banquero Privado y el desarrollo ético de su actividad. ...	43
4.1.	Principales fases en las que interviene.	43
4.1.1.	Planificación.....	43
4.1.2.	Ejecución.	48
4.1.3.	Revisión y <i>feedback</i>	50
4.2.	Entrevistas en profundidad a profesionales del sector.	51
4.2.1.	Diseño de la entrevista.	52
4.2.2.	Presentación de los entrevistados.	54
4.2.3.	Análisis de la información.	55
4.3.	Recomendaciones para un desarrollo ético de su actividad.	58
5.	Conclusiones.	64
Anexo 1.	Entrevistas.	66
	ENTREVISTA MiFID II: Juan Fontán, Andbank.	66
	ENTREVISTA MiFID II: Sergio Fernández-Pacheco, <i>Azvalor Asset Management</i>	70
6.	Bibliografía.....	76

1. Introducción.

1.1. Propósito y contextualización del tema.

Este trabajo tiene como propósito principal elaborar una serie de recomendaciones éticas, a modo de código, para el buen desarrollo de la profesión del banquero privado. Dichas recomendaciones se elaborarán a través de un estudio de la regulación actual del sector financiero que versan sobre la protección del inversor, en concreto, las Directivas MiFID I y MiFID II¹ (*Markets in Financial Instruments Directive*), las cuales han entrado en vigor tras la reciente transposición al ordenamiento jurídico español en octubre de 2018. Dentro de dichas directivas de la Unión Europea, este trabajo se centrará, principalmente, en lo relativo a la transparencia de las operaciones bancarias y a la protección de la clientela, ya que son los más relacionados con la profesión de la banca privada.

El mundo financiero siempre ha sido conocido como un terreno hostil en cuanto a las prácticas éticas se refiere. Se trata de un sector donde, según Fernández (2004), se han podido observar conductas de dudosa ética que han perjudicado a los inversores por lo que se ha visto necesaria la intervención estatal para la creación y armonización de un marco normativo que fomente el desarrollo de una ética, no solo en el plano teórico, sino que también se realice en el terreno práctico, como opinan Ansotegui, Gómez-Bezales y González Fabre (2014).

Esta necesidad, de crear una normativa que proteja a los clientes de los abusos de los agentes financieros, se ha acentuado aún más después de la última crisis financiera, donde se ha puesto de manifiesto que hay una falta de

¹ Con dichos nombres se hace referencia a las siguientes directivas de la Unión Europea: MiFID I se refiere a la Directiva (2004/39/CE), mientras que MiFID II se refiere a la Directiva (2014/65/CE).

Cuando se haga referencia a las directivas se hará de dos formas distintas en el presente trabajo de fin de grado:

1.^a Si se trata de un texto de contenido legal se acudirá a la forma más formal o numérica (Directiva 2004/39/CE o 2014/65/CE).

2.^a Cuando se mencione en un texto de distinto contenido al anterior, se hará mediante la que se observa en el párrafo donde se inserta dicha nota (MiFID I o MiFID II).

transparencia e información, de supervisión sobre los agentes del mercado, deficiencias en el funcionamiento... Así lo menciona la Directiva MiFID II en sus considerandos iniciales:

La crisis financiera ha dejado al descubierto algunos puntos débiles en el funcionamiento y la transparencia de los mercados financieros. La evolución de los mercados financieros ha dejado clara la necesidad de fortalecer el marco regulador de los mercados de instrumentos financieros [...] con el fin de aumentar la transparencia, mejorar la protección de los inversores, reforzar la confianza, abordar ámbitos no regulados y garantizar que se den a los supervisores las competencias necesarias para desarrollar sus cometidos. [...] Para luchar contra los posibles efectos perjudiciales de estos puntos débiles de los que adolece el gobierno corporativo, la Directiva 2004/39/CE debe complementarse con unos principios más detallados, así como con unas normas mínimas.

Las normativas sobre la protección del inversor son, por tanto, una reacción del Estado ante los abusos cometidos durante los últimos años en el sector de las finanzas. La primera normativa, MiFID I, surgió con el fin de ayudar y asesorar a los inversores ante la amplia gama de activos financieros que existen en el mercado (ETF's, futuros, opciones). Buscando una mayor transparencia y protección al exigir al banquero privado una serie de conductas, sin embargo, como hemos podido observar en la cita anterior, dicha normativa tenía puntos débiles que se han tenido que subsanar con la redacción de una segunda normativa europea: la Directiva MiFID II.

Además del MiFID II, hay que destacar también el Reglamento 600/2014 de la Unión Europea que, junto con la última directiva, conforman el marco legislativo de la protección del inversor. Sobre éste, solo se tendrá en cuenta para el presente trabajo con el fin de analizar el marco jurídico europeo actual poniendo más atención a las directivas.

1.2. Justificación.

Estamos ante uno de los cambios más importantes en el sector financiero en concreto en el desarrollo de la profesión del banquero privado, debido a que la situación que se ha creado tras la crisis financiera ha resultado ser tan destructiva que se ha puesto de relieve la necesidad de que los poderes públicos intervengan en pos de salvaguardar el interés común y defender a los clientes, como defienden Grossman y Stiglitz (1980). Es por esto por lo que el presente trabajo se va a centrar en el análisis de la regulación MiFID² y sus aportaciones para el buen desarrollo de la profesión de la banca privada desde un punto de vista ético, así como del estudio de la profesión misma a través de entrevistas a profesionales del sector.

Se trata, además, de un tema de actualidad e innovador en el mundo de las finanzas (la transposición de la normativa al ordenamiento jurídico español se realizó en octubre de 2018) y que cambiará, como ya lo está haciendo desde incluso antes de que sea exigible dicha normativa, la profesión del gestor de carteras en el ámbito de la banca privada, según la entrevista que realizó Miguel (2017) a Rafael Gascó, presidente de *Diaphanum Valores SV*. Este cambio se debe a que el gestor no solo tendrá que cumplir exigencias más rigurosas a la hora de prestar sus servicios para que se considere que su actuación ha sido ética, sino que, además, al estar impuesto legalmente, tiene detrás un componente determinativo que puede hacer que un comportamiento contrario a dichas normas pueda ser recriminado ante los tribunales por el perjudicado o por los supervisores del mercado.

Es un paso al frente para el mundo financiero, ya que se pretende imponer unos estándares de transparencia e información para la protección de la clientela además de unas exigencias a las grandes instituciones financieras, a través de otras directivas como las de Basilea, para que eviten el excesivo endeudamiento y la movilidad masiva de capitales a corto plazo que, en opinión de Ansotegui,

² Dentro de la normativa se incluye tanto la Directiva como el Reglamento vigentes.

Gómez-Bezares y González Fabre (2014), son las razones por las que se crean la mayor parte de las burbujas financieras.

Esta intervención puede verse, entonces, como una privación de la libertad del desarrollo de la actividad financiera, pero no es injustificada. Como se ha mencionado en el apartado anterior, se trata de una intervención del legislador (poder público), que se ha visto forzado a actuar por las circunstancias y controlar la actividad financiera para poner fin a los abusos que se han dado en reiteradas ocasiones por parte de las entidades financieras por el uso de prácticas poco éticas, como diría Fernández (2004), con el principal objetivo de cumplir el fin empresarial de obtener el máximo beneficio a costa de los clientes. Es también una forma de acabar con la permisividad que muestran los Estados ante dichos abusos por evitar establecer unas restricciones que hagan caer a dichas instituciones. Según Ansotegui, Gómez-Bezares y González Fabre (2014), ésto sería catastrófico para la economía, puesto que esta quedaría estancada.

Es por ello por lo que se trata de un cambio disruptivo en el sector bancario, ya que los supervisores nacionales, como la CNMV en España, estarán pendientes del desarrollo de la actividad empresarial de las instituciones con el fin de “*ofrecer a los inversores un alto nivel de protección*” como diría la Directiva MiFID II.

1.3. Objetivos.

El objetivo general de este trabajo, especificado en el primer apartado, es elaborar una serie de recomendaciones éticas para el desarrollo de la profesión del banquero privado tomando como fuentes la nueva Directiva MiFID II además de códigos éticos y normativas del *CFA Institute* que se estudiarán más adelante en el presente trabajo, para observar las aportaciones a la ética financiera sobre todo en el ámbito de protección del inversor y transparencia. Se concreta en los siguientes objetivos específicos:

- Realizar un estudio sobre las distintas fases en las que interviene un gestor de carteras (banquero privado): planificación, ejecución y revisión de

resultados y *feedback*; con el fin de elaborar un código que guíe al profesional para un desarrollo ético de su profesión.

- Comparar las aportaciones de las nuevas regulaciones (la nueva Directiva y el Reglamento, anteriormente mencionados) con respecto de las anteriores.

Se trata de observar la evolución normativa a lo largo de los años con el fin de discutir si las nuevas normas conseguirían poner solución a los casos poco éticos en relación con la transparencia, conflictos de interés, costes de la cartera y otros aspectos como el ámbito de aplicación.

- Investigar sobre los cambios que se producen en la profesión de los agentes financieros tras la transposición de la normativa MiFID II.

Se desea estudiar cómo cambia la profesión de los agentes que intervienen en el sector, centrándose en el papel de los gestores de carteras o banqueros privados, así como del papel de la CNMV como supervisor del mercado de valores español, a través de entrevistas en profundidad.

- Analizar si la nueva regulación supone un avance para la Ética Financiera.

Se tratará de discernir si se trata de la mera exposición de una ética de mínimos profesionales o, en cambio, una exposición que anima al profesional financiero a ir más allá en la aplicación de la ética financiera.

- Realizar una entrevista a un profesional de la banca privada con el fin de obtener información más práctica sobre la nueva regulación y la Ética Financiera.

Se desea saber cuál es la opinión del sector sobre la nueva regulación a través de una entrevista en profundidad. También se desea que el entrevistado aporte recomendaciones éticas con el fin de añadirlas al compendio de recomendaciones que se quiere elaborar.

1.4. Metodología.

Para llevar a cabo el estudio, se ha realizado una revisión de la normativa sobre la materia que se pretende estudiar. En primer lugar, se ha acudido a la Directiva MiFID I de la Unión Europea con el fin de observar cuáles eran las exigencias legales antes de la crisis que se produjo en el 2007 y poder establecer una comparación con la nueva normativa. En cuanto a la nueva normativa, se ha acudido al marco legal actual que consta de dos normas: por un lado, el Reglamento³ y, por otro, la Directiva MiFID II.

En segundo lugar, al ser la transposición de la Directiva muy reciente, se ha acudido a la literatura que versa sobre la normativa, en concreto a diversos artículos especializados como el de Göb (2017) en el cual se hace un análisis del artículo 24 de la Directiva 2014/65/UE, MiFID II. Además, también se ha querido enriquecer el trabajo con estudios de Fama (1970, 1991 y 1998) y otros autores como Grossman y Stiglitz (1980). Para encontrar dichas fuentes, se ha hecho uso de bases de datos, como EBSCO (*Elton Bryson Stephens Company*) y Google Scholar, principalmente.

Asimismo, ha sido necesario acudir a fuentes literarias que tratan la temática de la ética financiera. Entre estas fuentes encontramos principalmente los libros de Ansotegui, Gómez-Bezares y González Fabre (2014) y de Fernández (2004), ambos profesores de la Universidad Pontificia de Comillas. Para completar estos escritos sobre la ética, se usarán de base diversos códigos éticos como los que encontramos en el CFA Institute (*Standards of Practice Handbook*) o a la normativa GIPS (*Global Investment Performance Standards*) sobre transparencia y presentación de resultados.

Al tratarse de un cambio disruptivo en el sector financiero que hará cambiar la forma en la que el gestor de carteras desarrollará su actividad, como dijo Rafael Gascó en la entrevista de Miguel (2017), es un tema muy recurrente en

³ El Reglamento se refiere al Reglamento 600/2014 que completa el marco jurídico actual europeo junto con la Directiva 2014/65/CE.

el noticiero español, por lo que serán de apoyo bibliográfico algunas entrevistas y noticias relativas al sector de la banca privada.

Por último, para lograr el objetivo principal del trabajo, redactar unas recomendaciones de carácter ético para el desarrollo de la actividad profesional del banquero privado, se realizarán unas entrevistas en profundidad a profesionales del sector. Dichas entrevistas tendrán la finalidad de obtener información práctica relevante y recomendaciones de los propios trabajadores de cómo hacer su trabajo más ético y, también, de cómo se han tenido que adaptar a las nuevas normativas en las distintas fases que desempeñan al elaborar una cartera para sus clientes.

1.5. Estructura.

El presente trabajo de fin de grado está estructurado en cuatro capítulos distintos y anexos y bibliografía. La temática de dichos capítulos es la siguiente:

-Ética Financiera: en este capítulo se ha elaborado una aproximación al concepto de la Ética Financiera. Además, se inserta el debate que suscita la intervención del estado mediante normas en el sector financiero. Finalmente, se comenta la incidencia que ha tenido el *CFA Institute* en la promoción de la Ética Financiera.

-Análisis de la normativa europea vigente: se centra en el estudio de las directivas y reglamentos de la Unión Europea. Se hace un recorrido histórico de la normativa, así como un apartado que refleja la acogida de las nuevas normas en el sector financiero.

-La profesión del banquero privado y el desarrollo ético de su actividad: en este capítulo se explican las distintas fases o etapas en las que interviene el banquero privado o gestor de carteras además de las entrevistas que se han realizado a profesionales del sector. Por último, se recopilan una serie de recomendaciones para el desarrollo ético de la profesión de banca privada con el fin de cumplir el objetivo general de este trabajo.

-Conclusiones: finalmente se encuentra un capítulo donde se recogen las principales conclusiones a las que se ha llegado con el presente trabajo de fin de grado.

-Anexos y bibliografía: al final del presente trabajo, se encuentra el anexo referente a las entrevistas donde están recogidas las respuestas de cada uno de los entrevistados así como la bibliografía que se ha utilizado para este trabajo.

2. Ética Financiera.

2.1. El concepto de ética en las profesiones financieras.

La ética, en su término genérico, es una rama de la filosofía que se relaciona con el estudio de la moral y de la acción del hombre que, casi siempre, suele juzgar a posteriori dicha acción. Este concepto proviene de la palabra griega “*ethikos*”, la cual significa carácter o, según Aristóteles, costumbre, según la cual lleva a los hombres a actuar de una manera de acorde a los pensamientos de una sociedad.

Al ser la moral el objeto de estudio de dicha rama filosófica, hay que entender ésta como un conjunto de normas o costumbres que rigen las conductas de los hombres para que éstas puedan considerarse buenas. Por lo tanto, se trata de una reflexión racional sobre qué se entiende por una conducta buena, la cual se fundamenta en juicios o sentencias morales. Estos juicios morales son los que, de una forma enunciativa, exponen lo que es considerado bueno o malo en cuanto a una acción determinada.

La ética busca, por tanto, determinar cómo han de comportarse y actuar los hombres dentro de una sociedad determinada, a través del estudio de la moral. Esta determinación que trata de realizar la ética, hay que decir que no expone normas de cumplimiento coactivo, sino que simplemente trata de determinar dentro de la sociedad, según la teoría utilitarista de Bentham (2008), qué se considera una buena o mala actuación mediante estimaciones de las consecuencias que se derivarán de ella ante ciertas situaciones conflictivas.

Respecto de esta definición genérica de ética, se puede observar que está siempre supeditada a una sociedad determinada. Es decir, la concepción del mundo y de las cosas de una sociedad concreta, va a determinar, desde un punto de vista ético, qué es lo que está bien y lo que está mal. Por ello, como se ha mencionado antes, la ética deriva de la costumbre de dicha sociedad y es, por tanto, entendida como una ciencia subjetiva que depende del tiempo y del espacio en el que se represente.

Esa concepción de la sociedad que tiene elaborada sobre el mundo viene dada, principalmente, por la cultura social imperante en el momento. Sobre esto, Hart (2012) expone un ejemplo de una sociedad donde se concibe que la gente de color no es persona y debe ser cosificada y sujeta a la esclavitud. Por lo tanto, será considerada como buena la actuación de una persona que trata a la gente de color como un esclavo, ya que en dicha comunidad se les concibe como cosas. Lo mismo ocurre con la ética de las finanzas: ésta estará influida por la cultura social imperante donde tiene gran importancia, según Arbizu (2016), la cultura organizacional de cada empresa al decir lo siguiente:

El comportamiento ético en el sector financiero no puede descansar exclusivamente en normas positivas, sino que ha de anclarse en una cultura corporativa puesta en marcha a través de un sistema de cumplimiento. Este sistema requiere la formulación de unos valores y su puesta en práctica a través de un sistema en el que el compromiso y el ejemplo de la cúpula directiva, la extensión de su alcance a toda la actividad de la empresa y la puesta en marcha de políticas y procedimientos para su efectividad, incluidos los incentivos adecuados, son elementos esenciales de su éxito.

Después de observar el marco general de la ética, un buen número de autores defienden la importancia de la existencia de una ética que regule las operaciones financieras aparte de una normativa positiva que regule el mercado, ya que las consideran las principales causas de la última crisis. Por ejemplo, Fernández (2004) llega a decir que la actividad financiera tiene una dimensión ética “*innegable e insustituible*”, o Caínzos (2004) dirá que, aunque la ética financiera sea un tabú en nuestra sociedad, “*la importancia y la necesidad de un marco ético en la actividad financiera y en el gobierno corporativo de nuestras empresas*” es algo fundamental hoy en día. Otros autores, como Argandoña (2010), al relacionar la falta de ética con la crisis, resaltan la importancia de ésta diciendo que la ética seguramente no hubiera podido impedir la crisis financiera, pero sí haberla hecho menos probable y menos violenta y duradera.

Argandoña (2010) añade a esto la importancia de la influencia que tiene la cultura organizacional en el sector financiero y, en definitiva, en la ética del sector, como se ha comentado anteriormente. Sobre ello comenta que la crisis fue un fallo en la dirección, motivación, comportamiento de las personas, y que

por eso determinadas entidades que pusieron en marcha una cultura organizacional más resistente a los incentivos que se impusieron en la mayoría de las sociedades a principios del siglo XX (véase los incentivos por la colocación de hipotecas), aunque no hayan sido inmunes a los efectos perversos de la crisis, sí que han conseguido mitigar parte de ellos sin acudir, como dice Arbizu (2016), *“a ayudas públicas y sin faltar al cumplimiento de su cometido social”*.

Por lo tanto, con todo lo estudiado se puede decir que la Ética Financiera se puede definir como una ciencia que trata de determinar qué acciones del hombre, al actuar como agente financiero, son consideradas buenas o malas al estudiar las posibles consecuencias que se pueden derivar de dicha actuación ante ciertas situaciones de conflicto. Es por esto por lo que un buen número de autores, entre los que destaca Fernández (2004), resalten la importancia de la ética en el mundo financiero, ya que *“sin ética sería imposible la actividad financiera”*.

2.2. La intervención estatal en el sector financiero para el establecimiento de la Ética Financiera.

Se trata de uno de los temas más controvertidos en cuanto a la ética financiera. Como hemos observado en el apartado anterior, es necesaria una ética que rija las relaciones y las actuaciones de los agentes que intervienen en el mercado con el fin de determinar cuáles se consideran moralmente buenas o malas. Además, se ha mencionado la importancia que tiene la costumbre o la concepción de la sociedad sobre el sector financiero en concreto como ente susceptible de juicio ético. Por ello, se dice que, al establecerse una ética que rige el sector, se da la autorregulación del mercado, como defienden Fama (1991 y 1998) y Malkiel (2003 y 2005), pero, como se ha explicado antes en palabras de Arbizu (2016), ésta no goza del carácter coactivo por lo que también es necesaria la intervención estatal para regular el sector financiero y dotarlo de dicho carácter.

A lo largo del siglo XX y lo que llevamos del siglo XXI ha habido división de opiniones, según el momento en el que se encontraban la economía y los

mercados, respecto al nivel deseado de intervención estatal en el sector financiero. Ansotegui, Gómez-Bezares y González Fabre (2014, p.305) defienden que, en momentos de bonanza económica donde todo acompaña para poder realizar la actividad en el mercado sin grandes presiones, se prefiere una baja regulación estatal para evitar límites sobre la iniciativa y la innovación. En apoyo de esta teoría, se encuentran autores como el premio Nobel de 2013 Eugene Fama (2010) que apela a una mayor autorregulación del mercado frente a una mayor intervención estatal. En cambio, después de haber sufrido una gran crisis, no solamente económica, sino también de valores, como argumentan un gran número de autores como Arbizu (2016) o Argandoña (2010), se suele optar por una mayor intervención estatal con el fin de evitar que vuelva a ocurrir.

Estas dos posturas han convivido siempre durante estos dos siglos y, producto de los acontecimientos que surgen en la vida del mercado financiero, han ido aumentando o disminuyendo en cuanto a apoyos se refiere, según los vaivenes del mercado. Es decir, en momentos de bonanza existían más detractores de la postura que propone mayor intervención estatal, mientras que, después de haber sufrido las consecuencias de una crisis financiera, eran más propensos a adoptar las teorías intervencionistas de la doctrina contraria a ésta.

Sobre la teoría de la autorregulación solo se dirá que se trata de la aplicación de la Ética Financiera a cada una de las organizaciones o sociedades que operan en el mercado, lo cual se ha explicado en el apartado anterior. La aplicación de la Ética no excluye que el Estado deba intervenir, ya que los defensores de la autorregulación solo expresan que la intervención estatal sea menos rigurosa con el fin de favorecer la actividad financiera.

En cuanto a la otra postura, hay que decir que tras la crisis financiera que ocurrió en 2007, se está abogando por una mayor regulación e intervención estatal con el fin de proteger al inversor. En opinión de Ansotegui, Gómez-Bezares y González Fabre (2014, p. 306) una de las principales de esta crisis estuvo en la falta de *“regulación y de supervisión”* por lo que no les *“parece sensato defender una menor regulación”*. También Posner (2011) opina que la raíz de la crisis se debió a *“un fallo de regulación compuesto por una imprudente*

política monetaria y por la desregulación, la falta de regulación y la laxa-por excesivamente permisiva- regulación de la intermediación financiera". Pero, también hay autores que opinan que la causa de la crisis no es solamente de falta de regulación, sino que además añaden, como Argandoña (2010), la perspectiva ética diciendo que nos encontramos ante lo siguiente:

Una crisis ética, que se manifiesta en una crisis de dirección (management): fallaron las conductas de las personas que estaban al frente de organizaciones tan variadas como bancos, hedge funds, [...]. Y fallaron esas conductas porque lo hicieron los modelos teóricos y prácticos en que se inspiraban, y estos fallaron porque sus fundamentos antropológicos y éticos eran incorrectos.

Debido a los últimos acontecimientos en la historia del mercado financiero desde la crisis, dejar en manos de las empresas y de los agentes del mercado la autorregulación del mismo donde se pueden producir grandes masas de dinero parece insensato, ya que, como diría Smith (1776), *"en las relaciones de mercado no se puede esperar la benevolencia de las personas, sino solo la que derive de su propio interés"*. Otra de las razones por las que parece insensato dejar en manos de las empresas la autorregulación sin normas que restrinjan su actividad es la que se deriva del experimento de Milgram (1963). En dicho experimento, se quería demostrar que solo los alemanes, influenciados por la doctrina nazi y su gran disciplina, serían capaces de matar a través de descargas eléctricas a un alumno que fallase a la hora de memorizar (el experimento se basaba en aplicar descargas eléctricas, que iban en aumento hasta que la descarga fuera mortal, en el momento en el que fallaba a la hora de recitar lo memorizado). Al realizar, primero, el experimento en Estados Unidos pudo comprobar que más de la mitad habría aplicado dicha descarga mortal. Es por ello por lo que se dedujo que, hasta una persona sana, sin influencia de una doctrina extremista, es capaz de realizar monstruosidades morales si se le otorga el poder para ello, ya que estaría justificado y por eso es necesaria una intervención estatal que intente restringir esa actividad inmoral.

Por todo lo expuesto, se ha visto necesaria una intervención estatal como reacción a las dos principales causas de la crisis: la falta de valores y la laxa regulación. Esto se ha plasmado en dos situaciones que van de la mano: en

primer lugar, se ha elaborado un nuevo marco normativo a nivel europeo con el fin de defender al consumidor. En segundo lugar, las organizaciones han visto que es necesario un cambio disruptivo, como alega Rafael Gascó en la entrevista de Miguel (2017), en la forma de operar y que los consumidores exigirán, después de la crisis, un mayor compromiso ético por parte de las entidades financieras.

2.3. *CFA Institute* como institución pionera en la promoción de la Ética Financiera.

En la actualidad no solo existen fuentes legales que nos acerquen al concepto de Ética Financiera, sino que también existen instituciones que tienen como principal objetivo la difusión de conocimientos y una ética en el sector financiero como es la pionera institución *CFA Institute*.

La institución *CFA Institute*, que fue creada en 1947 bajo las siglas AIMR (*Association for Investment Management and Research*), es una organización, si bien tiene su origen en Estados Unidos, de carácter global sin ánimo de lucro de profesionales dedicados a la gestión de inversiones financieras cuya misión es liderar la profesión a nivel global mediante el establecimiento de los más exigentes códigos éticos y normas de conducta, niveles de educación y excelencia profesional. Entre las principales aportaciones a la ética encontramos dos textos: *Standards of Practice Handbook* (donde se contiene el código ético de los miembros del *CFA Institute*) y las normas GIPS (*Global Investment Performance Standards*). Ambas obras se presentarán en los próximos apartados.

Se trata de una de las instituciones privadas con más reconocimiento internacional en el sector financiero. Según el propio CFA, es una institución que tiene como principal misión el desarrollo profesional de los agentes del mercado (profesionales, directivos y otros tipos de profesionales del sector) con el fin de otorgar un valor añadido a través de la promoción de una ética financiera, la integridad del mercado y unas exigencias para el buen desarrollo de las profesiones financieras.

Estas profesiones comprenden tanto el sector *buy-side*, es decir, aquellos agentes financieros que trabajan dentro de una entidad con el fin de obtener beneficios con las operaciones financieras que ellos mismo realizan, como el *sell-side*, que son aquellos que tratan de asesorar a sus clientes para aumentar el patrimonio de éstos entre los que se incluyen tanto a los gestores de carteras, asesores financieros, analistas, etc. Es decir, todas aquellas profesiones dirigidas a la toma de decisiones de inversión.

Esta institución tiene una filial en España denominada *CFA Society Spain*. Dicha filial se constituyó en 1997 con los objetivos de:

- Fomentar la cultura financiera y de inversión favoreciendo unos principios éticos adecuados en el sector financiero.
- Promover la formación continuada, foros de discusión y comunicación entre profesionales tanto nacionales como internacionales.
- Apoyar al *CFA Program* como medio para mejorar la profesionalidad del sector.

Todos estos objetivos van dirigidos hacia la consecución de una meta coincidente con la finalidad principal de este trabajo: crear una ética financiera válida y que sea seguida por todos los agentes del mercado, ya que no solo tienen por objetivo exigir a sus miembros un determinado comportamiento, sino que buscan que éstos enseñen dichos comportamientos a aquellas personas con las que comparten profesión.

En este trabajo, se pretende analizar los textos más representativos de esta institución en cuanto a ética financiera se refieren. En concreto, como ya se ha comentado, acudiremos a aquellos textos que hablen sobre el desempeño ético de la profesión de un banquero privado (*Standards of Practice Handbook*) y a la protección del inversor a la hora de la presentación de resultados (*GIPS Standards*).

2.3.1. Código ético: Standards of Practice Handbook.

Se trata del principal documento que contiene todo el pensamiento y conocimientos éticos que pretende transmitir el *CFA Institute*. Está formado por tres secciones distintas: un preámbulo, el código ético y las normas de conducta profesional (a su vez, esta sección, está dividida en 7 apartados relativos a los distintos deberes y obligaciones del gestor de carteras). Dichas normas de conducta son exigidas por la institución a todos sus miembros a riesgo de ser expulsado de la misma si se demuestra un incumplimiento de las mismas. Además, tratan de que sus miembros extiendan entre los demás profesionales del sector dichas prácticas éticas con el fin lograr el propósito de establecer una Ética Financiera común en el sector.

En cuanto a la primera sección del documento que se refiera al preámbulo, se indica el propósito del CFA que ya hemos explicado anteriormente. Además, hace una breve introducción sobre lo que está contenido en las otras dos secciones posteriores y explica la importancia que tiene la ética en el sector de las finanzas para poder recuperar la confianza pública en los mercados financieros.

El código ético, la segunda sección, recoge, a modo de resumen, una serie de recomendaciones o normas que recogen todo lo que se va a explicar más adelante en el documento. Son seis:

- Actuar con integridad, diligencia respeto y de una forma ética con el público, clientes, trabajadores, compañeros de profesión y otros participantes del mercado financiero.

- Poner los intereses de los clientes y de su profesión por delante de los suyos propios.

- Actuar con la debida prudencia y ejercer criterios independientes al realizar análisis, asesoramiento, recomendaciones...

- Desarrollar su trabajo tratando de animar a otros a desarrollar su trabajo de manera profesional y ética, con el fin de favorecer el prestigio de los miembros del *CFA* y de los profesionales.

- Fomentar la integridad y la viabilidad de los mercados de capitales para el beneficio de la sociedad.

- Mantener y mejorar la competencia profesional de ellos mismos y de otros profesionales.

En cuanto al compendio de normas éticas que se recogen en la tercera sección, se trata de un estudio detallado de la profesión del gestor de carteras con el fin de establecer unas normas que busquen el desarrollo ético del trabajo y la respuesta esperada por un miembro del CFA ante diversas situaciones con las que se puede encontrar el profesional, por ejemplo, la aparición de conflictos de interés, la lealtad que debe al empleador y, también, los deberes para con el cliente.

El primer apartado de las normas es el referido a la profesionalidad que ha de tener el trabajador a la hora de realizar su trabajo, destaca la importancia de que el trabajador conozca y cumpla la ley aplicando siempre la más estricta que exista con el propósito de realizar su trabajo de la forma más ética posible. Además, debe realizar su trabajo de manera independiente, de forma objetiva y evitando las declaraciones falsas y una conducta impropia a la hora de presentar análisis, resultados y demás actividades de cara al cliente, al público u otros profesionales.

El segundo apartado se refiere a la relación que tiene el gestor de carteras con el mercado. En él se detalla la importancia que tiene la integridad del mercado y que ésta se mantenga. Se detalla, sobre todo, cómo debería actuar un miembro de CFA ante situaciones en las que se conozca información confidencial relevante, ante la cual, el gestor debe inhibirse de realizar cualquier operación.

El siguiente apartado, los deberes para con el cliente, es el más importante para el trabajo que se pretende realizar. En él se describe cómo ha de ser la relación entre el profesional y su cliente además de cómo ha de presentar resultados, así como las acciones que debe llevar a cabo para adecuar la cartera a las necesidades del cliente (esto se verá de una forma más detallada en el apartado de las fases en la profesión del banquero privado). También ha de

mantener la confidencialidad de la cartera de su cliente, así como de aquella información que, por desempeñar el papel de asesor, conozca por la confianza de su cliente.

Los apartados cuarto y quinto de las normas éticas se refieren a los deberes con respecto al empleador y al análisis de las inversiones, respectivamente. En cuanto al primero, solo destacaremos que el trabajador ha de tener lealtad con respecto a su empleador y ha de tratar de conseguir los objetivos que se le han propuesto, pero siempre respetando la ética y las normas de la profesión. El otro apartado trata de explicar cómo ha de ser la fase de planificación de una cartera (explicado en detalle en el apartado de las fases de la profesión del banquero privado) diciendo que el trabajador debe sacar conclusiones de su análisis y que éste ha de estar elaborado y sustentado en el apropiado estudio del mercado y sus oportunidades. Obviamente, se expresa la necesidad de que el trabajador comunique a su cliente todos los cambios que se realizan en la cartera y que trate de explicar todo de manera que el cliente siempre esté informado como se exige.

Por último, se detallan las normas de actuación de un miembro del CFA ante situaciones de conflictos de interés, diciendo que deben tratar de evitar los conflictos de interés en la medida en que les sea posible con el objetivo de mantener la independencia y la objetividad de sus operaciones.

En definitiva, se trata de un texto muy completo y que, en cierta manera, es una de las principales fuentes que se van a utilizar, además de las Directivas de la Unión Europea, con el propósito de elaborar el código que recoja las recomendaciones para el desarrollo ético de la profesión del banquero privado o gestor de carteras.

2.3.2. GIPS Standards.

Los *GIPS Standards* nacen a través de la creación y fundación dentro del *CFA Institute* en 1995, del Comité de los *Global Investment Performance Standards* a fin de desarrollar unas normas internacionales de cálculo y

presentación rendimientos de inversión, basadas en las normas de presentación de rendimientos de AIMR (*Association for Investment Management and Research*, antigua asociación que ahora se conoce como *CFA Institute*, como ya se ha explicado en el apartado anterior).

Más tarde, en 1998 se creó el primer cuerpo normativo, el cual se publicó en el año 1999 a través del IPC (*Investment Performance Council*), que sustituyó al anterior comité, para desarrollar y promover aún más las Normas GIPS. Desde su primera edición, las Normas GIPS han tratado de contener todo lo relativo a la presentación de resultados con el fin de conseguir su aplicación en el mayor número de países posible para estandarizar la presentación de resultados en el mundo. En un primer momento, trataron de recoger las especialidades de cada país donde se aplicaría (hasta unos 15 países antes de 2005), pero se vio que era más efectivo crear una norma global para evitar tener que introducir las variaciones locales. El resultado fue muy positivo y, en 2005, se consiguió que fuesen adoptadas por 25 países como norma común de presentación de resultados.

Finalmente, el IPC fue disuelto por el *CFA Institute* debido a que ya no era lo suficientemente operativo ante el ingreso de tantos países en la asociación, por lo que se decidieron a la creación de dos órganos: uno encargado de la toma de decisiones sobre las Normas GIPS, el Comité Ejecutivo GIPS; y otro encargado de facilitar la participación de los sponsors nacionales en el desarrollo continuo y promoción de las Normas GIPS.

Después de un acercamiento histórico de las Normas GIPS, hay que decir que son de gran importancia y se han de tener en cuenta las recomendaciones que están contenidas en ella a la hora de realizar el código. Sobre todo, será de gran ayuda para realizar recomendaciones en la etapa de revisión o *feedback* (detallada en un apartado posterior), ya que en esta normativa se explica detalladamente bajo qué principios y cómo se han de valorar los distintos tipos activos financieros que nos podemos encontrar en el mercado de capitales así como las pautas que se han de seguir para presentar y explicar los resultados

de la cartera al cliente con ejemplos de presentación según el tipo de activos que contiene la cartera.

Además, las normas son muy útiles debido a que contienen una serie de definiciones sobre términos financieros con el fin de aunarlas en un compendio y que el gestor, al adherirse a dichas normas, explique los términos de la misma forma en que lo haría otro miembro de un país distinto.

Con todo ello, se quiere resaltar la importancia del *CFA Institute* como la institución privada que mejor promueve el desarrollo ético de la profesión del banquero privado a través de las normas que se acaban de analizar en este trabajo.

3. Análisis de la normativa vigente en la Unión Europea.

3.1. Evolución de la normativa financiera sobre protección del inversor.

Antes de realizar un estudio detallado del marco legal actual que regula los mercados financieros y la protección del inversor, se va a hacer un recorrido de la historia reciente sobre la normativa en el ámbito europeo desde la perspectiva española.

En primer lugar, con el fin de entender la evolución de la regulación de los mercados, hay que mencionar que España, al entrar en la Unión Europea en el año 1986 tras la firma del Tratado de Adhesión, dejó en poder de dicha institución internacional la competencia para establecer normas sobre ciertas materias. Como uno de los objetivos de la Unión Europea, expuestos en el TFUE (1957)⁴, es el de establecer un mercado único estable entre los países miembros, se reservó, según el artículo 3 TFUE, la competencia exclusiva sobre los ámbitos de unión aduanera, normas de competencia necesarias para el funcionamiento del mercado interior y la política monetaria, por lo que España renunció a ellas para ser parte de la UE. Además, el mismo tratado, contiene otra serie de competencias compartidas entre el Estado y la UE con el fin de establecer un control sobre los países miembros. Estas competencias compartidas se encuentran recogidas en el artículo 4.2 TFUE donde destacan las materias de mercado interior y la protección del consumidor.

Dentro del ámbito de las normas de competencia necesarias para el funcionamiento del mercado interior y la protección del consumidor, que, como ya se ha mencionado, forman parte de las competencias compartidas de la Unión Europea, se encuentran las Directivas y Reglamentos que se van a estudiar en este epígrafe, ya que tratan de regular un mercado interior, como es el financiero, y proteger al inversor exigiendo la transparencia de las operaciones bancarias y otras exigencias que analizaremos más adelante. Al ser competencia compartida, según Sarmiento (2018, p.109-115), no significa que el Estado

⁴ Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, firmado en Roma en 1957.

español pueda elaborar una norma contraria a lo que dice la UE o a actuar de forma concurrente con la Unión, sino que estas competencias permiten a los Estados miembros actuar en ese ámbito determinado hasta el momento en que la Unión decida ejercer su competencia. Una vez ocurra esto, los Estados quedan privados de su competencia y todas aquellas normas que se hayan elaborado hasta la fecha estarán desprovistas de todo efecto en tanto en cuanto sean incompatibles con la normativa de la Unión.

Unos años más tarde de la entrada de España en la UE, se redactó la primera directiva relativa a los servicios de inversión en el ámbito de valores negociables (Directiva 93/22/CEE). Dicha directiva trataba de establecer las condiciones en que las empresas de inversión y los bancos autorizados podían prestar determinados servicios a la par, intentaba establecer unas normas para dotar al inversor de una protección mayor. Además, pretendía armonizar los requisitos de autorización inicial (entendida como aquella autorización que necesita una entidad para poder realizar su actividad en el mercado financiero) y funcionamiento de las empresas de inversión, así como las normas de conducta. Por último, trataba de contener algunas normas de funcionamiento de los mercados regulados.

De esta primera directiva simplemente destaca que es la base sobre la que se han elaborado las dos directivas más importantes hasta el momento en cuanto a protección del inversor: las Directivas 2004/39/CE y 2014/65/CE⁵. Además, se trata de una directiva bastante básica y que, debido al crecimiento del mercado financiero y al existir, en la actualidad, una gama mucho más compleja de servicios e instrumentos financieros, no se adaptaba a las nuevas exigencias con la entrada del siglo XXI.

Los cambios vertiginosos que se dieron en el ámbito tecnológico y financiero provocaron que la mayor parte de las normativas en materia financiera se quedasen obsoletas por lo que se produjo un intento de renovación. Es por ello por lo que, en el año 2004, se vio necesario elaborar una nueva directiva con el fin de ofrecer a los inversores una mayor protección. Debido a la existencia de

⁵ Se corresponden con las Directivas MiFID I y MiFID II.

una amplia gama de productos financieros, en su mayoría muy complejos, se decidió establecer una serie de exigencias a las instituciones de prestación de servicios financieros para que le otorgasen al cliente una información de calidad. Dichas exigencias se recogieron en la directiva conocida comúnmente como MiFID I (Directiva 2004/39/CE).

La evolución de los mercados financieros tras la crisis dejó clara la necesidad de fortalecer el marco normativo con el principal objetivo de aumentar la transparencia de las operaciones bancarias y de mejorar la protección del inversor. Además, se ha visto necesario establecer unas normas mínimas que contengan la supervisión efectiva a través de órganos estatales, como la CNMV en España, y que controlen el desarrollo de las operaciones para evitar una conducta incorrecta por parte de los proveedores de servicios financieros a los clientes, ya que dicha conducta puede desembocar en el perjuicio del inversor y en la pérdida de confianza. Para hacer frente a esos retos, la Unión Europea decidió crear un nuevo cuerpo normativo eficaz, capaz de evitar los problemas que se han sufrido durante y después de la crisis. Dicho cuerpo normativo, está formado por dos nuevas normas: el Reglamento y la nueva Directiva que sustituye a la anterior que queda derogada.

De esta manera, el 15 de mayo de 2014, entraron en vigor tanto el Reglamento 600/2014 como la Directiva 2014/65/UE, relativos a los mercados de instrumentos financieros. La directiva, más conocida en la actualidad como regulación MiFID II (*Markets in Financial Instruments Directive*) es la que viene a regular el desarrollo de la profesión del banquero privado, mientras que el reglamento simplemente regula el ámbito de aplicación y, de una forma más general, el funcionamiento de los mercados financieros, así como de los activos que en él se comercializan.

En el epígrafe que se presenta a continuación se realizará un estudio detallado de dicho marco normativo con el fin de encontrar en él los avances en cuanto a protección del inversor y a través de dicho estudio, conseguir elaborar recomendaciones éticas que se recogerán en un código en el siguiente epígrafe.

3.2. MiFID I y MiFID II: Markets in Financial Instrument Directives.

Tras haber elaborado un recorrido sobre la historia reciente entre España y la Unión Europea, se pretende realizar un estudio de la normativa que han supuesto un cambio en el mercado financiero actual. En concreto se hablará de las dos directivas más recientes en cuanto a protección del inversor, es decir, las directivas MiFID y también se hará una breve explicación del Reglamento 600/2014 que viene a completar la Directiva 2014/65/UE estableciendo un marco legal completo.

3.2.1. Introducción a los reglamentos y las directivas: El derecho derivado vinculante de la Unión.

El derecho derivado de la Unión Europea es aquel que proviene del derecho originario, es decir, proviene de aquellos tratados fundacionales (TUE⁶, TFUE...). Son aquellas normas que tratan de seguir los principios que emanan de dichos tratados con el fin de elaborar un cuerpo normativo a nivel internacional que está por encima, por el principio de primacía, del ordenamiento jurídico de cada Estado miembro.

En opinión de Sarmiento (2018, p.250) dentro de la categoría del derecho derivado encontramos el derecho vinculante (reglamentos y directivas) que es aquel que obliga, según el tipo de norma, a realizar un tipo de comportamiento por los Estados miembros a los que se dirige. Las principales diferencias que existen entre los reglamentos y las directivas se encuentran en el contenido y en la aplicabilidad de dichas normas. Por un lado, los reglamentos vienen a regular un contenido general, es decir, exponen la problemática desde una visión más general (por ejemplo, el mercado financiero), mientras que las directivas exigen un resultado concreto (la protección del inversor en el mercado financiero). Por otro, los reglamentos serán directamente aplicables desde la entrada en vigor

⁶ Tratado de la Unión Europea, firmado en Maastricht en 1992. Mayormente conocido como el Tratado de Maastricht.

establecida por ellos, mientras que las directivas necesitan de un procedimiento de transposición estatal para que posean de esa aplicabilidad a nivel estatal.

Como se ha dicho, según el artículo 288 TFUE, párrafo segundo, define el reglamento como un acto *“de alcance general [...] obligatorio en todos sus elementos y directamente aplicable en cada Estado miembro”*. En términos estatales, Sarmiento (2018, p.251) dice que podría asimilarse al término de ley ya que tiene una vocación de generalidad. Se trata, pues, de una ordenación abstracta y no individualizada de una materia en el ámbito de competencias de la Unión.

En cambio, la directiva, según el artículo 288, párrafo 3, es aquella que *“obligará al Estado miembro destinatario (en este caso, se dirige a la comunidad europea en su conjunto) en cuanto al resultado que deba conseguirse, dejando, sin embargo, a las autoridades nacionales la ejecución de la forma y de los medios”*. Según Pescatore (2006), las directivas no crean normas jurídicas, por lo que es necesaria esa colaboración estatal para transponer dicha normativa con el fin de que se desplieguen todos los efectos de la directiva.

En los siguientes apartados, se hará un análisis de lo más relevante de las directivas, en primer lugar, y del reglamento, más adelante, con el fin de entender el nuevo marco legislativo al establecer la comparación con la normativa precedente.

3.2.2. Acogida de la nueva regulación europea en el sector financiero.

En este apartado se pretende descubrir cómo ha sido recibida por el sector financiero la nueva Directiva MiFID II tras su transposición a la legislación española en octubre de 2018 en España.

En primer lugar, se habla de la regulación MiFID II como una revolución en cuanto a la protección del inversor y que se espera que realmente cumpla el objetivo de beneficiar al inversor en cuanto a los temas relativos a la transparencia y los costes como se dice en el artículo de Segovia (2019). Con esta nueva directiva se refuerza considerablemente la protección del inversor y

ha sido bien aceptada, sobre todo por los clientes de las entidades financieras, ya que han visto reforzada su situación y ahora tienen ventaja a la hora de negociar los costes y comisiones con el banquero privado debido a la gran transparencia del mercado.

Sin embargo, no ha sido tan bien aceptada por las instituciones financieras. En el artículo citado anteriormente, Segovia (2019), dice que *“la nueva normativa europea de inversiones ha sido el gran quebradero de cabeza del sector financiero”*, pero añade que *“los expertos esperan que cumpla su objetivo de beneficiar al pequeño inversor”*. No ha sido bien recibida por varias razones, que se exponen a continuación.

En primer lugar, la mayoría de las entidades financieras ha tenido que hacer frente a un montón de problemas entre los que destacan los ajustes organizativos que han tenido que realizar para adaptarse a la nueva normativa como la apertura de departamentos específicos de *“compliance”* encargados de comprobar que se cumpla la normativa. También, han tenido que cambiar la forma de presentar los costes al cliente, ya que la normativa exige una alta transparencia en este aspecto.

Los expertos en el asunto han comentado que esa exigencia de transparencia en los costes que cobran a los clientes provocará, según el artículo de Segovia (2019), *“una guerra de precios en el sector”*. Por ello, se puede decir que aumenta el nivel competitivo del sector lo que beneficia en gran medida a las grandes entidades financieras que se pueden permitir dicha *“guerra”*, puesto que poseen mayor margen operativo que las pequeñas empresas del sector que tenderán a ir desapareciendo si no se consiguen adaptar mejor que las otras. Esto va a provocar que se redefina la forma de prestar servicios en el sector de la banca privada sobre todo se va a tener que mejorar el nivel y la calidad de los servicios prestados para mantener un alto coste en relación con otras entidades, por ejemplo.

Otra de las razones por las que no ha sido bien recibida por el sector financiero es la que se refiere al momento en el que se ha lanzado la Directiva. La coyuntura económica actual no es propicia para las actividades de inversión

financiera y, junto con las nuevas exigencias que se exponen en la normativa MiFID II, han provocado malos resultados para las entidades financieras que han acusado el golpe por las recientes caídas en las bolsas.

Por lo tanto, es una normativa que ha surgido como necesidad tras la crisis del año 2007 con el fin de otorgar una mayor protección al inversor por lo que ha sido bien recibida por el público. Pero, además, acarrea consigo una serie de nuevos retos y problemas para las entidades financieras a los que se tendrán que adaptar lo mejor posible para no perder la posición competitiva que poseen.

3.3. MiFID I: Directiva 2004/39/CE.

En el año 2004 surgió la necesidad de elaborar una nueva norma, en forma de directiva, con el fin de armonizar las normas de funcionamiento de los mercados regulados. Esta necesidad surge principalmente de tres factores: (i) un aumento del número de inversores, (ii) una amplia gama compleja de servicios e instrumentos financieros y (iii) una evolución tecnológica que ha permitido el desarrollo de los diversos activos financieros de los últimos años.

Otro de los objetivos que se quisieron alcanzar fue el de incluir el asesoramiento de inversión dentro de aquellos servicios que están sujetos a autorización previa y someter el asesoramiento financiero a supervisión por parte del órgano encargado de dicha función en cada Estado miembro al que se dirige la directiva (en el caso de España, será la CNMV la encargada de realizar dicha supervisión sobre el mercado y los agentes).

Antes de entrar a analizar los principales artículos de la normativa, es necesario destacar que es, según se dice en los considerandos de la Directiva 2004/39/CE:

Un régimen general para la ejecución de operaciones sobre instrumentos financieros, independientemente de los métodos de negociación de empleados, con el fin de asegurar una buena calidad de ejecución de las operaciones de los inversores y de perseverar la integridad y la eficiencia general del sistema financiero.

Para llevar a cabo el análisis de la directiva, este trabajo se va a centrar en tres grandes bloques que son los más relacionados con el propósito del trabajo: (i) ámbito de aplicación, autorización y supervisión, (ii) disposiciones para garantizar la protección del inversor y (iii) transparencia.

En primer lugar, en cuanto al ámbito de aplicación de la directiva, se detalla en sus artículos 1 a 3, siendo el artículo 1 el marco general de aplicación. En su artículo 2 se expone a qué sujetos pasivos no se aplicará la directiva, donde destacan las personas que presten servicios de inversión exclusivamente a sus empresas matrices o filiales o que se dediquen a la gestión de sistemas de participación de los trabajadores. También se excluye a aquellas personas que presten servicios de inversión de forma accesoria siempre y cuando tengan un código deontológico que regule su actividad. Por último, aquellas empresas o personas que realicen coberturas a través de futuros, opciones u otros derivados siempre y cuando los negocien por cuenta propia. Es decir, todas las exclusiones de la aplicación de la directiva van dirigidas a aquellas personas físicas o jurídicas que realicen servicios de inversión para inversores profesionales (instituciones financieras, empresas...). Esto se debe a que dichos inversores no necesitan de mayor protección puesto que poseen de los conocimientos necesarios sobre los activos financieros que se les ofrecen.

En cuanto a las autorizaciones y a la supervisión por parte de un órgano estatal, destacaremos que la realización de actividades de inversión como profesión está sujeta a autorización previa y que ha de ser otorgada por la autoridad competente del Estado miembro que viene detallada en el artículo 48 (la CNMV). En dicha autorización se ha de especificar qué servicios o actividades puede realizar la empresa de servicios de inversión. La autorización se otorgará siempre y cuando la empresa cumpla los requisitos necesarios además de someterse a la supervisión de la autoridad competente que exigirá, según el artículo 5.3 de la directiva, que se someta a un registro público donde tendrá que aportar la información sobre los servicios que realiza y tendrá que ser actualizado de manera periódica. La autoridad competente podrá, además, revocar la autorización siempre y cuando se dejen de cumplir los requisitos y se vulnere el artículo 8 de la directiva.

En relación con las disposiciones para garantizar la protección del inversor, se encuentran, principalmente, en la sección segunda de la directiva. Hay que decir que el principal artículo en relación a esta materia es el artículo 19 que, según exige dicho artículo, los trabajadores deben actuar con *“honestidad, imparcialidad y profesionalidad, en el mejor interés de sus clientes”*, por lo que se sugiere un camino de creación de una ética financiera basada en esos tres pilares. Además, se añade que toda la información ha de ser imparcial, clara y no engañosa y que se ha de informar de toda la información necesaria y relevante al cliente (gastos asociados, sobre la empresa, sobre los instrumentos financieros) de modo que pueda entender los riesgos y los instrumentos que se le ofrecen.

Con el fin de dar el mejor servicio al cliente, se realizará un estudio detallado del cliente, poniendo especial atención a su situación financiera para poder ofrecerle el servicio de inversión que se adecúa a su perfil (realización del perfil del inversor). En relación a esto, la empresa deberá informar al cliente si comprueba que un instrumento financiero no se adecúa a su perfil. Por último, se exige que la empresa de inversión deberá realizar informes adecuados sobre el servicio prestado donde se incluirán los costes de las operaciones y servicios.

En este mismo apartado de la directiva, se exige, según el artículo 21, que la empresa de inversión tienen la obligación de ejecutar órdenes en las condiciones más ventajosas para el cliente.

Finalmente, en cuanto a la transparencia, que está contenida en la sección tercera de la directiva principalmente, hay que decir que las disposiciones se encuentran repartidas por la directiva, puesto que tienen mucho que ver con la autorización y supervisión y con las disposiciones de protección de la clientela.

En primer lugar, se hace referencia, en el artículo 9, a aquellas personas que realizan efectivamente las actividades de inversión a través de la empresa. En este artículo se exige que dichas personas gocen de honorabilidad y experiencia suficientes para asegurar una gestión adecuada y prudente. Esto no es más que exigir que las entidades sean transparentes al aportar información sobre sus banqueros privados con el fin de que puedan asegurar el mejor servicio de

inversión para el cliente. Como ya se ha mencionado, las disposiciones de transparencia tienen mucho que ver con las de protección de la clientela y autorización de las entidades de inversión.

Además, en el artículo 13 de la directiva, se exponen los requisitos de la organización en términos de solvencia, procedimientos dirigidos a evitar riesgos y conflictos de interés... Esta medida, a parte de ser de transparencia ya que ha de publicar al cliente cómo solventa las distintas problemáticas de la empresa, pertenece al grupo de normas sobre las exigencias para otorgar una autorización.

Otro artículo importante de la directiva es el artículo 18, relativo a los conflictos de interés. En él se expresa la necesidad de que las empresas tengan un sistema preestablecido de cómo solventar los conflictos de interés que puedan presentarse durante la prestación de servicios del cliente.

Por último, la sección tercera que se ha mencionado anteriormente habla de las obligaciones que tiene la empresa con respecto al supervisor del mercado interno (artículos 25 y siguientes). Son todas aquellas obligaciones de información que debe cumplir la empresa de servicios de inversión financiera, no solo con el fin de cumplir los requisitos para mantener la autorización, sino que, además, el supervisor exige la transparencia de las operaciones que realiza con el fin de perseverar la integridad del mercado.

3.4. MiFID II: Directiva 2014/65/UE.

Se trata de la reforma que se realizó de la anterior directiva en el año 2014. Surgió a través de la propuesta del Consejo de la Unión Europea ante los efectos nocivos de la crisis financiera que comenzó en el año 2007. Según varios autores, entre los que destacan Fernández (2004) y Ansotegui, Gómez-Bezares y González Fabre (2014), y la propia Directiva 2014/65/UE, debido a los frecuentes abusos por parte de las grandes instituciones financieras hacia sus clientes, se decidió elaborar una nueva directiva con unas exigencias mayores

con el fin de evitar dichos problemas e intentar restaurar la confianza en el mundo financiero.

Según el informe de PwC (2011)⁷ que elaboró sobre las consecuencias y las nuevas aportaciones que traería consigo la nueva regulación de MiFID, mencionó que en cuanto al ámbito de aplicación se “*ampliará la gama de instrumentos financieros a los que les resultaría aplicable la MiFID*”. Esto se aplicará siempre y cuando se cumplan una serie de requisitos que vienen expuestos en los primeros artículos de la directiva: objetivo de inversión a largo plazo, productos estructurados y comercialización activa a inversores minoristas. Además, se amplía el ámbito de aplicación a aquellos instrumentos financieros emitidos por la propia entidad financiera. Dichos instrumentos se sujetarán a unas exigencias de asesoramiento que anteriormente no tenían. Por ello, la nueva directiva dispone de una larga enumeración de empresas y servicios sometidos al ámbito de aplicación de la misma.

Existen cambios también en las normas de conducta exigidas por la nueva regulación. En primer lugar, anteriormente se estableció una diferencia entre productos complejos y no complejos, diciendo que será de los primeros de los que haya que informarse al cliente con más detenimiento. Sin embargo, con la nueva regulación, se propone restringir el concepto de instrumento no complejo con el fin de exigir que el banquero privado aporte una mayor información al cliente, lo que supondrá una mayor protección para éste.

Se incluye un avance importante en cuanto al servicio de asesoramiento en materia de inversión. La nueva directiva exige que se informe al inversor acerca de si su asesoramiento es independiente o no. Pertener al grupo de asesoramiento independiente implica que solo sea retribuido por lo que le paga su cliente, evitando así el cobro de incentivos por parte de los proveedores de instrumentos financieros, comúnmente llamadas retrocesiones (también se las conoce con la palabra inglesa de *rebates*). Además, si lo es, necesitará valorar un amplio número de instrumentos de diferentes proveedores donde no serían

⁷ PwC (abreviatura de *PriceWaterhouseCoopers*) es una reconocida empresa de consultoría que es considerada una de las *Big Four*, junto con Delloite, KPMG y EY.

admisibles los incentivos recibidos por la empresa por dichos proveedores por colocar sus productos, es decir, las retrocesiones, como ya se ha mencionado. Con respecto a esto, los banqueros privados tendrán que explicar por qué recomiendan invertir en ciertos instrumentos financieros de un determinado proveedor además de explicar cómo se adecúan a su perfil.

Se refuerzan las exigencias de información al cliente con el fin de que quede más protegido, sobre todo en los productos complejos o, también, en acciones o bonos que lleve consigo una compra o venta de algún tipo de derivados con el fin de obtener el resultado deseado, lo cual puede complicar la comprensión del cliente ante dicha propuesta por parte del banquero privado.

Uno de ellos puntos más positivos es el refuerzo de la responsabilidad civil de las entidades financieras que prestan servicios de inversión, lo que facilitaría las reclamaciones de daños por el incumplimiento de las normas incluidas en la nueva regulación (obligaciones de información, evaluación de idoneidad y conveniencia, ejecución óptima y gestión de órdenes de clientes).

También, hay que destacar que se sobre conflictos de interés, la directiva considera que ya existen suficientes medidas para evitar que se produzcan en perjuicio del inversor. Solo se clarifican definiciones relativas a dicho apartado. Además, en cuanto a supervisión, se ha hecho todo lo posible porque sea más efectiva que en el pasado aumentando las facultades de supervisión de las autoridades competentes y las sanciones, acercándolas a las de los países más exigentes. Un ejemplo es la prohibición que puede hacer que una entidad deje de prestar servicio de asesoramientos sobre determinados instrumentos.

Finalmente, hay que destacar que, en relación con la labor que desarrolla el gestor de carteras o banquero privado, se exige que éste tenga mayor cuidado a la hora de definir el perfil del inversor a través de la elaboración de nuevos test de conveniencia más exigentes. Esto se exige con el objetivo de proteger en mayor medida al inversor minorista para otorgarle un mejor servicio con la información adecuada sobre los distintos tipos de instrumentos que se le ofrecen, los gastos asociados a la cartera, los riesgos de los distintos tipos de activos. Todo ello se ha de adecuar al tipo de inversor que resulte de los test de

conveniencia y se ha de explicar en un informe por qué razones se le otorga tal condición a un determinado cliente (artículo 24 de la Directiva 2014/65/UE).

3.5. El Reglamento 600/2014.

Según los considerandos iniciales del mismo Reglamento, *“la nueva legislación debe constar de dos instrumentos jurídicos distintos, una Directiva y el presente Reglamento. Estos dos instrumentos deben constituir conjuntamente el marco jurídico que regule los requisitos aplicables a las empresas de servicios de inversión, a los mercados regulados y a los prestadores de servicios de suministro de datos”*. Con esto, se pretende dotar de una mayor seguridad jurídica al marco legal establecido por la Unión Europea con el fin de evitar un arbitraje regulatorio.

Se trata de una disposición directamente aplicable con virtud de regular el mercado interior de la UE, como se desprende del mismo Reglamento al decir que *“el objetivo del presente acto jurídico directamente aplicable es contribuir de forma determinante al buen funcionamiento del mercado interior”*.

Entrando dentro del articulado del Reglamento, se puede comprobar que el ámbito de aplicación, su artículo primero, es muy parecido al de la Directiva 2014/65/UE en el que se nota que se ha extendido dicho ámbito a más entidades con respecto al marco legal derogado.

En cuanto a la transparencia, es en el Reglamento donde el legislador ha decidido extenderse más, pero de una forma más general que en la Directiva. Esto se debe principalmente a que, como se ha explicado en el apartado relativo a la explicación de los reglamentos y las directivas en general, el reglamento goza de una aplicación directa sin necesidad de transposición. Por ello, todo lo expuesto en él es de obligado cumplimiento desde que entra en vigor, por eso decíamos que se asimilaba a la figura estatal de ley (véase la página 28 del presente trabajo). En cambio, las directivas, al no gozar de dicho carácter, es normal que contengan disposiciones que ayuden a cumplir el resultado.

En este apartado de transparencia el legislador dedica 11 artículos en los que hace referencia a las distintas exigencias que deben cumplir las distintas entidades financieras según su forma. También según sea en los momentos previos a la negociación de activos financieros o momentos posteriores de los mismos y otros requisitos adicionales para el caso de instrumentos más complejos, así como una mayor supervisión por el ente público encargado de cada país miembro.

Lo más llamativo del Reglamento es que trata de regular también cómo se han de realizar las operaciones con derivados por las diversas entidades financieras, como podemos observar en sus artículos 27 y siguientes.

Por último, al ser más general que la Directiva, trata de regular el mercado financiero interior y las empresas que han de ser consideradas como integrantes del mismo y por lo tanto susceptibles de aplicar lo que en dicha normativa se contempla. Además, dedica la última parte a los artículos relacionados con la supervisión efectiva de ciertas instituciones públicas, así como aquellas que deberán revisar que se cumplen los requisitos objetivos expuestos en el Reglamento y en la Directiva, así como otorgar las autorizaciones correspondientes para que las entidades puedan operar en el mercado, aunque en la Directiva se encuentra más detallado debido a su carácter específico.

4. La profesión del Banquero Privado y el desarrollo ético de su actividad.

4.1. Principales fases en las que interviene.

La profesión del banquero privado es comúnmente conocida como la gestión de carteras que, según Cervera Conte y Corzo Santamaría (2017), “*se trata de un proceso que combina de forma lógica una serie de actos para conseguir un resultado deseado*”. Es un proceso que se aplica a todo tipo de carteras, ya sean de renta variable o fija, con derivados, inmuebles, materias primas; y siempre en el mismo orden.

En este apartado, se hará un estudio de las distintas fases de este proceso con el fin de profundizar en la profesión de la gestión de carteras para, al final, elaborar las recomendaciones éticas para cada una de las tres fases que lo componen. Las fases son las siguientes:

4.1.1. Planificación.

Se trata de la fase más importante a la hora de elaborar y gestionar una cartera de activos. En esta etapa, el banquero privado debe poner toda su atención en los mercados y en las necesidades del cliente con el fin de conocer tanto la coyuntura actual como oportunidades de inversión que se puedan adecuar al perfil que elaborará del inversor.

Por todo ello, esta fase se caracteriza por estar dividida en dos momentos que se aunarán en la fase de ejecución (siguiente fase en el proceso de gestión de una cartera) y se conoce como la definición de la política de inversión. Los momentos de la definición de la política de inversión son los siguientes: formación de las expectativas de los mercados financieros y estudio o análisis del inversor.

En cuanto al primer momento, el banquero privado ha poner todos los conocimientos adquiridos en sus estudios sobre el mercado con el fin de elaborar

un análisis *top-down*. Este tipo de análisis, que difiere del análisis *bottom-up*, se basa en la realización de estudios macro de la economía, es decir, se estudian variables muy generales (PIB, empleo, coyuntura política) que den pistas al gestor sobre en qué estado está la economía actual y cuál puede ser el desarrollo de la misma tanto a corto como largo plazo, para después ir focalizando su atención en un sector concreto de un país determinado y así encontrar oportunidades de inversión.

No es más que un estudio previo, una especie de apoyo que sustente los análisis fundamentales, es decir, aquellos que a través del estudio de la contabilidad se obtienen previsiones de futuro sobre determinadas empresas o activos con el fin de tener la mejor información para el cliente. Es verdad que, en las grandes entidades financieras que tienen un departamento específico de banca privada, son los analistas o los trabajadores del departamento de *research* (aquel departamento dedicado a la búsqueda de toda la información necesaria de empresas con el fin de realizar los análisis fundamentales de las mismas que sustenten la elección de determinados activos financieros por parte del banquero privado) los que realizan dichos informes *top-down* para los banqueros privados con el propósito de agilizar el proceso y para que los gestores se dediquen más plenamente al asesoramiento del cliente. Aún así, un gestor de carteras debe tener un gran conocimiento sobre el mercado para poder comunicar dicho informe al cliente de manera que éste lo entienda a la perfección.

En cuanto al segundo momento, relativo al análisis del inversor, se trata de realizar un estudio individualizado y en profundidad del inversor con el objetivo de definir sus objetivos de inversión, conocer las restricciones que desea establecer el cliente (en dónde no invertir, por ejemplo), qué riesgo quiere asumir y la rentabilidad deseada. Para que el banquero privado pueda conocer todo esto, existen varias herramientas con las que debe trabajar: un test de conveniencia o idoneidad para ver las capacidades objetivas y los conocimientos de inversión que posee el cliente para que el banquero privado pueda asignar un tipo de cartera según el riesgo objetivo que pueda asumir y una entrevista personal en la que pueda conocer al cliente y saber las restricciones o rentabilidad y riesgos deseados.

Como ya se ha mencionado antes, el banquero privado no suele hacer los análisis macro por lo que se debe dedicar a la tarea de asesoramiento a fondo. El estudio del inversor es tan importante porque ayuda al gestor a definir unos objetivos realistas y a enseñar al cliente cómo funcionan los mercados financieros, los riesgos de invertir en ciertos activos y los riesgos que puede asumir. Además, la definición de los objetivos de la inversión será la referencia sobre la que, el cliente, podrá juzgar al propio gestor.

Para poder elaborar, entonces, la política de inversión se han de discutir los objetivos de la inversión. En este punto, se desea definir el riesgo y la rentabilidad que se quiere conseguir. Para poder medir el primero de ellos de manera objetiva, se envía al cliente el test de conveniencia e idoneidad, recordamos que se trata de una exigencia legal por aplicación del MiFID II, con el fin de que, con unas preguntas modelo establecidas por la UE, se consiga hacer un acercamiento al riesgo que puede asumir, así como su capacidad objetiva de hacer frente a una posible pérdida. Se trata del punto más importante que se ha de discutir puesto que, dependiendo del riesgo que el cliente pueda objetivamente asumir, se le podrá ofrecer una rentabilidad esperada mayor o menor.

Una consecuencia positiva de los test de idoneidad es que eviten los estados de euforia del inversor que, en ocasiones, tiende a subestimar el riesgo y prefiere tener una cartera más agresiva para así conseguir una mayor rentabilidad haciendo ver que objetivamente no puede afrontar dicho riesgo.

En la entrevista es donde se puede conocer al cliente más a fondo, ya que se trata de una entrevista basada en la confianza donde el cliente ha de exponer su situación al banquero privado. En ella el cliente podrá exponer las restricciones que desee sobre la actividad del gestor. Entre estas restricciones podemos encontrar, por ejemplo, las necesidades de liquidez del cliente a corto plazo, el horizonte temporal de la inversión, consideraciones fiscales, factores legales, zonas geográficas concretas en las que invertir. Es decir, hay libertad para establecerlas, pero condicionarán el binomio rentabilidad-riesgo. Las más importantes a tener en cuenta por parte del gestor de carteras son las dos

primeras, ya que si el cliente necesita hacer frente a unas deudas a corto plazo se habrá de elegir, por ejemplo, una cartera de bonos para que haya entrada de caja y así hacer frente a los pagos a corto plazo, pero al ser a corto plazo puede producir que el riesgo aumente (teniendo en cuenta este ejemplo que es a corto plazo).

Hay que decir que la información que se obtenga de la entrevista, que tiene un carácter más subjetivo, se ha de contrastar con lo obtenido en el test de conveniencia con el fin de concretar una cartera determinada para el inversor.

En esa misma entrevista, se debe informar al cliente de todos y cada uno de los costes asociados a las distintas carteras modelo que posea la entidad, ya que se trata de una de las obligaciones contenidas en el artículo 24. 4 y siguientes de la Directiva 2014/65/UE. Así está contenido en dicha directiva:

Se proporcionará a los clientes o posibles clientes con suficiente antelación información conveniente con respecto a la empresa de servicios de inversión [...] y todos los costes y gastos asociados. [...]

c) La información sobre todos los costes y gastos y asociados deberá incluir información relacionada tanto con los servicios de inversión como con los auxiliares, incluidos el coste de asesoramiento, cuando proceda, el coste del instrumento financiero recomendado o comercializado al cliente y la forma en que este deberá pagarlo, así como cualesquiera pagos relacionados con terceros.

La información [...] estará agregada de forma que el cliente pueda comprender el coste total así como el efecto acumulativo sobre el rendimiento de la inversión, facilitándose, a solicitud del cliente, un desglose por conceptos. Cuando proceda, esta información se facilitará al cliente de manera periódica, y como mínimo una vez al año, durante toda la vida de la inversión.

Es, por tanto, una obligación que todo banquero privado ha de comunicar, de la mejor forma posible, como dice la Directiva, al cliente. Además, dichos costes y gastos de la cartera influirán en los resultados de la cartera afectando directamente a la rentabilidad real de la misma (rentabilidad una vez deducidos

los costes asociados a la cartera, es decir, aquella rentabilidad neta que recibirá el cliente).

Un aspecto especialmente significativo es el papel que juegan las retrocesiones a la hora de presentar los costes al cliente. Las retrocesiones son un tipo de comisiones que el gestor recibe del distribuidor de fondos de inversión, quien anticipadamente las ha cobrado del inversor incluyéndolas en el precio, es decir, al colocar un cierto patrimonio en un fondo determinado, el gestor recibe una comisión que no es más que un descuento sobre lo pagado inicialmente. Se trata de una “retribución”, como dice Rafael Gascó en la entrevista de Miguel (2017), que debería recibir el cliente ya que es su patrimonio, pero, como el cliente desconoce de la existencia de la misma, son cobradas por el gestor. Esto ha sido causa de numerosos conflictos de interés ya que el gestor podía tender a realizar inversiones en aquellos fondos que otorgaran mayores retrocesiones incluso, en perjuicio de los inversores.

Hoy en día, con la nueva regulación MiFID, se ha conseguido evitar que las gestoras realicen este tipo de comportamiento de forma oculta, ya que ahora deben comunicar al cliente todo aquello que obtienen de él y de su patrimonio siempre y cuando se declaren como independientes. Sobre la importancia de la transparencia de costes y retrocesiones, el presidente de Diaphanum, Rafael Gascó, dice lo siguiente en la entrevista de Funds Society que se realizó en 2017, un año antes de la transposición de la Directiva:

Hay dos puntos críticos. Uno, la transparencia: el cliente debe saber cuánto paga y por qué paga para poder evaluar el servicio y la rentabilidad que obtiene. Y dos, el conflicto de interés: el cliente debe saber si está comprando productos que son gestionados por la propia entidad que le cobra por el asesoramiento, o si está invirtiendo en productos en los que las entidades financieras obtienen una retrocesión por la distribución de esos productos. El gran reto es cómo van a gestionar las entidades financieras ese conflicto de interés, porque nos podemos encontrar clientes con rentabilidades inferiores a lo que el banco ha ganado gestionando su dinero... y eso va a ser muy complicado de explicar.

Por lo tanto, el establecimiento de los objetivos surge de un análisis exhaustivo del inversor a través de lo que se observa en el test y en la entrevista

personal con el cliente. Con esa información, se elaborará la cartera en la fase de ejecución que se explica a continuación.

4.1.2. Ejecución.

Una vez elaborado el perfil del inversor y la política de inversión para un cliente concreto se procede a elaborar, en esta fase, la propuesta de inversión que es la asignación de pesos a distintos activos, es decir, la creación de la cartera personalizada para el cliente.

En primer lugar, a la hora de decidir qué activos van a componer la cartera, se ha de tener en cuenta el binomio rentabilidad-riesgo que se ha estudiado en la fase anterior. Cuando se elabora dicho estudio, los gestores de carteras asignan, en primer lugar, un tipo de cartera modelo que se corresponde con el binomio. Las carteras modelo varían según la institución financiera, pero suelen denominarse con los mismos nombres como se presentan en la *Figura 1*, siendo la cartera moderada la de menor riesgo y la agresiva la de mayor riesgo. Estas carteras modelo tienen definidos los pesos máximos para evitar que el banquero privado cometa una irresponsabilidad. En la siguiente tabla se pueden observar los pesos máximos que puede asignar el gestor según el tipo de cartera modelo que viene dado por el riesgo que puede asumir el cliente.

PERFIL CONSERVADOR		PERFIL MODERADO		PERFIL EQUILIBRADO		PERFIL AGRESIVO	
ACTIVOS	PESO	ACTIVOS	PESO	ACTIVOS	PESO	ACTIVOS	PESO
TESORERÍA	10%	TESORERÍA	10%	TESORERÍA	0%-10%	TESORERÍA	0-5%
RENTA FIJA	80%-90%	RENTA FIJA	60%-70%	RENTA FIJA	50%-60%	RENTA FIJA	0%-40%
RENTA VARIABLE	0%-10%	RENTA VARIABLE	20%-30%	RENTA VARIABLE	30%-50%	RENTA VARIABLE	60%-100%
RENTABILIDAD	BAJA	RENTABILIDAD	BAJA-MEDIA	RENTABILIDAD	MEDIA	RENTABILIDAD	ALTA
VOLATILIDAD(RIESGO)	BAJA	VOLATILIDAD(RIESGO)	BAJA-MEDIA	VOLATILIDAD(RIESGO)	MEDIA	VOLATILIDAD(RIESGO)	ALTA

Figura 1: Ejemplo de carteras modelo con respecto a los pesos y el binomio rentabilidad riesgo. Fuente: Propuesta Sr. Germain, de Juan, M. (2018).

Aun así, el gestor de carteras puede proponer una cartera modelo con distintos pesos de los establecidos por la institución financiera, por ejemplo, en una cartera agresiva, asignar mayores pesos a la renta fija que a la variable, pero siempre y cuando se cumplan tres condiciones:

1ª. Que el cliente esté de acuerdo con dicha propuesta y otorgue dicho poder al gestor.

2ª. Que se siga respetando el binomio rentabilidad-riesgo y las restricciones establecidas por el cliente.

3ª. Que la institución financiera para la que trabaje el banquero privado le conceda la discrecionalidad sobre la cartera modelo.

Una vez elaborada la asignación de activos y habiendo presentado la propuesta definitiva al cliente, debe ser aceptada mediante firma del cliente o su representante, acreditando que posee el mandato correspondiente, ya que se trata una de las obligaciones del contrato de agencia según Almoguera et al (2012), para que se lleven a cabo las operaciones de compra de la cartera. De esta manera, se pone en funcionamiento la gestión del patrimonio del cliente.

En esta fase, a la vez que se presenta la propuesta definitiva de inversión para el cliente con una cartera determinada de activos, se ha de informar al cliente de los costes asociados a esa cartera que se le ofrece. Es cierto que, anteriormente en la fase de planificación, se han de explicar los distintos costes, comisiones y retrocesiones que afectan al resultado de la cartera, pero se hace de una forma más general, ya que es en esta fase donde se pueden expresar de forma monetaria y son concretos. Es decir, en un primer momento se explican cuáles son los costes y en un segundo momento se expresan de forma concreta y en un tanto por ciento según la cartera ofrecida.

Hay que reseñar que esta gestión no ha de ser pasiva (entendida como aquella gestión en la que la cartera sigue un índice y se hacen mínimas correcciones), aunque puede serlo si así se estipula en el contrato. El gestor ha de estar pendiente de la cartera de su cliente y hacer los cambios correspondientes, siempre cumpliendo las tres condiciones anteriormente expuestas, con el objetivo de evitar que se produzcan pérdidas más elevadas de las esperadas, o que se ha encontrado una oportunidad de inversión mejor, etc.

Por lo tanto, en la fase de ejecución, se pretende elaborar una propuesta de inversión al cliente para que, una vez aceptada, se controle el desarrollo de esta y se facilite el mejor servicio al cliente.

4.1.3. Revisión y *feedback*.

Es la última etapa que realiza el gestor de carteras que consiste en realizar revisiones periódicas para controlar la cartera. El control realizado en esta etapa es muy parecido al que se realiza en la ejecución, pero en este caso se realiza mediante una entrevista ante el inversor. Es decir, el control que se realiza en la anterior fase es para evitar caídas anormales en la cartera o situaciones no convencionales, en cambio, la revisión se trata de explicar al cliente qué ha pasado con la cartera, si se han cumplido los objetivos, si se ha de hacer una reestructuración de mayor grado o, incluso, realizar una nueva propuesta de inversión.

La fase de revisión es de mucha utilidad para hacer cambios en la cartera modelo del inversor, puesto que la periodicidad de estas reuniones suele ser trimestral, aunque nada impide para que se realicen más y a distintos plazos. Durante ese período, se han podido producir cambios en la situación financiera del cliente por lo que sería conveniente que pasase de un perfil moderado a uno conservador, por ejemplo, o, al contrario, que la situación del cliente mejore, así como unido a una situación de bonanza económica permitiría pasar de un perfil equilibrado a uno más agresivo.

La parte más importante de esta última etapa es la presentación de los resultados de la cartera al cliente o *feedback*. Aquí, el gestor de carteras será evaluado por el cliente en cuanto a la calidad de su trabajo y debe saber comunicar perfectamente qué es lo que ha pasado desde que la cartera se empezó a ejecutar. Para ello, el gestor de carteras irá a la reunión con el cliente acompañado, normalmente, de un informe en el que se hace una comparación entre la cartera y el mercado para que el cliente pueda comprobar que el banquero privado ha podido o no batir el mercado, lo cual es uno de sus principales objetivos.

A la elaboración de este informe se refieren las normativas GIPS para presentación de resultados las cuales son unas de las más utilizadas por las

entidades financieras, ya que consiguen presentar de forma clara lo que se quiere transmitir al cliente de una forma ética y transparente.

Una herramienta muy útil para que el cliente evalúe al gestor, es aquella que realiza la comparación mediante un *benchmark* (uso de un índice bursátil o conglomerado para establecer una comparación con la cartera). Ante esto, pueden verse abusos de los gestores al querer utilizar un *benchmark* que no sea comparable con la cartera sabiendo que el cliente desconoce si está bien o mal hecha la comparación, por lo que se verán beneficiados en el *feedback*. Como ejemplo de esto, se puede decir aquel gestor que teniendo una cartera con solo el 15% del patrimonio invertido en Estados Unidos utilice un *benchmark* de activos exclusivamente americanos (S&P 500, DOW JONES...). Debería utilizarse, en cambio, uno que fuese más global. Es cierto que es muy complicado encontrar un índice que se adecúe a todas las características de la cartera, pero el gestor ha de intentar siempre escoger aquel que reúna más características en común. Esta será una de las principales recomendaciones que se recogerán en el código que se elaborará al final de este trabajo.

4.2. Entrevistas en profundidad a profesionales del sector.

Con el fin de aportar en el presente trabajo una información más práctica sobre la Ética Financiera y la relación que existe con la regulación MiFID II de la UE, se ha procedido a realizar entrevistas a profesionales del mercado financiero. En concreto, se han realizado dos entrevistas a dos profesionales que llevan más de 20 años en el sector de la banca privada, por lo que se ve cumplido el objetivo previsto de entrevistar al menos a un profesional de la banca privada. Debido a su gran experiencia en el sector se obtendrá una información muy valiosa de cara a realizar el objetivo principal de este trabajo: elaborar un compendio de recomendaciones éticas para el desarrollo de la profesión de un gestor de carteras o banquero privado.

Después de haber estudiado en profundidad la Ética Financiera, el marco jurídico europeo actual, con las regulaciones precedentes incluidas, y las

distintas fases en las que interviene el gestor de carteras al desempeñar su profesión, se observa que es necesaria una información adicional. Es por eso que se ha decidido utilizar la técnica de las entrevistas en profundidad con el fin de obtener la mayor información posible sobre este campo temático.

Se trata de una técnica cualitativa dirigida a la obtención de información del entrevistado sobre un tema que ha sido previamente objeto de estudio por la persona que entrevista, como es el caso. Lo que se pretende con este tipo de técnica es que el entrevistado dé más información que una simple afirmación o negación, por lo que serán recurrentes las preguntas que incitan al entrevistado a expresar su opinión sobre un tema concreto. Se trata, entonces, de una serie de preguntas abiertas con el fin de obtener la mayor información posible.

En los apartados siguientes, se explicará cómo se van a realizar las entrevistas en profundidad, así como las distintas preguntas que se harán en ellas. También se realizará una pequeña introducción de los entrevistados y un análisis posterior de la información.

4.2.1. Diseño de la entrevista.

Cada una de las entrevistas realizadas han tenido una duración de media hora, tiempo que se considera suficiente para lograr el objetivo de este trabajo. Para ello, se han seleccionado cuidadosamente cada una de las preguntas con el fin de obtener la información necesaria que aporte algo novedoso al presente trabajo. En concreto, serán once preguntas que se presentarán a continuación:

P1. (Sobre la acogida del MiFID en el sector, opinión del entrevistado) ¿Cuál es tu opinión sobre la “nueva” regulación MiFID que se ha transpuesto en España recientemente?

P2. ¿Crees que ha sido bien recibida por los agentes del mercado?

P3. ¿Crees que tu desempeño laboral ha cambiado desde la entrada en vigor de la regulación MiFID? Si es así, ¿podrías explicar en qué situaciones se ha notado más?

P4. Para entrar en el tema de los costes que vienen regulados en el artículo 24, ¿os habéis declarado como independientes y que opinión tenéis sobre el tratamiento de las retrocesiones o rebates?

P5. ¿Crees que con la regulación se ha mejorado realmente la protección del inversor como dice la misma?

P6. El trabajo de fin de grado que se está elaborando versa sobre la ética financiera, ¿Consideras necesaria la existencia de una ética financiera que regule el mercado?

P7. ¿Consideras que la intervención estatal (con la regulación actual) es necesaria para que el sector financiero recobre la “confianza” que muchos medios alegan que se ha perdido tras lo acontecido con la crisis de 2007?

P8. ¿Crees que la regulación actual puede entenderse como una intervención de los poderes públicos con el fin de establecer, en un futuro, una ética financiera al estilo de otros códigos que existen en otras profesiones como la abogacía o la medicina?

P9. ¿Consideras necesario que todas las entidades dispongan de un código ético que vaya más allá de las exigencias mínimas?

P10. En la entidad para la que trabajas, ¿Existe un código ético o alguna norma interna que trace una línea divisoria entre lo que está bien y lo que está mal?

P11. Como el objetivo de este trabajo trata de realizar una propuesta de código ético donde se recojan recomendaciones de actuación para un banquero privado, ¿podrías dar alguna recomendación, según tu experiencia en el sector, para poder realizar el trabajo de un banquero privado o gestor de carteras de una manera más ética? En el trabajo se han diferenciado 3 etapas distintas en el desarrollo de la actividad: planificación de la cartera (donde se da el test de conveniencia y las entrevistas con el cliente), la fase de ejecución donde se realiza la cartera para el cliente (cómo adecuarla al perfil del inversor obtenido en la planificación y presentar una propuesta de inversión al cliente) y una tercera fase de revisión y *feedback* (refiriéndose a los cambios que ha de hacer un banquero privado sobre una cartera, nuevas propuestas de inversión según los resultados obtenidos y el *feedback* que ha de dar al cliente, es decir, explicar cómo ha ido la cartera en relación con el mercado y cómo ha sido la gestión realizada-si ha sido buena o mala-).

En cuanto a la realización de la entrevista, se dio la opción a los entrevistados para que ésta sea presencial y por lo tanto hablada o, por el contrario, no presentada y escrita.

4.2.2. Presentación de los entrevistados.

Como se ha dicho anteriormente, se ha entrevistado a dos profesionales del sector de la banca privada. Los profesionales elegidos para las mismas cuentan con más de 20 años de experiencia en el sector, por lo que conocen perfectamente el funcionamiento del mismo. En este apartado se realizará una breve presentación de los entrevistados.

El primero de los entrevistados es Juan Fontán, actualmente es Responsable de *Family Offices* en Andbank. Empezó sus estudios de Empresariales en la UAM⁸ complementados con un MBA en *Drexel University*, Filadelfia (EEUU).

Su carrera profesional comenzó en Chicago en el departamento de *Capital Markets* en *Continental Bank*. Después de un año, fichó por Banco Santander ejerciendo el cargo de Subdirector General de Mercado de Capitales. Tras unos años en dicha entidad, se marchó a la filial española de *Schroders Spain*, donde fue el Director General de Private Banking hasta que empezó en Andbank.

El segundo es Sergio Fernández-Pacheco, Director Financiero y de Operaciones (CFO, *Chief Financial Officer*) y Socio fundador de la reconocida boutique de gestión de activos española *Azvalor Asset Management*.

Su trayectoria profesional comienza en Accenture, después de licenciarse en E3 (Derecho y ADE) en la Universidad Pontificia de Comillas-ICADE, en 1994 en el área de Servicios Financieros. En Accenture se encargó del desarrollo de proyectos de tecnología y reingeniería de procesos para diferentes entidades bancarias. Más tarde se incorpora a BBVA donde ha tenido varios puestos de distintas responsabilidades en las áreas de Expansión Corporativa, Banca

⁸ Universidad Autónoma de Madrid.

Privada, Banca de Inversiones y acabó como *Managing Director* (MD) de *Asset Management* desde 1997 hasta 2015.

Durante esa etapa de su carrera profesional en el Grupo BBVA ha sido, además, Presidente de Europea de Titulización S.G.F.T., S.A., miembro del Consejo de *Garanti Asset Management* (Turquía), miembro del Consejo de BBVA Suiza, y de otras sociedades del mismo Grupo.

Finalmente, decidió acabar su carrera profesional en el Grupo BBVA fundando la sociedad *Azvalor Asset Management* en noviembre de 2015, convirtiéndose en una de las mejores gestoras de fondos españolas, según Pérez (2017).

4.2.3. Análisis de la información.

Tras la realización de las entrevistas se ha comprobado que los entrevistados representan dos posturas distintas que se comentaban en apartados anteriores de este trabajo: una a favor de la intervención estatal y la consecuente creación de Ética Financiera a través del marco jurídico (Juan Fontán) y otra postura en contra del exceso de intervención y regulación estatal alegando que la Ética Financiera depende de las distintas organizaciones empresariales (Sergio Fernández-Pacheco).

En cuanto al contenido de las entrevistas, se ha decidido analizar y contraponer el pensamiento de ambos entrevistados en cuatro líneas temáticas diferentes: a) opinión sobre la nueva regulación, b) efectos de la nueva regulación en el sector, c) opinión sobre la necesidad de la intervención estatal y d) Ética Financiera. En el siguiente apartado de este trabajo, relativo a la exposición del código ético que se pretende elaborar, se analizarán y añadirán las recomendaciones que ambos entrevistados han querido aportar.

En primer lugar, ambos entrevistados están de acuerdo en cuanto a los objetivos que busca la nueva regulación que se ha analizado en este trabajo. Juan Fontán afirma que la nueva regulación conseguirá el objetivo de proteger al inversor ya que le otorga *“una posición de poder para negociar los costes con*

la entidad al conocer los costes de las entidades competidoras, debido a las exigencias de transparencia”. Sergio Fernández-Pacheco está de acuerdo con los objetivos buscados por la normativa, pero piensa que la normativa carece de claridad y que peca de complejidad diciendo lo siguiente:

Comparto los objetivos básicos de la directiva que entre otros son la mejor gestión de los conflictos de interés, el aumento de la transparencia de los productos financieros, sobre todo en lo relativo a costes y asegurar la adecuada formación y experiencia de las personas que tienen diálogo financiero con los inversores.

Coincidiendo en los objetivos es verdad que las medidas adoptadas para conseguirlos en algunos casos son complejas desde el punto de vista operativo (grabaciones, costes personalizados...) o en otros difíciles de explicar a los inversores (unbundling y su efecto en el TER de los fondos). Como en casi todas las novedades regulatorias creo que habrá que esperar a ver el impacto real de estas novedades a medio plazo para valorarlo con mejor criterio.

También, ambos coinciden al decir que se ha tardado demasiado en transponer la Directiva y que ha llegado en un momento muy adverso. Además, ha supuesto grandes complicaciones de adaptación para las entidades financieras, en concreto para los sistemas informáticos, como dice Juan Fontán.

Sobre los efectos que ha provocado la nueva regulación, Juan Fontán menciona que se ha aumentado mucho la competencia en el mercado, por lo que los gestores tienen que dar un salto en la calidad de sus servicios al cliente. Además, tendrán que justificar aún más sus decisiones y esforzarse por presentar bien los resultados y explicar los costes asociados a las carteras. Fontán añade que va a suponer una gran complicación para las pequeñas empresas de banca privada europeas, puesto que tendrán que hacer un gran esfuerzo por diferenciarse del resto para evitar desaparecer.

Por el contrario, Sergio Fernández-Pacheco se centra más en los requerimientos que la nueva normativa exige a los gestores diciendo que exige *“demostrar la experiencia y formación de los asesores y de las personas que tienen diálogo financiero con los inversores lo que ha supuesto que muchas personas de los departamentos comerciales hayan tenido que pasar exámenes de certificación para demostrar esa formación”.* Añade que aún es pronto para

saber los verdaderos efectos que traerá consigo el MiFID, pero que se irán viendo a medio-largo plazo.

Continuando con la entrevista, se ha podido observar que ambos entrevistados difieren en su opinión sobre la intervención estatal en el sector financiero. Fernández-Pacheco se posiciona en contra alegando que *“el mercado está ya muy regulado, seguramente hay exceso de regulación y de hecho la complejidad regulatoria está exigiendo un mayor gasto en asesores especializados en regulación y compliance por parte de las entidades”*. Opina que no es beneficioso para el sector un exceso de regulación puesto que ello ha provocado *“un aumento de la complejidad, costes e ineficiencias”*.

En cambio, Fontán defiende la intervención estatal al explicar el funcionamiento de los *rebates* diciendo que ha sido necesaria por los abusos cometidos por ciertos agentes del mercado, pero añade que se han visto perjudicados por el exceso de regulación que añadido al mal momento de la coyuntura económica actual ha supuesto complicaciones para el sector. Por ello se puede decir que se sitúa en un punto intermedio entre la teoría de la autorregulación y la teoría de la intervención estatal. Así lo expresó en la entrevista:

Para responder a esta pregunta tengo que comentar la importancia que ha tenido, en la nueva regulación el tema de los rebates (retrocesiones ya explicadas en el trabajo), con el MiFID I los gestores no tenían limitado, por exigencia legal, el cobro de dichas comisiones al colocar un capital en determinados fondos. Es por eso que el antiguo gestor, aun ofreciendo un buen fondo a sus clientes, tendía a elegir aquellos con mayor retrocesión, lo que suponía mayores beneficios para la entidad. El problema de esto es que el cliente no tenía ni idea de la existencia de dichas comisiones. Por eso ha tenido que entrar la Unión Europea, porque no ha gustado ese abuso [...].

Aunque ha sido un poco frustrante y complicada la adaptación de los sistemas informáticos para cumplir las demás exigencias, pero se ha beneficiado mucho al inversor. Creo que se han pasado un poco y ha llegado en un momento malo con los tipos muy bajos y, como sabes, eso para los bancos es muy negativo sobre todo para nuestro margen que ha empeorado mucho. Además, se ha juntado con caídas en las bolsas y los resultados no han ayudado.

Por último, al hablar sobre la Ética Financiera ambos están de acuerdo en que esta es necesaria, pero difieren en la forma en que ésta debe surgir en el sector. Mientras que Fernández-Pacheco aboga por la creación de una ética al estilo de la teoría de la regulación al decir que son las empresas las que deben establecer los códigos éticos propios, los cuales son distintos según las entidades, y que el Estado no debe intervenir en ello; Fontán dice que es necesario ambas cosas. Por un lado, la intervención de estado ha sido necesaria para evitar los abusos que se cometían con las retrocesiones y la falta de transparencia de las operaciones y, por otro, defiende que todas las empresas deben tener un código ético propio, pero opina que *“tiene que haber un código común, el sector se tiene que poner de acuerdo para establecer un código ético para evitar malas prácticas”*.

4.3. Recomendaciones para un desarrollo ético de su actividad.

Finalmente, dando cumplimiento al objetivo establecido, se ha elaborado una recopilación de recomendaciones para el desempeño ético de la profesión de banquero privado. Estas recomendaciones se fundamentan principalmente en la información que se ha obtenido de las entrevistas. También son conclusiones a las que se ha llegado tras el estudio que se ha realizado sobre la profesión del banquero privado.

Dichas recomendaciones se han ordenado de acuerdo con las tres fases en las que interviene el gestor de carteras al realizar su trabajo, pero hay algunas de ellas que por su importancia afectan a todo el proceso. Estas fases, como se expresó en apartados anteriores, son las siguientes: planificación, ejecución y revisión y *feedback*.

Con las recomendaciones éticas que se proponen a continuación, se pretende demostrar que las prácticas éticas en el sector de la banca privada son posibles. Además, se trata de ir un paso más allá de lo que exige la regulación, ya que el presente código se basa no solo en ésta, sino que también se acudirá

al código ético del *CFA Institute*, la normativa GIPS y a las entrevistas que se han realizado para este trabajo.

Por último, otro de los objetivos de esta recopilación es que sea fuente para la realización de códigos éticos dentro de las entidades financieras dedicadas a la banca privada, ya que pueden ser vistos como valor añadido por parte de los clientes.

Recomendaciones éticas

I. El gestor debe cuidar su formación con el fin de dar siempre el mejor servicio a su cliente.

Se trata de una recomendación que aparentemente parece obvia, pero, como dice Juan Fontán en la entrevista, *“la forma de ser éticamente correcto en este sector es conocer a la perfección el mercado y saber explicar cómo está al cliente. El gestor ha de estar en constante formación para dar siempre el mejor servicio a su cliente”*, por lo que se ha visto oportuno añadir esta recomendación como la que encabece el presente código de conducta.

En cuanto a la segunda parte del enunciado, *“dar siempre el mejor servicio al cliente”* se engloba toda la actividad del gestor de carteras. Este servicio ha de seguir las exigencias contenidas en el artículo 24 de la Directiva 2014/65/UE de actuar con *“honestidad, imparcialidad y profesionalidad en el mejor interés de sus clientes”*.

Además, se trata de uno de los principales fines de la institución *CFA Institute* como se comentaba anteriormente en este trabajo. Esta institución busca no solo la formación de sus miembros, sino que estos compartan dichos conocimientos con sus compañeros de profesión.

II. El gestor ha de actuar con la máxima diligencia a la hora de adecuar y elaborar las carteras conforme a los perfiles de riesgo de cada cliente.

Es uno de los principales objetivos que busca la normativa MiFID II. El gestor ha de respetar en todo momento el perfil que los test de conveniencia asignan a cada cliente. Es cierto que se trata de una exigencia legal, pero no deja de ser

una recomendación ética para aquellas entidades que no entran dentro del ámbito de la normativa.

Hay que decir que esta recomendación va más allá de lo que exige la regulación, ya que afecta también a las entrevistas de la fase de planificación donde el gestor debe informar al cliente de los riesgos de la inversión de forma que éste lo entienda. Además, este enunciado exige que el gestor tenga pendiente la situación económica y personal de su cliente a la hora de elaborar su cartera, por lo que deberá poner especial énfasis en la entrevista y tratar de averiguar las necesidades reales de su cliente. Para ello es necesario que haya un ambiente de confianza entre el gestor y su cliente.

III. El gestor debe hacer uso tanto de la información como de sus conocimientos sobre el mercado con el ánimo de servir a su cliente debiendo evitar siempre aprovecharse del desconocimiento del inversor para obtener beneficios personales.

Esta recomendación trata de evitar que el gestor pueda aprovecharse de ciertos desconocimientos del cliente sobre los mercados o su funcionamiento. Se debe aplicar en el momento de las entrevistas, tanto en planificación como cuando se presenta la propuesta de inversión al cliente, para evitar que el gestor trate de convencer al cliente para que acepte invertir en un lugar que en un principio no desea.

Esta recomendación se basa tanto en la regulación MiFID I y MiFID II como en lo que se recoge en el código ético del *CFA Institute*, cuando mencionan que se ha de actuar con diligencia en el uso de información y que han de explicar al cliente de tal manera que sea capaz de comprender la operación financiera en detalle.

IV. El gestor no ha de ocultar información deliberadamente al cliente y ha de hacer lo posible porque la información que presente sea lo más clara y concisa posible.

Se trata de otra de las exigencias más destacadas por el MiFID II. Se busca la transparencia tanto para con el ente público encargado de supervisar el

mercado como la transparencia en la relación gestor-cliente, para evitar abusos del gestor sobre el cliente.

Tampoco se considera válida la presentación de información o resultados en la que no se pueda observar con facilidad ciertos aspectos, ya que se puede entender como actuación dolosa de ocultamiento por parte del gestor. Sobre esto, el *CFA Institute* pone mucha atención y es uno de los pilares de la transparencia, tal y como se recoge en su código ético y en las normativas GIPS que nacieron con virtud de la exposición clara de los resultados para beneficiar al cliente.

V. El gestor ha de evitar los conflictos de interés de acuerdo con lo dispuesto en la Directiva 2014/65/UE.

Es una recomendación bastante obvia que va dirigida a aquellas entidades que no entran dentro del ámbito de aplicación de la nueva normativa. Esto se debe a la máxima que existe en el sector de servicios: *“prestar siempre el mejor servicio a tu cliente”*, lo que conlleva evitar perjudicar a un cliente ante una situación de conflicto de interés.

Es una exigencia legal de la nueva Directiva, pero se ha de hacer hincapié en todo código ético puesto que se trata de uno de los conflictos más importantes en este campo.

VI. El gestor tiene devolver al cliente las retrocesiones recibidas al cliente o, por lo menos, informar debidamente que las cobra por él.

En primer lugar, por estar recogido en la Directiva se ha de cumplir por todas aquellas empresas que entran dentro del ámbito de aplicación de la misma. Por un lado, aquellas entidades que se declaren independientes deberán devolver siempre las retrocesiones al cliente y las que se declaren dependientes podrán optar por hacerlo o no, por exigencia de MiFID II, pero siempre han de informar que las cobran para que su actuación sea considerada ética en virtud de la transparencia.

Incorporando la información de las entrevistas, Fontán cree que no es ético el cobro de las retrocesiones al decir que se trata de un abuso de las gestoras

frente a sus clientes, aunque dice que, si por lo menos se informa, deja de ser cuestionable éticamente. Con esta recomendación se quiere hacer énfasis en la falta de ética del cobro de retrocesiones. Por ello se propone la solución, a modo de ejemplo de que éstas deberían, no solo ser informadas, sino también susceptibles de negociación entre el gestor y el cliente con la posibilidad de establecer porcentajes de cobro de las mismas.

VII. El gestor debe informar de todos los costes asociados a las carteras de sus clientes y presentarlos de una forma comprensible y que se establezca una forma común de presentación.

Ha sido uno de los temas más controvertidos desde hace mucho tiempo y más tras la complejidad que se observa en la nueva regulación. En relación a los costes, hay numerosos tipos de comisiones, costes y demás gastos que se pueden cobrar al cliente, por lo que este puede llegar a desconcertarse ante distintas mediciones de las comisiones. Existen las comisiones de gestión, las retrocesiones y otras comisiones específicas de cada entidad. También existe conflicto al presentar los costes con la magnitud TER que recoge tanto los costes de gestión como otras comisiones, pero excluyendo los costes de transacción, por lo que el cliente se puede ver superado ante tanta variedad y disparidad de presentación.

Por ello, se propone que se establezca una forma única en el sector de presentación de resultados con el fin de que el cliente pueda entenderlo en cualquier institución financiera.

VIII. El gestor debe elaborar un informe detallado y explicar lo que ha ocurrido a la cartera de cada cliente en una reunión presencial o mediante el envío de dicho informe al cliente junto con otro informe explicativo del mismo.

Es otra forma de exigir transparencia total con el cliente al otorgar un servicio integral también a la hora de presentar resultados de la cartera. Tanto en el informe explicativo que acompaña al informe de resultados de la cartera como la reunión presencial ante el cliente se ha de intentar explicar con honestidad, imparcialidad y profesionalidad los resultados.

Lo mejor para el cliente sería que se aunaran las formas de presentación de resultados en todo el mercado, donde se recomendaría utilizar las Normas GIPS para presentación de resultados.

IX. El gestor intentará utilizar aquel *benchmark* que sea adecuado para realizar la comparativa entre la cartera y el mercado justificando su elección.

Tras la entrevista de Fontán, se comprobó que puede ser un avance para la Ética Financiera el que se exija dicha recomendación en los códigos éticos de las distintas entidades que conforman el mercado. Se añade, además, la necesidad de elaborar un informe o una justificación no solo para el cliente, sino que también podría ser objeto de estudio por el ente público encargado de supervisar el mercado en un país determinado.

Es una recomendación dirigida a la fase de *feedback* ya que es una forma que tiene el cliente de juzgar al gestor, pero si este siempre tiende a elegir un *benchmark* que le beneficie, aunque este no se relacione con la cartera, no podrá realizar ese juicio y valorar correctamente al gestor. Por ello, puede estar ante una situación de indefensión.

Para solucionar esto, se puede exigir que el *benchmark* utilizado para comparar el desarrollo de la cartera con el desarrollo del mercado tenga un 80% de correlación mínima, por ejemplo.

5. Conclusiones.

Tras haber realizado el presente trabajo se pretende analizar si se han conseguido cumplir los objetivos que se exponían en la introducción del mismo. También se comentará otra información relevante sobre el trabajo realizado con el fin de que otros investigadores deseen profundizar en el tema propuesto, como por ejemplo dónde puede ser perfeccionado, qué debilidades presenta y cuál es su aplicación práctica.

En primer lugar, al comprobar los objetivos expuestos en la introducción de este trabajo se puede observar que se han cumplido casi todos ellos, si bien algunos presentan carencias que pueden ser solventadas por siguientes estudios sobre la misma materia.

En cuanto al objetivo general del trabajo, elaborar una recopilación de recomendaciones éticas para la profesión de banca privada, se han conseguido elaborar nueve basadas en las fuentes que se han estudiado a lo largo del trabajo. Para futuras investigaciones, sería recomendable profundizar en los códigos éticos de las distintas entidades de banca privada del sector, con el fin de recopilar un código común a todo el sector.

Al observar los objetivos específicos, es cierto que se ha estudiado la profesión de la banca privada en sus tres etapas principales, pero, por la limitación del trabajo, no se ha podido profundizar totalmente. También se ha conseguido realizar una comparativa entre las directivas derogadas y las nuevas que regulan actualmente el sector, si bien es cierto que, para este trabajo, se ha centrado en los temas de transparencia y costes, pero se podría haber profundizado aun más en la supervisión por parte de los entes públicos encargados de dicho cometido.

Una de las hipótesis de la que partía este trabajo era la que se refiere al cambio que se esperaba que sufriera la profesión del banquero privado tras la nueva regulación. Se ha podido comprobar, a través de las entrevistas realizadas que esto no es así. Es cierto que se han tenido que adaptar los programas informáticos y que exige un mayor esfuerzo por parte del gestor de carteras, pero

que no ha supuesto un cambio en sus funciones como se esperaba al inicio de este trabajo.

Sin embargo, sí que se ha conseguido demostrar, también a través de las entrevistas, que la nueva regulación ha supuesto un avance para la Ética Financiera, ya que con ella se ha conseguido mayor protección para el inversor. Además, se ha conseguido entrevistar a más de un profesional del sector por lo que se ha podido observar que es cierto que existen dos posturas diferentes ante la intervención estatal sobre el sector financiero. Otro punto positivo de las entrevistas es que los entrevistados cuentan con más de 20 años de experiencia en el sector, por lo que se pueden considerar fiables. Sin embargo, es recomendable que, para siguientes estudios, se profundice aún más sobre la opinión del sector sobre la nueva regulación entrevistando a más profesionales.

Una de las debilidades de este trabajo puede ser el apartado sobre la opinión del sector y de los agentes del mismo sobre la nueva regulación MiFID II. Esto se debe a que acaba de ser transpuesta al ordenamiento jurídico español y todavía es pronto para juzgar si ha supuesto un avance o adolece de errores que deben ser subsanados en el futuro. Por ello, se recomienda profundizar en esta materia elaborando un estudio sobre dicha opinión tras el transcurso de más tiempo, además de un estudio sobre la satisfacción de la clientela que sustente con datos numéricos dicho avance.

Por último, se trata de un trabajo innovador puesto que se ha conseguido hacer una aproximación al concepto de la Ética Financiera, puesto que no se ha encontrado una definición de la misma en las fuentes a las que se ha acudido. Además, las recomendaciones recogidas en este trabajo tienen aplicabilidad práctica en el sector y pueden considerarse como un código que inspire al sector a elaborar nuevos códigos éticos que contengan dichas recomendaciones.

Anexo 1. Entrevistas.

ENTREVISTA MiFID II: Juan Fontán, Andbank.

P1.

Como dice Rodríguez Aviño, ya disponíamos del MiFID I por lo que muchas exigencias ya se pedían con esa regulación. Por ello, la acogida ha sido buena por parte de la mayor parte de los agentes del mercado en cuanto a los objetivos buscados por la Directiva.

P2.

Para responder a esta pregunta tengo que comentar la importancia que ha tenido, en la nueva regulación el tema de los rebates (retrocesiones ya explicadas en el trabajo), con el MiFID I los gestores no tenían limitado, por exigencia legal, el cobro de dichas comisiones al colocar un capital en determinados fondos. Es por eso que el antiguo gestor, aún ofreciendo un buen fondo a sus clientes, tendía a elegir aquellos con mayor retrocesión, lo que suponía mayores beneficios para la entidad. El problema de esto, Miguel, es que el cliente no tenía ni idea de la existencia de dichas comisiones. Por eso ha tenido que entrar la Unión Europea, porque no ha gustado ese abuso.

Así que es por eso que no ha gustado a algunas entidades. Aunque es cierto que se ha dado la posibilidad de que ellas mismas se declaren dependientes por lo que pueden ofrecer esos fondos con mayores rebates.

P3.

Creo que sí. Ahora, con la nueva regulación y las exigencias de transparencia, el cliente sabe exactamente lo que le cobran por el servicio. Por esto, ellos piensan: ¡Hala! Me cobran 10.000€ por la gestión, y ellos se creen que esos 10.000€ son beneficio neto, pero desconocen los gastos en los que incurre el sector. Por ello los gestores y los demás agentes nos tenemos que reinventar y sacar lo mejor de nosotros mismos con el fin de que los clientes acepten un alto pago de comisiones por el servicio integral que le otorgamos. Es decir, la nueva regulación ha supuesto que los gestores tengamos que aumentar la

calidad de nuestro servicio para poder justificar la diferencia de costes con otras entidades.

Además, la competencia en el sector ha aumentado muchísimo y ganar un cliente es muy difícil hoy en día. Creo que las pequeñas empresas de banca privada lo van a pasar mal a medio-largo plazo, por lo que tendrán que hacer un gran esfuerzo para evitar desaparecer del plano.

Por último, quiero destacar que hay exigencias que nos hacen justificar todo hasta el mínimo detalle. Es cierto que las exigencias son las mismas para todos, pero una forma de diferenciarse de los demás es la forma de presentar los resultados y justificar las decisiones mejor que la competencia.

P4.

Sobre esto ya lo hemos comentado y reafirmo lo que he dicho. En Andbank nos hemos declarado como independientes y por tanto devolvemos los rebates a los clientes, lo cual suele gustar mucho puesto que desconocían de ello.

P5.

Definitivamente, sí. Aunque ha sido un poco frustrante y complicada la adaptación de los sistemas informáticos para cumplir las demás exigencias, pero se ha beneficiado mucho al inversor. Creo que se han pasado un poco y ha llegado en un momento malo con los tipos muy bajos y, como sabes, eso para los bancos es muy negativo sobre todo para nuestro margen que ha empeorado mucho. Además, se ha juntado con caídas en las bolsas y los resultados no han ayudado. Pero creo que sí que ha mejorado, aunque a costa de un empeoramiento de las condiciones del sector.

P6.

Creo que es un buen punto y gracias a la regulación se ha aumentado la visión ética en el sector. Sería bueno que hubiese una ética común (que se está consiguiendo a través de la regulación), pero en cada organización tienen su código ético.

Tiene que haber un código común. El sector se tiene que poner de acuerdo para establecer un código ético para evitar malas prácticas.

P7.

Sí. Como ya he dicho, ha sido una reacción de la UE porque ha visto necesaria la actuación frente a los abusos en temas de comisiones y, en concreto, de las retrocesiones.

P8.

Sí, desde luego. No creo que sea como la medicina o la abogacía, pero sí que creo que ha contribuido a que los profesionales piensen bien cómo actuar ante ciertos conflictos éticos como los conflictos de interés.

P9.

Por supuesto que sí, Miguel. Nosotros en Andbank tenemos un código ético bastante exigente que tenemos que cumplir y que además supone un valor añadido para el inversor que decide optar por nuestros servicios. Aparte creo que es importante que las empresas tengan un programa específico de Responsabilidad Social Corporativa.

P10.

Ya contestada en la anterior pregunta.

P11.

En primer lugar, veo muy importante la forma en la que hay que presentar los resultados. Tienen que ser claros y concisos para que el cliente capte de verdad qué ha pasado con su dinero. También hay que saber asumir los errores y explicárselos bien al cliente sin poner tiritas. Por ejemplo, cuando eliges un *Benchmark* para comparar y demostrar como lo ha hecho la cartera con respecto al mercado, hay que intentar elegir el *Benchmark* que se adecúe a la cartera y no el que te beneficie a ti o empeore a otro fondo competidor.

También creo que es importantísimo en la fase de planificación el conocer perfectamente al cliente y en las entrevistas hay que ser cauteloso y comprender al detalle las necesidades de inversión del cliente. Además, la forma de ser éticamente correcto en este sector es conocer a la perfección el mercado y saber explicar cómo está al cliente. El gestor ha de estar en constante formación para

dar siempre el mejor servicio a su cliente. Si hay un gestor que no tiene ni idea de cómo funciona el mercado o no sabe de mercados, no está siendo ético.

Y sobre el *feedback* que se da al cliente, hay que ser responsable y justificar todo lo que se ha hecho con la cartera. Justificar bien significa exponer con honestidad los resultados obtenidos de manera que el cliente pueda entenderlo sin mucho esfuerzo, por lo que elaborar unos buenos informes es uno de los deberes del banquero privado.

ENTREVISTA MiFID II: Sergio Fernández-Pacheco, *Azvalor Asset Management*.

P1.

Comparto los objetivos básicos de la directiva que entre otros son la mejor gestión de los conflictos de interés, el aumento de la transparencia de los productos financieros, sobre todo en lo relativo a costes y asegurar la adecuada formación y experiencia de las personas que tienen diálogo financiero con los inversores.

Coincidiendo en los objetivos es verdad que las medidas adoptadas para conseguirlos en algunos casos son complejas desde el punto de vista operativo (grabaciones, costes personalizados...) o en otros difíciles de explicar a los inversores (unbundling y su efecto en el TER de los fondos). Como en casi todas las novedades regulatorias creo que habrá que esperar a ver el impacto real de estas novedades a medio plazo para valorarlo con mejor criterio.

P2.

Creo que los objetivos son compartidos por la mayor parte de los agentes. Es verdad que la directiva afecta de forma muy diferente a las entidades según su consideración de fábrica o distribuidor y sobre todo en función de la estrategia de comercialización. Los costes asumidos por las entidades con mayor número de fondos han sido elevados lo que claramente no es un factor que a tener en cuenta. Otro aspecto que seguramente el sector ha visto mejorable es el tiempo que se ha tardado en trasponer la Directiva y las dudas que ha supuesto dicha trasposición que en ocasiones ha hecho complicado para algunas entidades ir avanzando en los ajustes y medidas necesarias para cumplir con los nuevos requerimientos,

Los intermediarios financieros han sido uno de los agentes más afectados tanto por la reducción de los costes de brokeraje como por la de los costes del servicio de análisis que en muchos casos han supuesto revisión de las estrategias de negocio con ajustes de estructura por el menor nivel de ingresos.

P3.

No entiendo bien qué se quiere decir con desempeño laboral. Desde el punto de vista laboral, además del aspecto mencionado en la pregunta anterior, quizá destacaría la necesidad que exige la normativa de demostrar la experiencia y formación de los asesores y de las personas que tienen diálogo financiero con los inversores lo que ha supuesto que muchas personas de los departamentos comerciales hayan tenido que pasar exámenes de certificación para demostrar esa formación.

P4.

Nosotros no ofrecemos servicios de inversión. Sólo ofrecemos nuestros propios productos y no estamos afectos a esa exigencia. Nuestra política de distribución no se basa en la distribución por terceros por lo que no utilizamos retrocesiones.

Mi opinión sobre las retrocesiones es que son un incentivo que puede ser útil para algunas entidades pero que en todo caso deben ser transparentes de manera que el inversor las conozca y se deberían gestionar de manera que el asesor-comercial no tenga como prioridad maximizar los ingresos sino ofrecer la mejor cartera de productos a sus clientes (gestión adecuada de los conflictos de interés).

P5.

Como he comentado anteriormente ese es el objetivo principal de la directiva y en esa línea van las medidas aprobadas, pero creo que para analizar realmente el impacto será necesario esperar un plazo más amplio de tiempo. En otras geografías (como UK) regulaciones similares han tenido como resultado algunas consecuencias no deseadas por la normativa (como la salida del ámbito del asesoramiento de clientes con patrimonios inferiores a un determinado nivel por el coste que supone a las entidades ofrecérselo). Es verdad que en UK el modelo de distribución y la industria es diferente a la española por lo que el impacto no tiene por qué ser similar. Habrá que esperar y ver los resultados.

P6.

Yo creo que el mercado está ya muy regulado, seguramente hay exceso de regulación y de hecho la complejidad regulatoria está exigiendo un mayor gasto en asesores especializados en regulación y compliance por parte de las entidades. La ética financiera tiene que estar embebida en la propia regulación pero no debe ser el origen de una nueva oleada regulatoria. Lo que hay que tener es un entorno normativo claro, transparente que evite conflictos de interés y que permita a los agentes de mercado trabajar con eficiencia.

P7.

Como principio y sin concretar el alcance de la pregunta, no soy partidario de la intervención estatal en general y en especial cuando se trata de actividades privadas. Generalmente la intervención del estado supone aumento de complejidad, costes e ineficiencias. El poder legislativo y las autoridades con competencia en legislación (ministerios, supervisores...) deben centrarse en marcar bien las reglas de la industria que corresponda y dejar actuar a los agentes del mercado favoreciendo un entorno competitivo adecuado.

P8.

En abogacía y en medicina estamos hablando de códigos deontológicos muy generales que están muy alejados de la profundidad y exigencia que ya están operativos en los mercados financieros. Si se aplicaran exigencias similares a las del sistema financiero a la abogacía o a la medicina creo que supondría el colapso inmediato de esas dos actividades. Un cliente puede ir a una clínica de estética y operarse de lo que desee y el especialista no está obligado a pasarle un test de conveniencia que pueda dar como resultado que esa operación no le conviene (y que el cliente debe firmar antes de continuar), ni está limitado a cobrarle un precio medio de mercado o a demostrar que no tiene conflicto de interés. Los anuncios y la publicidad de clínicas médicas, dentales o de estética así como de despachos de abogados no creo que esté sujeta a la autorización previa de un organismo supervisor de esas actividades. La industria financiera está mucho más regulada que las dos industrias que se ponen como referencia

y sujeta a auditorías, inspecciones y obligaciones de información mucho más complejas.

P9.

Las entidades ya cuentan por requerimientos legales con Códigos Internos de Conducta que regulan la actuación de todos sus empleados en el ámbito de la actividad financiera. Son suficientemente extensos y detallados como para evitar los conflictos de interés. No hay códigos que eviten que un empleado cometa una infracción.

P10.

En todas las entidades reguladas existen una larga lista de procedimientos y manuales que regulan prácticamente todos los ámbitos de actuación. Se especifica la forma de actuar en cada departamento y se definen los procesos que debe seguirse en las funciones principales de las sociedades. Como he comentado la actividad financiera y la de gestión de activos en particular está muy regulada y eso supone una estandarización y sistematización de las actuaciones que pueden llevarse a cabo.

P11.

Todas las entidades de banca privada, así como las entidades gestoras, tienen procedimientos muy detallados de cómo deben realizarse las distintas fases que se detallan en la pregunta que básicamente suponen:

- Conocer al cliente
- Analizarlo
- Recomendar una propuesta de inversión adecuada a su nivel de rentabilidad/riesgo
- Ejecución y seguimiento de dicha propuesta

Lo que debe hacer el banquero es seguir las pautas indicadas en los procedimientos aprobados por el Consejo de Administración de su sociedad que a su vez han sido revisados por el supervisor y auditor correspondientes.

La ética es un término complejo de aplicar a la hora de regular una actividad porque seguramente puede tener consideraciones muy distintas según la persona, asociación o partido que la utilice. Los objetivos concretos de protección al inversor, transparencia y gestión de los conflictos de interés son fines que podemos considerar éticos y que ya están recogidos en la normativa actual.

Lo que en mi opinión debe reforzarse es la alineación de intereses de las entidades con los inversores bien mediante remuneraciones vinculadas a la rentabilidad de los productos ofrecidos a largo plazo, obligación de inversión en los productos de la propia entidad por parte de los empleados...

6. Bibliografía.

- Almoguera García, J., de Carlos Beltrán, L., Ibáñez Jiménez, J., Martín Baumeister, B., Martín de Vidales, M., Pardo Pardo, J.M., Prades Cutillas, D., Sánchez Graells, A., Sebastián, R., Veiga Copo, A.B. y Vives Ruiz, F. (2012). *Fundamentos de Derecho Empresarial. Contratación Mercantil. Tomo III*. Navarra: Aranzadi SA.
- Ansótegui, C., Gómez-Bezares, F., y González Fabre, R. (2014). *Ética de las finanzas*. Bilbao: Desclée de Brouwer.
- Arbizu, E. (2016, 8 de abril). La Ética en el sistema financiero. BBVA. Recuperado de <https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2016/04/LA-ETICA-EN-EL-SISTEMA-FINANCIERO.pdf>
- Bentham, J. (2008). *Introducción a los principios de moral y legislación*. (Spanish Edition). Buenos Aires: Claridad
- Camacho, I., Fernández, J.L., González, R., y Miralles, J. (2013). *Ética y responsabilidad empresarial*. Bilbao: Desclée de Brouwer.
- Carpintero, A. (2016, 14 de diciembre). MiFID y la retroactividad de las retrocesiones. *Expansión*. Recuperado de <http://www.expansion.com/especiales/pwc/2016/12/14/58512d41268e3e1e0b8b45b0.html>
- Cervera Conte, I. y Corzo Santamaría, T. (2017). *Gestión de carteras de renta variable*. Fuente no publicada, Universidad Pontificia de Comillas-ICADE, Madrid.
- CFA Institute (2014). *Standards of Practice Handbook*. Recuperado el 3 de enero de 2019 de <https://www.cfainstitute.org/ethics/codes/standards-practice-handbook>
- De Juan Ayesta, M. (2018). *Propuesta Sr. Germain*. Trabajo universitario, Gestión de Carteras. Fuente no publicada, Universidad Pontificia de Comillas-ICADE, Madrid.

- Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, 25, 383-417.
- Fama, E. (1991). Efficient Capital Markets: II. *Journal of Finance*, 46, 1575-1617.
- Fama, E. (1998). Market Efficiency, Long Term Returns and Behavioral Finance. *Journal of Financial Economics*, 49, 283-306.
- Fama, E. y French, K. (2004). The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence. *Journal of Economic Perspectives*, 18, 25-46.
- Fama, E. y French, K. (2010). Luck versus Skill in the Cross Section of Mutual Fund Returns. *Journal of Finance*, 65, 1915-1947.
- Fernández, J.L. (2004). Finanzas y ética. La dimensión moral de la actividad financiera y el Gobierno Corporativo. Madrid: Universidad Pontificia de Comillas.
- GIPS (2010). *GIPS Handbook*. Recuperado el 28 de diciembre de 2018 de <https://www.cfainstitute.org/ethics/codes/gips-code>
- Göb, W. (2017). Disclosure of costs and charges under Article 24 MiFID II. [Electronic version]. *Journal of Securities Operations & Custody*, 10, 18-28. Recuperado de EBSCO
- Grossman, S. y Stiglitz, J. (1980). On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. *American Economic Review*, 70, 393-408.
- Hart, H.L.A. (2012). *The Concept of Law*. Oxford: Clarendon Press.
- Malkiel, B.G. (2003). The Efficient Market Hypothesis and its Critics. *Journal of Economic Perspectives*, 17, 59-82.
- Malkiel, B.G. (2005). Reflections on the Efficient Market Hypothesis: 30 Years Later. *Financial Review*, 40, 1-9.
- Miguel, A. (2017, junio). Diaphanum: el significado de ser hijo de MiFID II [Electronic version]. *Funds Society España*, 6, 6-12. Recuperado de <https://www.diaphanum.es/wp-content/uploads/2017/06/ExtractoFundsSocietyN6Jun17RafaelGasco.pdf>

- Pérez, D. (2017, 15 de mayo). Mejores sociedades gestoras de fondos de inversión españolas. *Rankia*. Recuperado de <https://www.rankia.com/blog/fondos-inversion/3557894-mejores-sociedades-gestoras-fondos-inversion-espanolas>
- Pescatore, P., (2006). *L'ordre juridique des Communautés Européennes. Étude des sources du droit communautaire*. Bruselas: Bruylant.
- Prat, M., y Arroyo, A.M. (2001). *Ética Financiera*. Madrid: Universidad Pontificia de Comillas.
- Sarmiento, D., (2018). *El Derecho de la Unión Europea (Segunda edición)*. Madrid: Marcial Pons.
- Segovia, E. (2018, 13 de marzo). La MiFID II beneficiará al inversor por la transparencia y la guerra de precios. *El Confidencial*. Recuperado de https://www.elconfidencial.com/empresas/2018-03-13/mifid-inversor-transparencia-precios-bra_1534263/
- Smith, A. (1776). *Investigaciones sobre la naturaleza y causas de la riqueza de las naciones*. (Traducción de Alonso Ortiz, J.). Valladolid: Viuda e Hijos de Santander (Original en inglés).
- Unión Europea, Diario Oficial de la Unión Europea (1957). *Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea*. Recuperado de <https://www.boe.es/doue/2010/083/Z00047-00199.pdf>
- Unión Europea, Parlamento Europeo y Consejo. (2004). Directiva 2004/39/CE 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. Recuperado de <https://www.boe.es/doue/2004/145/L00001-00044.pdf>
- Unión Europea, Parlamento Europeo y Consejo (2014). Directiva 2014/65/UE relativa a los mercados financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE. Recuperado de <https://eur->

lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0065&from=ES