



FACULTAD DE DERECHO

LA PROTECCIÓN DEL INVERSOR EN LA NORMATIVA MiFID

Manuel Sanabria Greciano

5º E-3 C

Derecho Mercantil

Bruno Martín Baumeister

Madrid
Abril, 2017

RESUMEN

La normativa MiFID I, liderada por la Directiva 2004/39/CE, continuó el camino iniciado por su predecesora, la Directiva 93/22/EEC, orientado a conseguir un mercado financiero europeo integrado y eficiente, que garantizara la protección del inversor.

Las teorías de la asimetría de la información existente entre las empresas de inversión y sus clientes han motivado que se profundice aún más en este último campo. Este trabajo aborda las garantías que MiFID proporciona a los clientes, centrándose en los minoristas, así como la otra cara de la misma moneda, las obligaciones en las que aquellas se traducen para las entidades. En concreto, el trabajo se centrará en los cuatro puntos principales relativos a la protección al inversor: la evaluación de la conveniencia e idoneidad, el principio de ejecución óptima, la obligación de informar al cliente y la política de gestión de conflictos de interés.

Respecto a la primera de estas cuestiones, se examinan cuáles son los supuestos en los que cada uno de estos tests ha de ser llevado a cabo, analizando el alcance del concepto de asesoramiento financiero y de producto complejo. Además, se determinarán los requisitos de la información que ha de recabar la entidad para cumplir sus obligaciones al respecto, así como los criterios con los que los clientes deberán cumplir para considerar haber superado favorablemente los mismos.

En relación con el principio de ejecución óptima, se exponen cuáles son las variables que han de tenerse en cuenta y cómo han de ponderarse cada una de ellas para que las empresas de inversión cumplan con sus obligaciones. Asimismo, se prestará atención a cómo opera este principio en los supuestos en los que las entidades reciban instrucciones específicas de sus clientes.

En tercer lugar se analizará la extensión de la obligación de informar. En este sentido, se verá no sólo sobre qué aspectos ha de aportar la entidad información, sino también las características que esta ha de reunir para considerar que la empresa de inversión está cumpliendo con sus obligaciones. Además, profundizaremos en uno de los puntos más relevantes: la obligación de informar en relación con los distintos instrumentos financieros.

En lo que respecta a los conflictos de interés, analizaremos cuándo se considera que tienen lugar, así como las medidas que las empresas de inversión han de tomar para evitarlos, incidiendo en el enfoque preventivo que aporta la Directiva. Asimismo, se examina el supuesto de la revelación de la existencia de un conflicto de intereses y los requisitos con los que esta ha de cumplir para permitir afirmar que la empresa de inversión cumple con sus obligaciones al respecto.

Finalmente, el trabajo concluye con un cuarto capítulo en el que se analizan las principales novedades que introduce MiFID II, el siguiente paso de la Unión Europea, normativa que entrará en vigor a principios de 2018; respecto a los cuatro aspectos mencionados anteriormente.

Palabras clave: protección del inversor, MiFID I, MiFID II, test de conveniencia, test de idoneidad, principio de mejor ejecución, obligación de informar, conflictos de interés.

ABSTRACT

The Regulation known as MiFID I, introduced by the Directive 2004/39/EC, continued on the path started by its predecessor, the Directive 93/22/EEC, aimed at achieving an integrated and efficient European market that would ensure investor protection.

Also, the theories of asymmetries of information have called for further improvement on this area. This dissertation addresses the guarantees with which MiFID provides clients, focusing on retail ones, as well as the other side of the same coin – the obligations on which those are translated for the financial entities. In particular, this paper will focus on the four key aspects affecting investor protection: the appropriateness and suitability tests, the best execution principle, the obligation to inform the client and the managing of conflicts of interest.

Regarding the first of these points, it will be examined which are the cases on which each of these tests has to be carried out, focusing on the concepts of investment advice and complex product. Also, it will be determined what are the requirements of the

information that the financial entity must gather, as well as the criteria that clients must fulfill in order to consider that they have passed the tests.

With regard to the best execution principle, the main variables to be taken into account as well as how to weigh each of them are presented. Also, how this principle applies in situation that financial entities receive specific orders from clients will be set forth.

Thirdly, the scope of the obligation to inform will be analyzed. In this way, it will be addressed not only which specific pieces of information the financial entity has to provide the clients with, but also the criteria that this information must meet in order to consider that the financial entities are complying with their obligations. Also, we will delve into one of the most relevant points regarding this obligation: the obligation to inform about the several financial products offered.

With respect to conflicts of interest, when it is considered that they are taking place, as well as the concrete measures financial entities must take to prevent them are analyzed, focusing on the preventive approach hold by MiFID. Furthermore, it will be examined the case of disclosure of the conflict of interest, as well as the requisites with which it must comply in order to consider that the financial entity are complying with their obligations.

Finally, the dissertation concludes with a fourth chapter in which the key developments introduced by MiFID II, the next European regulation regarding financial markets, which will enter into force in January 2018; are examined.

Keywords: Investor protection, MiFID I, MiFID II, suitability test, convenience test, best execution principle, obligation to inform, conflicts of interest.

Índice

1. Introducción	1
2. MiFID: Contextualización	3
2.1 Objetivos de MiFID	4
2.2 Los cuatro niveles (Proceso <i>Lamfalussy</i>)	6
3. La protección del inversor bajo MiFID	9
3.1 Tipología de productos financieros bajo el paraguas de MiFID	9
3.1.1 Productos financieros complejos y no complejos	11
3.2 Clasificación de clientes.....	14
3.3 Test de idoneidad y test de conveniencia	17
3.4 Principio de ejecución óptima	23
3.5 Obligación de informar	27
3.6 Gestión de conflictos de interés	30
4. Modificaciones en la protección del inversor de MiFID II	35
4.1 Test de idoneidad y test de conveniencia	35
4.2 Principio de ejecución óptima	37
4.3 Obligación de informar	38
4.4 Gestión de conflictos de interés	39
5. Conclusiones	42
5.1 Conclusión primera	42
5.2 Conclusión segunda	43
5.3 Conclusión tercera	44
5.4 Conclusión cuarta	45
Bibliografía	47

1. Introducción

La integración de los mercados financieros es un elemento esencial para el proyecto europeo. La remoción de barreras a las transacciones financieras y a la inversión son elementos muy relevantes para la obtención de un mercado eficaz y competitivo. Los legisladores europeos creen que este objetivo es plenamente compatible con los valores de la Unión Europea. De este modo, la protección de la inversor en este desarrollo del mercado europeo no ha sido percibida como una traba, ni siquiera como un objetivo colateral, para la consecución del deseado nivel de unidad – todo lo contrario, como afirmaba Steven Maijoor, presidente del ESMA, en la Conferencia Internacional del Inversor de 2014, un mercado único común no puede alcanzarse si no se establece sobre la base de un elevado nivel de confianza entre todos los inversores de los mercados financieros.

No obstante, existen algunos autores, como Enriques (2005) quienes consideran que, en realidad, la protección del inversor se ha constituido como un objetivo instrumental, subordinado a la obtención de un mercado eficiente. En otras palabras, que esta encuentra su razón de ser en la necesidad o deseo de alcanzar el mercado único. Sea esto cierto o no, lo que está claro es que la normativa desarrollada en referencia a la obtención de un mercado único ha implicado toda una revolución del régimen de protección al inversor existente en la mayoría de Estados miembro.

La relevancia de esta normativa en la historia normativa de la Unión Europea queda también plasmada en la constitución de un comité específico para idear la forma idónea para llevar a cabo el desarrollo legislativo de la normativa de los mercados financieros, un proceso al que se conoce con el nombre de Lamfalussy, en honor a su presidente. El resultado de este fue el llamado sistema de 4 niveles, en el cual las normativas más básicas serían las de nivel 1, que se complementarían con directivas y reglamentos de nivel 2 y con normas no vinculantes o recomendaciones de nivel 3 y 4. El objetivo de este sistema era dotar de una base sólida a la nueva normativa a la vez que permitía disponer de la flexibilidad necesaria para adaptarse a los cambios imprevisibles de unos mercados financieros cada vez más desarrollados.

Así nació MiFID (Markets in Financial Instruments Directive) en 2004, estableciendo las bases de lo que se pensaba sería una legislación duradera sobre la que se asentaría el desarrollo de los mercados. Sin embargo, algunas ineficiencias y, sobre todo, los problemas que la crisis financiera de 2007 puso de relieve, llevaron a la Unión a preparar un nuevo paquete legislativo, conocido como MiFID II, el cual entrará en vigor a comienzos del año 2018.

En este trabajo se abordan los puntos esenciales relativos a la protección del inversor, a saber: la evaluación de idoneidad y de conveniencia, el principio de mejor ejecución, la obligación de informar y la gestión de los conflictos de interés. En el tercer capítulo se analizan las medidas introducidas por MiFID I en relación con cada uno de estos aspectos. El cuarto capítulo expone las principales novedades que MiFID II introduce en cada uno de estos puntos. Examinar las novedades que la Unión ha considerado necesarias introducir para garantizar la protección del inversor permitirá al lector comprender mejor cómo han funcionado en la realidad financiera las medidas legislativas, comprobando en qué puntos se ha necesitado incidir más para asegurar que la normativa alcanza sus objetivos.

En este sentido, es interesante mencionar aquí que, en la medida en que MiFID, como hemos mencionado, entiende el desarrollo de la protección al inversor como un elemento clave para conseguir un efectivo desarrollo del mercado financiero europeo, en este trabajo se ha combinado la metodología del método dogmático con la del análisis económico del Derecho.

2. MiFID: Contextualización

MiFID (por sus siglas en inglés) es el nombre con el que se conoce a la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros (en adelante, Directiva 2004/39/CE¹). MiFID se aprueba en un contexto de evolución del mercado financiero europeo hacia una mayor integración de la unión monetaria. Levantar las barreras entre los mercados bancarios nacionales y conseguir un verdadero mercado único de capitales han sido reconocidos como elementos clave para aumentar el crecimiento de la Unión Europea (Haas, 2007).

La integración de los mercados financieros comenzó a finales de los años 80 y continuó a lo largo de los 90, como preparación para la llegada de la unión monetaria. Sin embargo, la comprobación de que la unión monetaria no sería suficiente por sí sola para levantar las barreras de un mercado único, hizo que se elaborara en 1999 el Plan de Acción sobre Servicios Financieros, cuyo principal objetivo estratégico era mejorar el funcionamiento de los mercados financieros europeos, lo cual constituía un elemento de especial relevancia para la adecuada introducción de la moneda única² (Comisión Europea, 2003). El progreso experimentado posteriormente, en unión con el lanzamiento de la moneda única, permitió que se desarrollaran en gran medida los mercados financieros, en especial, la banca mayorista (Haas, 2007).

En línea con las acciones anteriores, se adoptaba en 1993 (entrando en vigor en 1996) la Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el campo de los valores negociables (en adelante, Directiva 93/22/CEE). A pesar de que el objetivo principal de esta Directiva era establecer las condiciones con

¹ Normalmente, MiFID se utiliza para referirse no sólo a la Directiva en cuestión sino al paquete legislativo que la acompaña (medidas adicionales de nivel 1 y 2, como se verá en el apartado 2.2), si bien los propios organismos europeos no son uniformes al respecto.

² Por ejemplo, el párrafo 20 del Plan, bajo el título “Mercados financieros eficaces e integrados”, recogía estas ideas: “*Los mercados financieros eficaces y transparentes alientan el crecimiento y el empleo mediante una mejor asignación del capital y una reducción de sus costes, por lo que son de vital importancia para la promoción de nuevas ideas, el apoyo a la cultura empresarial y el fomento del acceso a las nuevas tecnologías y su utilización. Es fundamental explotar el potencial del euro para aumentar la integración de los mercados financieros de la Unión. Además, los mercados de capital de riesgo eficaces desempeñan un papel fundamental en las PYME innovadoras con alto potencial de crecimiento y la creación de nuevos puestos de trabajo duraderos*” (Pineda, 2012)

base en las cuales las entidades financieras autorizadas pudieran desarrollar determinados servicios específicos en otros Estados Miembros (Comisión Europea, 2003); esta Directiva no contenía armonización real del régimen de desarrollo del propio negocio bancario, sino que simplemente establecía siete principios generales a implementar por los Estados Miembros, permitiéndoles un elevado grado de discreción, del cual estos se sirvieron para crear normas nacionales significativamente divergente³ (Kruithof & Van Gerven, 2010). Esta falta de armonización, sumada a otros problemas como la desfasada protección al inversor de la Directiva, la falta de desarrollo de la normativa relativa a la cooperación entre autoridades competentes, la rigidez de las disposiciones o el hecho de no abordar los problemas relativos a la competencia entre sistemas de ejecución de operaciones financieras, llevaron a la Comisión Europea en 2002 a realizar una Propuesta para sustituir, y no solamente reformar, esta Directiva por una nueva que abordara estos problemas (Comisión Europea, 2002). En concreto, como indica Fernández Ordóñez (2007), la evolución se centró en dos ámbitos: en primer lugar, la necesidad de favorecer la innovación en un entorno de servicios, instrumentos financieros y sistemas de negociación más complejos y, en segundo lugar, incrementar la protección del inversor.

2.1 Objetivos de MiFID

Parece adecuado referirnos a la mencionada Propuesta de la Comisión Europea (2002) para identificar cuáles fueron los objetivos incipientes de la normativa que estaba llamada a sustituir a la Directiva 93/22/CEE. Como se indica en su apartado 4, los dos objetivos generales de la reforma eran (i) la protección de los inversores y la integridad del mercado mediante el establecimiento de requisitos armonizados relativos a las actividades de los intermediarios autorizados⁴ y (ii) la promoción de un mercado financiero justo, transparente, eficiente y libre.

³ Este es uno de los problemas que MiFID ha pretendido solucionar: mediante el principio de armonización máxima, prohíbe a los estados miembros adoptar normas que permitan una protección mayor al inversor que la otorgada por la propia Directiva, de tal modo que desaparezcan trabas a la libre competencia (Pérez Zaragoza & Camarero)

⁴ Lo cual se fomenta mediante la mejora de algunas figuras, como la del conocido Pasaporte Europeo (ya introducido por la anterior Directiva). Éste faculta a las entidades financieras inscritas en cualquier supervisor de la unión a comercializar un producto de inversión de cualquier país de la Unión Europea (Pérez Zaragoza & Camarero).

Cabe decir aquí que estos dos objetivos pueden ser entendidos como tres – por ejemplo, el Financial Times (2007) o el Deutsche Bank (2007) hablan de (i) mercados eficientes y transparentes (ii) estimular la competencia en los mercados financieros y (iii) proveer una mayor protección al inversor. Esta forma de enunciar los objetivos ponen de relieve la importancia de la mayor protección al inversor que la normativa pretende asegurar. Tal y como se puede extraer del Considerando 2 de la propia MiFID, “en los últimos años ha aumentado el número de inversores que participan en los mercados financieros, donde encuentran una gama mucho más compleja de servicios e instrumentos. Esta evolución aconseja ampliar el marco jurídico comunitario, que debe recoger toda esa gama de actividades al servicio del inversor”, y como indica Jiménez (2015), el marco jurídico que crea MiFID está enfocado al inversor y no a los mercados⁵.

Es por esto por lo que este trabajo se orientará, tras este segundo capítulo, a analizar el régimen de protección del inversor que MiFID brinda a éstos – e impone a los Estados miembro⁶.

Para concluir, cabe hacer mención a una posible incompatibilidad entre los objetivos de MiFID. Como recuerdan Gomber y Pierron (2010) los propósitos de la Directiva se traducen en un reto – proveer al mercado de forma simultánea de una mayor eficiencia e integridad a la vez que se facilita la competencia entre los distintos centros de ejecución de órdenes. El problema de la cuestión es que favorecer la competencia entre distintos centros de ejecución – a pesar de favorecer la innovación tecnológica, de modelos financieros y de la calidad de los servicios – induce a la fragmentación del mercado, reduciendo la liquidez del mismo y aumentando los costes de transacción. Como vemos, estos efectos concatenan la posibilidad de alcanzar el primero de los objetivos, lo cual lleva a nuestro autor a sostener algunas dudas sobre la capacidad de la normativa para alcanzar esta integridad y transparencia del mercado, de tal modo que la misma podría llegar a impactar incluso de forma negativa en la eficiencia de los mercados europeos.

⁵ Sin embargo, hay algunos autores, como Enriques (2005) que opinan que, a pesar de la importancia de la protección del inversor en MiFID, este se constituye como un fin instrumental – un medio para alcanzar la integración de los mercados financieros. De este modo, en caso de conflicto entre estos dos objetivos, prevalecería el de la integración.

⁶ De este modo, algunos países como Italia han tenido que rebajar su nivel actual de protección al inversor para adecuarlo a MiFID (Enriques, 2005).

2.2 Los cuatro niveles (Proceso *Lamfalussy*⁷)

El Consejo de Asuntos Económicos y Financieros de la Unión Europea (ECOFIN), en línea con los objetivos perseguidos por el Plan de Acción sobre Servicios Financieros, creó un Comité, el 17 de julio de 2000, enfocado a tres objetivos principales: (i) analizar las condiciones de aplicación de las normas relativas a los mercados financieros de la UE, (ii) estudiar la capacidad de la unión para establecer una normativa y (iii) desarrollar un marco orientado a adaptar las prácticas actuales, con el ánimo de mejorar la convergencia y la cooperación (Pineda, 2012).

Uno de los resultados más importantes del Comité fue la elaboración del enfoque de cuatro niveles (The Committee of Wise Men, 2001), en virtud del cual el desarrollo normativo se construiría de la siguiente manera: Las Directivas y Reglamentos se establecerían en torno a dos niveles – un primer nivel en el que se elaboraría una normativa que recogería los principios generales de la legislación acordada en codecisión con el Parlamento Europeo y el Consejo; y un segundo en el que se incluirían medidas de implementación. De este modo el primer nivel se correspondería con la toma de decisiones tradicional de la Unión europea, desarrollando normas que contendrían principios marco, mientras que el segundo nivel serían medidas para permitir que sean operativos los principios de las directivas del nivel 1, las cuales serían adoptadas por la Comisión después de haber sido remitidas al Comité de responsables europeos de reglamentación de Valores (en adelante, CESR, por sus siglas en inglés)⁸ y al Parlamento Europeo para haber recibido su opinión (Comisión Europea, 2007).

El nivel 3 se refiere a directrices no vinculantes que puede emitir el Comité Europeo de Valores con el objetivo de facilitar una implementación coherente y uniforme de la legislación europea por parte de los estados miembro. Por su parte, el cuarto nivel se refiere a las tareas de control de una correcta implementación de la legislación europea en los ordenamientos nacionales, por parte de la Comisión, de tal modo que en caso de no conformidad, inicie un proceso por incumplimiento (Comisión Europea, 2007).

⁷ El nombre del proceso es tomado del de el presidente del Comité que diseñó el proceso en cuestión (Comisión Europea, 2007).

⁸ Compuesto, principalmente, por miembros de los Ministerios de Finanzas de los Estados miembros.

Antes de exponer cómo se ha plasmado el proceso Lamfalussy en el desarrollo legislativo de MiFID, cabe mencionar el motivo por el que se decidió que era necesario crear un mecanismo particular para el desarrollo legislativo de ciertas materias relativas al funcionamiento eficaz de los mercados financieros europeos. Este se encuentra recogido en el mandato que el Consejo ECOFIN dirigió al “Regulación de los mercados europeos de valores mobiliarios – mandato del Comité de Expertos”, el 17 de julio de 2000: “(...) *Para rendir plenamente los esperados beneficios para las empresas europeas y la economía de la UE, para competir en los mercados mundiales de los servicios financieros y ayudar a las empresas europeas a competir en los mercados mundiales de bienes y servicios, los mercados de capital de la UE deben ser dinámicos, competitivos e innovadores. También necesitan adaptarse a las nuevas tecnologías y oportunidades*”. De este modo, la aportación del Comité de sabios debería producir un proceso de desarrollo legislativo que facilite la adecuación de la creación normativa a la consecución de dichos objetivos (Pineda, 2012).

En la actualidad, la Directiva 2004/39/CE ha sido acompañada de otras dos Directivas (la Directiva 2006/31/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 5 de abril de 2006, por la que se modifica la Directiva 2004/39/CE, relativa a los mercados de instrumentos financieros, con respecto a determinados plazos [En adelante, Directiva 2006/31/CE] y la Directiva 2008/10/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de marzo de 2008, por la que se modifica la Directiva 2004/39/CE relativa a los mercados de instrumentos financieros, por lo que se refiere a las competencias ejecutivas atribuidas a la Comisión [En adelante, Directiva 2008/10/CE]) de nivel 1⁹ que han concretado algunos aspectos de la Directiva 2004/39/CE. Además, se han publicado un Reglamento (Reglamento (CE) n° 1287/2006 de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, por el que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las obligaciones de las empresas de inversión de llevar un registro, la información sobre las operaciones, la transparencia del mercado, la admisión a negociación de instrumentos financieros, y términos definidos a efectos de dicha Directiva [en adelante, Reglamento 1287/2006] y una Directiva (Directiva 2006/73/CE de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, por la que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de

⁹ Si bien, se considera, en general, que MiFID es el conjunto normativo formado por esta Directiva original y por el Reglamento y Directiva de nivel 2 indicados en la siguiente línea

funcionamiento de las empresas de inversión, y términos definidos a efectos de dicha Directiva [en adelante, Directiva 2006/73/CE]) de nivel 2, así como varias directrices de nivel 3¹⁰ (Simmons & Simmons, 2017).

En cuanto a su transposición en España, ésta se ha realizado mediante dos normas, La Ley 47/2007, de 19 de noviembre, de modificación de la Ley del Mercado de Valores– implementando las normas de MiFID Nivel 1 y parte de MiFID Nivel 2 (en adelante, LMV); y el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y demás entidades que prestan servicios de inversión (en adelante, RD 217/2008) – por la que se incluyen el resto de aspectos de normas de Nivel 2 a nuestro Ordenamiento Jurídico (en adelante, OJ). Cabe mencionar aquí que esta transposición se hizo fuera de plazo, en la medida en que se debería haber traspuesto antes de enero del 2007 (y, en todo caso, antes de noviembre de 2007, fecha de entrada en vigor de MiFID), y se transpusieron en noviembre de 2007 y febrero de 2008. La Comisión Europea denunció estos hechos antes el Tribunal de Justicia de la Unión Europea (TJUE) el 31 de enero de 2008. Sin embargo, sí que se considera que la transposición se ha realizado en forma, ya que nuestra legislación nacional ha respetado todo el contenido de MiFID (Hernández & Guitérrez).

Una vez concluida una contextualización de la normativa MiFID, pasamos a centrarnos en la protección del inversor. El motivo de centrarnos en este aspecto es la gran importancia e impacto que esta normativa ha tenido en dicha materia. En palabras de Martínez-Echevarría (2008) *“Los objetivos principales de la MiFID son varios (...) pero conviene señalar desde el principio que hay uno que destaca sobre los demás: la protección del inversor minorista.”*

¹⁰ Un listado íntegro de las mismas puede consultarse en el siguiente enlace: <http://www.elexica.com/en/Resources/Microsite/MiFID-2-Tracker/MiFID-Tracker/Current-EU-legislation-and-regulations>

3. La protección del inversor bajo MiFID

Los motivos principales por los que se ha dado tanta importancia a la protección del inversor, principalmente a la del minorista, quedan recogidos en las palabras del presidente de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (en adelante, ESMA, por sus siglas en inglés), Maijoor (2016). A pesar de que es posible que a priori una mayor regulación de los mercados parece que ataca contra la eficiencia de los mismos, existen razones para pensar que esto no es así, por ejemplo, los fallos de mercado relativos a la asimetría de la información, el problema de agencia o los conflictos de interés. Por ello, desde el punto de vista de nuestro autor, asegurar la protección del inversor ayudaría a reducir la aversión de éstos a la inversión en mercados de capitales. Dicho de otro modo, proteger al inversor permitiría remover trabas que ahora mismo impedirían un funcionamiento totalmente eficiente del mercado. Adicionalmente, la seguridad de estar informados o protegidos facilita las inversiones a un mayor plazo, lo que puede favorecer la estabilidad de los mercados financieros.

A continuación se elabora un análisis de los distintos elementos que juegan un papel en esta protección. En primer lugar se analizarán la tipología de productos financieros, pasando después a examinar la distinción entre productos que están afectados por MiFID y los que no, centrándonos en la distinción entre productos complejos y no complejos; posteriormente analizaremos la evaluación de idoneidad y de conveniencia antes de pasar a estudiar el principio de ejecución óptima. A continuación, veremos el alcance de la obligación de informar y concluiremos analizando la gestión de los conflictos de interés.

3.1 Tipología de productos financieros bajo el paraguas de MiFID

En primer lugar, es importante señalar que no todos los productos financieros caen bajo el paraguas de la regulación MiFID. Es relevante comenzar notando que no se recoge una definición general de lo que se considera instrumento financiero para MiFID, sino que en la Sección C del Anexo I de la Directiva 2004/39/CE, se recoge un listado con los 10 productos financieros que se consideran afectados por la regulación MiFID. Siguiendo a Carrascosa y Guisasola (2008), estos pueden resumirse en: valores

negociables, instrumentos del mercado monetario, acciones y participaciones en Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) y contratos derivados de todo tipo. A su vez, los autores indican que las mayores dudas surgen en torno al concepto de valores negociables, motivo por el cual el artículo 4.1.18) de la Directiva 2004/39/CE se centra en concretar el alcance del concepto, indicando que son “las categorías de valores que son negociables en el mercado de capitales, a excepción de los instrumentos de pago”, acompañando la definición de algunos ejemplos como “acciones de sociedades y otros valores equiparables”, “obligaciones u otras formas de deuda titulizada” o “certificados de depósito representativos” de acciones o de obligaciones.

Aún con estas concreciones, indican nuestros autores, no queda claro si determinados instrumentos muy frecuentes en nuestro sistema financiero caen bajo la regulación de la normativa MiFID. Así, analizan algunos de los casos más controvertidos, indicando en qué supuestos se consideran cubiertos por la normativa: (i) depósitos estructurados: si se configuran como un valor negociable o si el principal no está garantizado se considerarán incluidos en MiFID; (ii) repos: en la medida en que la operación podría ser entendida como una adquisición de valores para revenderlos en una fecha determinada, siempre que el inversor no pueda vender libremente el instrumento a un tercero, no debería ser considerado bajo el dominio de MiFID¹¹; (iii) los “unit-linked”: siempre que tenga un componente de seguro mínimamente relevante podría ser considerado como un producto seguro y por lo tanto excluido^{12,13}; (iv) los contratos en divisas: en la medida en que se encuentran incluidos en el citado anexo, en general, sí que se consideran incluidos bajo MiFID, si bien los que sean al contado, o las hipotecas y depósitos aunque no lo sean, no tendrán tal consideración. Respecto de los forwards, dependerá de la legislación nacional; (v) los contratos derivados para cobertura de riesgo de tipo de interés o tipo de cambio contratados conjuntamente con cualquier préstamo, en la medida en que no pueden considerarse valores negociables, no se consideran productos MiFID y (vi) los contratos de préstamos de valores, por su parte, al implicar la

¹¹ Si bien, algunas instituciones financieras, como la Caja de Arquitectos (2010) incluyen a las repos como productos financieros no complejos y, por lo tanto, afectada por la normativa MiFID

¹² Si bien, indican nuestros autores, algunos países de nuestro entorno, como Portugal, han optado por incluirlo explícitamente como producto MiFID al transponer la Directiva al ámbito nacional

¹³ Esto se puede confirmar gracias a la pregunta número 16 del día 19 de febrero de 2007 enviada a la Comisión Europea, en la que ésta confirma que no existen expectativas de ampliar la aplicación de MiFID a los unit-linked (de lo cual se deriva que la Comisión entiende que los productos no están afectados).

prestación de un servicio relativo a la ejecución, recepción y transmisión de órdenes, sí que estarían incluidos en el ámbito MiFID.

Una vez realizada esta distinción pasaremos a analizar la diferencia entre productos complejos y no complejos – una distinción que, como se explica a continuación, es relevante, principalmente, en relación a la necesidad de llevar a cabo el test de conveniencia en determinadas situaciones.

3.1.1 Productos financieros complejos y no complejos

Como se ha podido comprobar en la introducción anterior, los márgenes de qué productos están bajo el paraguas de MiFID y cuáles no, no están claramente delimitados. Algo similar sucede con la distinción que realiza la normativa entre productos complejos y no complejos. Debido a la gran cantidad de productos financieros existentes y la aparición de nuevas tipologías con relativa frecuencia, las dudas de las entidades financieras acerca del tipo de producto financiero fueron tales que el CESR abrió una ronda de consultas el 14 de mayo de 2009, hasta el 17 de julio de 2009, en el que se aceptaban preguntas acerca de “los instrumentos financieros complejos y no complejos para los objetivos del test de conveniencia de la Directiva [MiFID]”, recogiendo posteriormente las preguntas y las respuestas del Organismo en un documento al que haremos referencia en varias ocasiones en las siguientes líneas. Por motivos similares, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, CNMV) publicó una “Guía sobre catalogación de los instrumentos financieros como complejos o no complejos”.

El motivo principal por el que esta distinción es tan relevante pueden encontrarse tanto en la introducción de este documento como en el apartado 6 del documento de preguntas y respuestas publicado por el CESR: el test de conveniencia¹⁴ tiene que llevarse a cabo siempre que la transacción implique un producto complejo; mientras que para los no complejos el test no es necesario en determinadas circunstancias¹⁵.

¹⁴ Sobre estas cuestiones se profundiza en el apartado 3.3

¹⁵ Recogidas en el artículo 79 bis.8 del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores

Para determinar que productos se consideran complejos y cuáles no nos podemos remitir al artículo 19.6 de la Directiva 2004/39/CE. En ella aparece una enumeración de productos considerados como no complejos, si bien se incluye una cláusula que hace que aquélla sea *numerus apertus*: “y otros instrumentos financieros no complejos”. Regular qué criterios son los que sirven para identificar a esos “otros” instrumentos no complejos es una tarea que correspondía a la norma MiFID de nivel 2, la Directiva 2006/73/CE.

De este modo, podemos identificar como instrumentos no complejos recogidos explícitamente en la Directiva 2004/39/CE a los siguientes: (i) las acciones admitidas a cotización en un mercado regulado o en un mercado equivalente de un tercer país¹⁶, (ii) instrumentos del mercado monetario (incluyendo letras del Tesoro, pagarés y certificados de depósito, con excepción de los librados singularmente), (iii) obligaciones y otras formas de deuda titulizadas, exceptos aquellas que incluyan derivados implícitos, (iv) acciones y participaciones en Instituciones de Inversión Colectiva armonizadas a nivel europeo (Carrascosa & Guisasola, 2008). Con respecto a los criterios para considerar un instrumento como no complejo, la Directiva 2006/73/CE enumera los siguientes¹⁷: (i) que “existen posibilidades frecuentes de venta, reembolso u otro tipo de liquidación de dicho instrumento a precios públicamente disponibles para los participantes en el mercado y que son precios de mercado o precios ofrecidos, o validados, por sistemas de evaluación independientes del emisor”, (ii) que “no implica responsabilidad real o potencial alguna para el cliente que exceda del coste de adquisición del instrumento” y (iii) que “está a disposición del público información adecuadamente completa sobre sus características que normalmente será bien comprendida de modo que permita a un cliente minorista medio emitir un juicio fundamentado para decidir si realizar una operación en ese instrumento”.

¹⁶ Los cuales, explicita el artículo en cuestión, serán publicados en una lista, que se actualizará periódicamente, por la Comisión.

¹⁷ Adicionalmente a estos tres se incluye que no esté ya incluido en la normativa MiFID de nivel 1 (“no está incluido en el artículo 4, apartado 1, punto 18, letra c), o en los puntos 4 a 10 del anexo I, sección C, de la Directiva 2004/39/CE”)

En la práctica estas definiciones podrían haber llevado a discusiones, aún con las aclaraciones realizadas en los documentos del ESMA y la CNMV anteriormente mencionados. Sin embargo, la CNMV recoge un listado¹⁸ de estos productos en el Anexo I del citado documento. En la práctica, como indica Mugica (2014), esta clasificación, a pesar de no tener valor normativo el documento de la CNMV, debería permitir que ya no haya discusión acerca de si un determinado producto financiero es complejo o no.

Conviene detenerse aquí a hacer una breve referencia a la calificación de las participaciones preferentes. Como indican Carrasco y Lyczkowska (2014), lo que hace compleja a una participación preferente – lo cual establece una diferencia con un producto casi equivalente, como una acción preferente – es la existencia de un derivado implícito (lo que se traduce en la posibilidad de que la entidad amortice anticipadamente). Además, en un artículo de 2013, añaden los autores que también pueden considerarse complejos porque “no existen posibilidades frecuentes de venta, reembolso u otro tipo de liquidación de dicho instrumento financiero a precios públicamente disponibles para los miembros en el mercado y que sean precios de mercado o precios ofrecidos, o validados, por sistemas de evaluación independientes del emisor”. En cualquier caso, esto choca frontalmente con la Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid, Sección 18ª, de 12 de febrero de 2014, AC 2014/326, ya que el Tribunal ha sostenido que estos productos son complejos porque no poseen los atributos corporativos de las acciones de una sociedad mercantil.

Por último cabe destacar la reflexión que hace Mugica (2014) al indicar que el clasificar un producto como complejo o no, no depende de la complejidad para comprender el producto en sí; sino que, para ello, se toman en cuentas otros criterios como el riesgo o la liquidez del producto. En otras palabras, el concepto de complejo tiene un carácter normativo. En palabras de Carrasco y Lyczkowska (2014) “No existe ninguna relación entre nivel de ‘complejidad’ e intensidad de los deberes de información a cargo de la entidad”.

¹⁸ No exhaustivo, ya que como se indicaba más arriba, dada la gran variedad de productos financieros, esto no es posible (ni deseable, en la medida en que elaborar un listado exhaustivo sería un llamamiento a los bancos a crear nuevos productos financieros no recogidos en el listado que escapan al paraguas de MiFID)

3.2 Clasificación de clientes

El objetivo de la categorización de clientes de MiFID es establecer diferentes niveles de protección en función del conocimiento de estos sobre los productos y servicios financieros, así como de su propia aversión al riesgo. El mayor nivel de protección se asigna a los clientes denominados “minoristas”. Esta protección se concreta en la oferta de servicios adecuados al perfil de riesgo del cliente, establecido de forma previa, y en la entrega de información más extensiva. En el otro extremo de la escala, tenemos a los clientes denominados “contrapartes elegibles” (en adelante, ECP por sus siglas en inglés), quienes reciben el menor nivel de protección – por ejemplo, son la única categoría de clientes para la cual el principio de ejecución óptima no aplica (East West United Bank, 2015).

De conformidad con el artículo 4.1.12 de la Directiva 2004/39/CE, los clientes minoristas se definen por exclusión – esto es, son todos aquellos que no sean clientes profesionales. El mismo artículo, en su apartado undécimo nos refiere al Anexo II para identificar los criterios que permiten clasificar a un cliente como profesional. En el primer párrafo del anexo, se explicita que “*Cliente profesional es todo cliente que posee la experiencia, los conocimientos y la cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y para valorar correctamente los riesgos inherentes a dichas decisiones*”. Por su parte, el artículo 24.2 de la citada Directiva categoriza a “*las empresas de inversión, entidades de crédito, compañías de seguros, OICVM y sus sociedades de gestión, fondos de pensiones y sus sociedades de gestión, otras entidades financieras autorizadas o reguladas con arreglo a la legislación comunitaria o al Derecho nacional de un Estado miembro, empresas no sujetas a la presente Directiva en virtud de las letras k) y l) del apartado 1 del artículo 2, gobiernos nacionales y sus servicios correspondientes, incluidos los organismos públicos que negocian deuda pública, bancos centrales y organizaciones supranacionales*” como ECPs.

No obstante, la clasificación anterior no es estática, si no que se permite que haya movimientos entre las distintas categorías, si bien cumpliendo una serie de requisitos, como ahora se explicará. Es posible el tránsito de cualquier categoría a otra, cumpliendo

con los requisitos establecidos a tal efecto¹⁹. Sin embargo, dado que el objeto de este trabajo gira en torno a la protección del inversor minorista bajo la normativa MiFID vamos a analizar el movimiento de cliente minorista a profesional y el inverso.

En relación con el primero de estos, hay que comenzar indicando que MiFID considera que ciertas entidades y organismos cumplen (siempre) con los requisitos para ser considerados como clientes profesionales. Son los llamados clientes profesionales *per se* o clientes profesionales *de facto* (Casey & Lannoo, 2009), que se encuentran recogidos en el primer apartado del Anexo II de la Directiva 2004/39/CE. Por otra parte, encontraríamos los clientes profesionales “elegibles”, que son aquellos que, reuniendo unos determinados criterios, deciden solicitar el status de clientes profesionales. Estos requisitos son tanto cualitativos como cuantitativos. En referencia a la evaluación de carácter cualitativo, las empresas de inversión deben efectuar, conforme al Anexo II.II.1 de la Directiva 2004/39/CE “*una evaluación adecuada de la competencia, la experiencia y los conocimientos del cliente que le ofrezca garantías razonables, a la vista de la naturaleza de las operaciones o de los servicios previstos, de que el cliente es capaz de tomar sus propias decisiones en materia de inversión y de comprender los riesgos en que incurre*”. Respecto a los requisitos cuantitativos, indica el Anexo, el cliente ha de cumplir, al menos, dos de los siguientes tres: (i) haber realizado operaciones de volumen significativo con una frecuencia media de 10 por trimestre durante los cuatro trimestres anteriores en el mercado de valores en cuestión, (ii) que el valor de la cartera del cliente, formada por depósitos de efectivo e instrumentos financieros, supere los 500.000 € y (iii) que el cliente haya ocupado durante al menos un año u ocupe un cargo en el sector financiero que requiera conocimientos sobre las operaciones o los servicios previstos (Financial Services Authority, 2006).

Satisfacer los citados requisitos harían posible este movimiento de cliente minorista a profesional. No obstante, hay que atender a otra serie de aspectos de un carácter más formal necesarios para poder hacer efectivo este cambio de categoría. Así, el cliente debe, en primer lugar, establecer por escrito que desea ser considerado como un cliente

¹⁹ Para más información, se puede encontrar un estudio en el siguiente *paper*: https://www.treasurers.org/ACTmedia/mifid_classification.pdf

profesional²⁰; en segundo lugar, debe establecer en un documento separado al contrato que le relaciona con la entidad que está al tanto de las consecuencias asociadas a renunciar a parte de la protección que la categoría de cliente minorista le provee. En este sentido, en un momento previo a la formalización de esta declaración, la sociedad de inversión debe haberle transmitido por escrito, de forma clara, de la protección y derechos de indemnización de los que podrían quedarle privados (Casey & Lannoo, 2009).

En referencia al movimiento de cliente profesional²¹ a minorista, la iniciativa de este recae en el cliente profesional, la cual cabe esperar que sea tomada en aquellas situaciones en las que el cliente considera que no es capaz de evaluar o gestionar adecuadamente los riesgos asociados a las operaciones que lleve a cabo. Así, se deberá formular un documento escrito formalizando el cambio de clasificación, especificando en relación con qué servicios o productos se está realizando la modificación (Financial Services Authority, 2006).

En este sentido, cabe decir que MiFID impone, de forma general, varias obligaciones a las empresas de inversión en relación con la categorización de clientes, todas ellas orientadas a garantizar la seguridad y protección del cliente. Entre ellas, cabe destacar la obligación de notificación a los clientes, ya sean nuevos o existentes en los que han tenido lugar cambios, de su (nueva) categorización (artículo 28.1 Directiva 2006/73/CE; las obligaciones organizacionales y de control, materializadas en políticas internas y procedimientos concretos para la categorización de clientes (Anexo II.II.2), en el deber de actuar “*con honestidad, imparcialidad y profesionalidad, en el mejor interés de sus clientes*” (artículo 19.1 de la Directiva 39/2004/CE), en el deber de establecer “*políticas y procedimientos adecuados y suficientes para garantizar que la misma (...)*

²⁰ Tal y como se establece en el Anexo II.II.2 de la Directiva 2004/39/CE, “Ya sea en todo momento, o con respecto a un servicio de inversión o a una operación determinada, o a un tipo de operación o producto”.

²¹ A pesar de que la Financial Services Authority (2006) sólo analiza el movimiento de cliente profesional *per se* a cliente minorista, a todas luces resulta lógico aceptar que un cliente profesional elegible que siga reuniendo los requisitos necesarios para ser catalogado como cliente minorista podría solicitar a la empresa de inversión que le otorgue la protección que la normativa MiFID le garantiza, a pesar de haber renunciado a ella en un momento previo. Lo contrario implicaría aceptar que la renuncia al *status* de cliente minorista tiene carácter definitivo e irrevocable, lo cual no parece desprenderse de la dicción del Anexo II.II de la Directiva 2004/39/CE.

cumpla las obligaciones”(artículo 13.2 de la Directiva 39/2004/CE) (Financial Services Authority, 2006)

Por otra parte, las empresas de inversión tienen también algunos derechos en relación con la categorización de clientes. Pueden, en primer lugar, renunciar a incluir al cliente en una categoría distinta a aquella en la que la Directiva le impone por defecto, lo que refleja el carácter de mutuo acuerdo de estos movimientos a los que anteriormente nos hemos referido. Este carácter tendría una excepción, que es el segundo de los derechos de las empresas de inversión en relación con esta categorización: si la sociedad lo desea, puede, unilateralmente, decidir tratar a cualquiera o a todos sus clientes como clientes minoristas. Esto se incluyó en el artículo 28.3 de la Directiva 2006/73/CE, con el objetivo de facilitar a las sociedades la simplificación de sus procesos internos, asegurándose de que esto no implique una reducción de la protección de sus clientes (Financial Services Authority, 2006).

3.3 Test de idoneidad y test de conveniencia

El test de idoneidad ha de ser realizado por las empresas de inversión cuando estas prestan servicios que impliquen un elemento de asesoramiento, ya sea en materia de inversiones²² o de gestión de carteras²³. Así, en estas situaciones, de conformidad con el artículo 19.4 de la Directiva 39/2004/CE las sociedades tienen que obtener “la información necesaria sobre los conocimientos y experiencia en el ámbito de inversión correspondiente al tipo concreto de producto o servicio, la situación financiera y los objetivos de inversión del cliente o posible cliente, con el fin de que la empresa pueda recomendarle los servicios de inversión e instrumentos financieros que más le

²² El elemento esencial de este asesoramiento es que ha de ser personal. Para poder calificarse de tal forma, debe presentarse al cliente una determinada propuesta de inversión como adecuada con base en la consideración de sus propias circunstancias personales, de tal modo que incluya una recomendación concreta, ya sea de forma expresa o implícita. (Casey & Lannoo, 2009). Esto también queda claro en el considerando 81 de la Directiva 2006/73/CE, al indicarse que “*El asesoramiento genérico sobre un tipo de instrumento financiero no constituye asesoramiento en materia de inversión (...)el asesoramiento en materia de inversión está restringido al asesoramiento sobre instrumentos financieros concretos*”

²³ Esto ha llevado a algunos bancos a delimitar el ámbito de su actividad, como por ejemplo, el Banco Inversis, el cual indica que, en la medida en que no lleva a cabo tareas de asesoramiento financiero no formulará este test de idoneidad a sus clientes. (Banco Inversis, 2008)

convengan”. Adicionalmente, es importante destacar que esta información ha de obtenerse con anterioridad a la transmisión de la recomendación en sí (Casey & Lannoo, 2009).

Siguiendo a Carrasco y Lyczkowska (2013), podemos realizar algunas concreciones en referencia al requisito de obtención de la información relativa a los conocimientos y experiencias del cliente en el marco de la trasposición de MiFID al Derecho Español. Así, el artículo 74 del RD, enumera tres ámbitos concretos de los que se ha de obtener la información: “(i) Los instrumentos financieros, servicios y transacciones con los que esté familiarizado el cliente, (ii) la naturaleza, el volumen y la frecuencia de las transacciones del cliente sobre los instrumentos financieros y el periodo durante el que se hayan realizado y (iii) el nivel de estudios, la profesión actual y, en su caso, las profesiones anteriores del cliente que resulten relevantes.”

Respecto al primero de estos requisitos, indican nuestros autores, es importante centrarse en el grado de comprensión del cliente de los riesgos asociados a cada instrumento²⁴. Además, cabe decir que estar familiarizado no implica necesariamente haber tenido experiencia previa, sino que puede construirse como un paso anterior a ésta.

En relación al segundo, cabe decir que al referirse a instrumentos financieros, se engloba el producto en concreto posible objeto de recomendación, así como aquellos que sean similares a éste en lo que a naturaleza y riesgos se refiera. Por otra parte, tal y como indica la CNMV (2010), para considerar que ha existido experiencia previa en referencia a la operativa con un determinado instrumento financiero han de cumplirse una serie de requisitos: (i) no es suficiente con que se haya llevado a cabo una operación aislada, sino que ha de considerarse en una serie de operaciones²⁵; (ii) en caso de no

²⁴ Si bien, como indica la CNMV (2010), no resulta aconsejable recomendar productos complejos a clientes sin experiencia real de inversión y con un bajo nivel de formación general sólo con base en el conocimiento del cliente de los citados riesgos

²⁵ Lo cual, precisa el organismo, puede considerarse siempre que existan dos o más operaciones previas, en las que el cliente bien haya aumentado una misma posición en un instrumento financiero o bien haya mantenido dos posiciones vivas en el instrumento financiero en cuestión.

mantenerse una posición abierta respecto al instrumento en cuestión, en general²⁶, se puede entender que existe experiencia si se ha mantenido alguna posición en los últimos 5 años para los instrumentos no complejos y 3 para los complejos, (iii) la entidad no ha de tener conocimiento de circunstancias concretas que le permitieran conocer que, a pesar de cumplir los requisitos anteriores, el cliente no ha adquirido la experiencia y conocimientos necesarios relativos al producto, lo cual sucedería en caso de que el cliente hubiera presentado una reclamación o queja en relación con la operación que afecte al instrumento en cuestión.

Por otra parte, las preguntas que se realicen en referencia al tercero de los requisitos, cabe concretar que deberán ser lo suficientemente concretas, ya que si no sólo podrán realizarse presunciones muy genéricas acerca de los conocimientos financieros del cliente. En cualquier caso, independientemente de su grado de formación y experiencia, la adquisición de deuda pública a corto plazo, con rating igual o superior a “A” en la escala de Standard&Poor’s o equivalente, denominada en euros, se podrá considerar conveniente.

En este sentido, cabe remarcar que la CNMV (2010) es taxativa a la hora de pronunciarse acerca del cumplimiento del requisito de recabar información relativa a la idoneidad del cliente mediante la autoevaluación, haciéndolo de forma negativa, indicando que el propósito de este test es que la propia entidad sea la que lleve a cabo la labor de evaluación a partir de los datos que aporte el cliente. Asimismo, indica el organismo, los cuestionarios únicos generales sobre todo tipo de instrumentos financieros sólo serán válidos en el caso de que recaben todos los datos que se incluyen en la normativa relativos a todos y cada uno de los distintos tipos de instrumentos financieros ofertables.

Ahora bien, una vez analizados los requisitos establecidos para que la recogida de información por parte de la empresa de inversión haya cumplido con su obligación,

²⁶ Si bien el periodo dependerá del grado de complejidad y riesgos inherentes al propio instrumento. La CNMV suele incluir en sus guías muchas referencias acerca del carácter meramente indicativo de los enunciados contenidos en ellas, ya que, como indica al comienzo de la Guía en cuestión, “Este documento no tiene carácter normativo y por lo tanto no establece nuevas obligaciones”

pasamos a ver cuáles son los que permiten a la entidad determinar que el cliente cumple con el criterio de idoneidad para poder realizarse la recomendación en cuestión.

Así, de conformidad con lo recogido en RD, y siguiendo a Carrasco y Lyczkowska (2013), el resultado del test de idoneidad será positivo siempre que la recomendación de inversión cumpla tres requisitos: (i) responde a los objetivos de inversión del cliente²⁷, (ii) tiene riesgos que son coherentes con los objetivos de inversión del cliente²⁸ y (iii) esos riesgos pueden ser comprendidos por el cliente con base en su experiencia y conocimientos.

En este sentido, cabe destacar que ninguno de los requisitos puede asumirse como cumplido por parte de la sociedad de inversión respecto de los clientes minoristas, lo cual implica una diferencia sobre el nivel de protección respecto de los profesionales, para quienes se pueden asumir algunos de estos²⁹. Además, en caso de que no se consiga recabar toda la información o el cliente se niegue a aportarla, la entidad no podrá llevar a cabo la recomendación en cuestión (Clifford Chance, 2007). El mismo resultado negativo obtendrá el cuestionario en el que se recojan respuestas contradictorias, siempre y cuando la entidad haya cumplido con su deber de intentar aclararlas con el cliente y aún así persistan las incoherencias (CNMV, 2010).

Respecto al test de conveniencia, conviene comenzar indicando que éste, al contrario que el test de idoneidad, se realiza en situaciones en las que no se está desarrollando una recomendación de inversión³⁰. De conformidad con el artículo 19 de la Directiva 2004/39/CE, lo que se exige a las empresas de inversión *“pidan al cliente o posible cliente que facilite información sobre sus conocimientos y experiencia en el ámbito de inversión correspondiente al tipo concreto de producto o servicio ofrecido o solicitado, de modo que la empresa de inversión pueda evaluar si el servicio o producto de*

²⁷ Incluyéndose aquí todo lo relativo a su horizonte temporal, su perfil de riesgo y las preferencias asociadas a éste y las finalidades de su inversión.

²⁸ Así, deberá evaluarse, por ejemplo, las posibles pérdidas derivadas de la operación en relación con el patrimonio del cliente.

²⁹ En concreto, el primero de los requisitos para todos los profesionales, y el segundo y el tercero sólo para los profesionales *de facto* cuando sean relativos a asesoramientos de inversiones (ver subpunto 3.2)

³⁰ En este sentido, cabe destacar que la recomendación general y el asesoramiento genérico no reúnen los requisitos de MiFID para requerir la realización de un test de idoneidad, sino que solamente procederá el test de conveniencia. En otras palabras, si a la información no se le suma un elemento de opinión, sólo será necesario llevar a cabo el test de conveniencia (Mugica, 2014).

inversión previsto es adecuado para el cliente". El término *adecuado* se entiende en el sentido de que el cliente dispone de la experiencia y el conocimiento necesario para comprender los riesgos relacionados con el producto o servicio en cuestión (Clifford Chance, 2007). Por lo tanto, no profundiza tanto en aspectos relativos al cliente como lo hace el test de idoneidad, en la medida en que no se analizan sus objetivos ni su situación financiera.

Como introdujimos anteriormente, la distinción entre producto complejo y no complejo es relevante a los efectos de este test de conveniencia. En este sentido, las transacciones (sin asesoramiento) cuyo objeto sea un producto definido como no complejo no requerirán³¹ de la realización de un test de conveniencia siempre y cuando la misma se haya iniciado a instancia del cliente³² y, en tal caso, la empresa de inversión le haya notificado³³ que no está obligada a realizar la evaluación de conveniencia. Además, como requisito adicional, se establece que la empresa deberá cumplir con sus obligaciones en relación a los conflictos de interés establecidos en la normativa MiFID. Asimismo, si anteriormente ha llevado a cabo un test de idoneidad³⁴ respecto una nueva orden por parte del cliente, no será necesario que la empresa de inversión evalúe la conveniencia (Financial Services Commission, 2007). Entendemos, por lo tanto, que la conveniencia se encuentra contenida en la idoneidad, de tal modo que ésta iría más allá que aquélla³⁵.

³¹ Como indican Casey y Lannoo (2009) la exención encuentra su justificación en que, cumpliendo todos los requisitos que a continuación se enuncian, la operación no implica un incremento injustificado de los riesgos para el cliente, a la vez que permiten al cliente obtener servicios más rápidos y más baratos

³² Se considerará que el servicio ha sido contratado a instancia del cliente siempre que no se haya realizado en respuesta a una comunicación personalizada de la compañía a ese cliente en particular (ESMA, 2012)

³³ Se considera cumplida esta obligación incluso mediante un formato estandarizado de advertencia (Carrasco Perera & Lyczkowska, 2013).

³⁴ Con resultado, entendemos, positivo.

³⁵ En esta línea también se ha pronunciado el Tribunal Supremo (en adelante, TS), al afirmar que "*estas exigencias propias del test de conveniencia son menores que cuando debe valorarse la idoneidad del producto*" y que "*En el primer cas (test de conveniencia) o, en que la entidad financiera opera como simple ejecutante de la voluntad del cliente, previamente formada, la entidad debe valorar los conocimientos y la experiencia en materia financiera del cliente, y evaluar si es capaz de comprender los riesgos que implica el producto o servicio de inversión que va a contratar, mediante el denominado test de conveniencia . En el segundo (test de idoneidad), si el servicio prestado es de asesoramiento financiero, además de la anterior evaluación, la entidad debería hacer un informe sobre la situación financiera y los objetivos de inversión del cliente, para poder recomendarle ese producto, por medio del llamado test de idoneidad ."* STS de 20 de enero de 2014

En los casos en que proceda el test de conveniencia, la empresa de inversión deberá obtener información relativa al conocimiento y experiencia del cliente en relación con el producto o servicio demandado. Como indican Carrasco y Lyczkowska (2013) la información que la empresa de inversión está obligada a obtener puede concretarse en tres puntos: “(i) los tipos de instrumentos financieros, transacciones y servicios con los que esté familiarizado el cliente (ii) la naturaleza, el volumen y la frecuencia de las transacciones del cliente sobre instrumentos financieros y el período durante el que se hayan realizado y (iii) el nivel de estudios, la profesión actual y, en su caso, las profesiones anteriores del cliente que resulten relevantes”³⁶.

Por otra parte, cabe analizar aquí cuáles serían las consecuencias de que el cliente se negara a aportar la información requerida por la entidad, o la aportara de forma insuficiente; y las de que el resultado del test de conveniencia sea negativo. Ante estas situaciones, la empresa de inversión estará obligada a emitir una advertencia³⁷ al cliente – en el primero de los supuestos, indicando que con base en la información obtenida la entidad no puede determinar si el servicio o el producto en cuestión es apropiado para el cliente; en el segundo de los casos indicando que el producto o servicio no es apropiado. En estas situaciones, si una vez recibida la advertencia el cliente solicita a la entidad que proceda con la transacción, queda a disposición de la empresa de inversión llevar a cabo la transacción o no³⁸. Esta decisión deberá tomarse con base en la naturaleza del servicio, el tipo de producto o transacción en cuestión, los riesgos particulares para el cliente, etc. (ESMA, 2012), pero siempre, con base en el mejor interés del cliente (Financial Services Commission, 2007).

Por último, cabe mencionar aquí que esta protección es más particular de los clientes minoristas, en la medida en que las empresas de inversión pueden asumir que los clientes catalogados como profesionales tienen el conocimiento y la experiencia

³⁶ Si bien, esta lista no es exhaustiva ni estándar, sino que la empresa de inversión debería determinar qué información será necesaria en función del producto o transacción (ESMA, 2012)

³⁷ El cual goza de validez aún habiéndose realizado de forma estandarizada, tal y como afirma la CNMV (2010). Varios ejemplos propuestos por la Comisión pueden encontrarse en la página 10 de la guía contenida en el enlace correspondiente a dicha referencia bibliográfica, que puede encontrarse al final de este trabajo

³⁸ De tal modo que podemos afirmar que no existe una obligación para la empresa de inversión

necesarias para entender los riesgos inherentes al servicio o producto para el que han sido catalogados como tal³⁹.

Finalmente, en referencia a ambos tests, es interesante plantear la cuestión de las consecuencias jurídicas de no haber llevado a cabo estas evaluaciones cuando procedían. Esto se traduce en una presunción *iuris tantum* sobre la existencia de error vicio en la contratación del cliente, la cual estará facultada para ser destruida por la entidad. Así se ha pronunciado el TS en la Sentencia de 20 de enero de 2014, al decir *“en caso de incumplimiento de este deber, lo relevante para juzgar sobre el error vicio no es tanto la evaluación sobre la conveniencia de la operación, en atención a los intereses del cliente minorista que contrata el swap, como si al hacerlo tenía un conocimiento suficiente de este producto complejo y de los concretos riesgos asociados al mismo. La omisión del test que debía recoger esta valoración, si bien no impide que en algún caso el cliente goce de este conocimiento y por lo tanto no haya padecido error al contratar, lleva a presumir en el cliente la falta del conocimiento suficiente sobre el producto contratado y sus riesgos asociados que vicia el consentimiento. Por eso la ausencia del test no determina por sí la existencia del error vicio, pero sí permite presumirlo”*.

3.4 Principio de ejecución óptima⁴⁰

El principio de ejecución óptima es otro elemento relevante en la protección al inversor que establece MiFID. Siguiendo a Sacristán y Rivas (2017), podemos definirlo⁴¹ como *“el deber de obtener en todo momento el mejor resultado para el cliente. En este sentido, además del precio, deberían tenerse en cuenta otros factores, entre los que cabe destacar: Costes, incluyendo tanto el coste de oportunidad de la ejecución como todos los costes derivados de la misma (comisiones, tarifas, etc.), momento de*

³⁹ Recordemos que un cliente puede ser catalogado como profesional sólo para una tipología de productos

⁴⁰ La importancia de este principio se encuentra en el deseo de disminuir los costes de transacción y acabar con el problema principal-agente (Casey & Lannoo, 2009). Además, a pesar de tener claras implicaciones para la protección del inversor y de su interés, este principio parece relacionarse, al menos al analizar sus orígenes, más con el desarrollo de los mercados que con la propia protección al inversor (ver nota al pie número 5). No obstante, el ESMA (2007) indica que el objetivo es “proteger al inversor y promover la eficiencia del mercado”.

⁴¹ Esta definición se construye a partir de lo dispuesto en el artículo 21 de la Directiva 2004/39/CE y del artículo 221.1.a de la LMV

ejecución, velocidad de ejecución, oportunidad de mejora de precio, anonimato de las contrapartes aspectos relacionados con la compensación y liquidación de las órdenes.”

Respecto a esta definición, hay dos puntualizaciones que hacer: en primer lugar, el mejor resultado no se limita a la consideración del precio, si no que entran en juego otros aspectos, como a continuación expondremos; en segundo lugar, la obligación establecida en el artículo 21 de MiFID no se configura como una obligación de resultado – en la medida en que no exige que se obtenga el mejor resultado posible en cada caso – sino más bien como una obligación de hacer – ya que lo que verdaderamente impone es el haber tomado todos los pasos razonables para desarrollar procesos que, cuando se lleven a cabo ejecuciones de órdenes, permitan obtener los mejores resultados posibles (Financial Services Authority, 2006).

Como ya se ha introducido en la definición de Sacristán y Rivas, para determinar qué es el mejor resultado posible no sólo se han de tener en cuenta varios factores adicionales al precio, sino que estos han de ponderarse por su importancia relativa. Cabe notar aquí que para los inversores minoristas, la definición del mejor resultado posible se encuentra restringida a la consideración, únicamente, del precio y de los costes directamente asociados a la ejecución. Así, el resto de factores que a continuación enunciamos sólo serán relevantes en la medida en que afecten al precio y a los costes (CESR, 2008). Así, siguiendo lo Indicado por la Financial Services Authority (2006):

- Precio: Uno de los factores esenciales. En el caso de poder seleccionar la entidad varios centros de ejecución de órdenes, éste se ha de entender en términos comparativos – es decir, hay que analizar si los precios cargados por el centro de ejecución elegido por la entidad difieren, en general, de los de sus competidores⁴².
- Costes: No se ha de limitar sólo al análisis de los costes explícitos (costes de transacción, costes de acceso a determinados centros de ejecución) sino también

⁴² Por lo tanto, una empresa de inversión no está cumpliendo con sus obligaciones MiFID si no ha desarrollado procesos que permitan seleccionar el mejor centro de ejecución de entre los disponibles. Esto, no sólo protege al inversor, sino que también favorece el desarrollo del mercado financiero, otro de los objetivos de la normativa (y que, para algunos, es preponderante sobre el de la protección del inversor [a estos efectos ver la nota al pie número 5])

de los implícitos (los que pueden derivar de ejecutar varias órdenes individualmente en vez de en bloque, de ejecutar la orden de forma tardía, etc.) En el caso de poder seleccionar la entidad varios centros de ejecución de órdenes, de nuevo, estos se establecerán en términos comparativos con los competidores⁴³.

- Volumen: Será relevante en relación con aquellas situaciones en las que, para una cantidad de acciones, contratos o similares, la cual desea contratar el cliente, se puede obtener un precio inferior por el volumen en cuestión
- Velocidad: De especial importancia será en aquellos casos en los que la entidad espere que haya un movimiento adverso del mercado de especial relevancia, siempre en el contexto de órdenes de bajo volumen y de instrumentos de elevada liquidez
- Probabilidad de ejecución y acuerdo: En la medida en que el mejor precio posible esté sujeto a determinadas condiciones o restricciones y estas sean contrarias a las indicaciones adicionales transmitidas por el cliente, este factor habrá de ser tenido en cuenta.
- Naturaleza de la orden: Será importante en la medida en que la ejecución de cada tipo de orden puede implicar determinados aspectos que limiten la posibilidad de obtener el mejor precio.
- Cualesquiera otras consideraciones que puedan ser relevantes para la ejecución de la orden: Este factor se incluye para incidir en que la clasificación de factores es *numerus apertus*⁴⁴ y, por lo tanto, no será suficiente para probar haber cumplido con la obligación demostrar que se tuvieron en cuenta todos los factores anteriormente enumerados.

Asimismo, estos factores han de ponderarse en función de su importancia relativa, lo que ha de determinarse teniendo en cuenta los siguientes factores, recogido en el artículo 44 de la Directiva 2006/73/CE: “(i) las características del cliente, incluida la categorización como cliente particular o profesional; (ii) las características de la orden del cliente; (iii) las características de los instrumentos financieros objeto de dicha

⁴³ Ver nota al pie 41.

⁴⁴ Por ejemplo, indica la FSA (2006), la terminación temprana de un contrato podría ser un factor relevante para algunos derivados *over-the-counter*.

orden; (iv) las características de los centros de ejecución a los que puede dirigirse esa orden.”

Por otra parte, es importante incidir en cuáles son los aspectos de la política de ejecución de órdenes que las entidades han de adaptar a la normativa para cumplir con la obligación de ejecución óptima. En efecto, como comentamos anteriormente, el contenido de la obligación es el tomar todos los pasos razonables para desarrollar procesos que, cuando se lleven a cabo ejecuciones de órdenes, permitan obtener los mejores resultados posibles.

Así, tal y como indica el ESMA (2007), no es suficiente con establecer una política de ejecución, ya que esta se encuentra contenida en la obligación de tomar medidas efectivas para desarrollar los procesos. De este modo, la política de ejecución no sería exhaustiva respecto de la obligación de las entidades, sino que sería un documento en el que se incluirían alguno de los aspectos más importantes de esas medidas. Sin embargo, no opta el organismo por determinar de forma exhaustiva cuáles son los otros elementos que deberán desarrollar las entidades. Ni siquiera establece los necesarios de la política de ejecución, sino que se limita a establecer cuatro aspectos que deberán estar siempre incluidos, a saber: (i) el enfoque de la firma para llevar a cabo órdenes desde el momento en que son originadas hasta el momento en que son ejecutadas; (ii) los centros de ejecución seleccionados y los criterios con que se han elegido; (iii) explicar cómo influyen los diferentes factores (explicados anteriormente) en su enfoque acerca de cómo llevar a cabo las órdenes y (iv) explicar cómo esta forma de actuar asegurará el mejor resultados posible para la ejecución de las órdenes de los clientes. Adicionalmente, indica el propio ESMA (2008), la política de ejecución deberá estar diferenciada por tipología de instrumento, cliente, orden, etc. en la medida de lo necesario.

Otro apunte relevante en relación al principio de ejecución óptima es el de la situación en el que la entidad reciba instrucciones específicas del cliente acerca de cómo ejecutar una orden. En esos casos, indica el ESMA (2008), se han de seguir las instrucciones del cliente. No obstante, esto no implica que el principio de ejecución óptima no aplique a la orden, sino que en todos aquellos aspectos de la misma en los que el cliente no haya

incidido y se puedan ejecutar, por lo tanto, con libertad por parte de la entidad, esta seguirá estando sujeta al principio de mejor ejecución.

Por último, cabe decir que el artículo 21.3 de la Directiva 2004/39/CE impone una obligación a las entidades en línea con el principio de mejor ejecución: la de proveer a sus clientes – y potenciales clientes – con información apropiada sobre la política de ejecución de órdenes, se refiere a información “suficiente” y “comprensible” para los clientes de tal modo que puedan comprender los servicios ofertados y elegir de forma informada entre ellos. Posiblemente sea en esta obligación de información donde podamos notar una manifestación más relevante de la protección al inversor en relación con este principio. No es esta la única obligación de información que MiFID impone a las empresas de inversión. Las más relevantes se analizan en el siguiente apartado.

3.5 Obligación de informar

La obligación de suministrar información es uno de los elementos esenciales que se incluyen en la normativa MiFID en lo referente a los deberes generales de comportamiento de la entidad financiera, consecuencia a su vez de la obligación de la entidad de comportarse con diligencia y transparencia y de cuidar el interés del cliente como si fuera el propio. De este modo, la obligación de informar se constituye como un medio adicional de protección a la clientela. Asimismo, cabe mencionar que su origen se encuentra en la teoría de asimetría de la información entre las empresas de inversión y sus clientes (Pulido, 2014).

Uno de los puntos clave en la Directiva 2004/39/CE relativos a esta obligación se encuentra en el artículo 19. En su apartado primero, se establece que las entidades han de actuar “con honestidad, imparcialidad y profesionalidad, en el mejor interés de sus clientes”. Por su parte, su apartado segundo establece que la información deberá ser “clara, imparcial y no engañosa”. No obstante, dado que tal afirmación podía resultar vaga y abstracta, la normativa de nivel 2 de MiFID, la Directiva 2006/73/CE, establece en su artículo 27 cuáles son las condiciones que ha de cumplir la información para considerar que cumple con tales atributos. Entre ellos, caben destacar los siguientes: (i) exactitud; (ii) no destacar beneficios potenciales sin indicar de manera imparcial y

visible los riesgos pertinentes; (iii) suficiencia; (iv) ser comprensible para el integrante medio del grupo al que se dirige o los receptores probables; (v) no encubrir, minimizar u ocultar advertencias importantes.

Como afirma Pulido (2014) el legislador europeo parece haber seguido la doctrina francesa de *mise en garde*. Algunos otros autores, como Pérez Alonso (2012) consideran que esta doctrina implica ir más allá de una mera obligación de información, pudiéndose distinguir entre esta y una obligación adicional de advertencia. Así, esta exigencia va más allá de la mera obligación de informar: se exige que se suministre una información objetiva, señalando las consecuencias que se han de extraer de la misma, todo ello desde la perspectiva de la existencia de un riesgo o un peligro a evitar.

En definitiva, en línea con lo indicado por la Audiencia Provincial de Alicante (SAP Alicante de 7 de noviembre de 2011), se puede sintetizar en el deber de satisfacer unas condiciones objetivas y mínimas de corrección, teniendo que ser la información “*simple, clara, suficiente, tempestiva, directa, eficaz y no meramente verbal*” (Pulido, 2014).

Una vez abordado las características que ha de reunir esta información, el artículo 19 pasa a concretar, en su apartado tercero, qué información habrá de ser aportada. Esta, incide el artículo una vez más, deberá prestarse de manera comprensible, sobre los siguientes puntos: “*(i) la empresa de inversión y sus servicios; (ii) los instrumentos financieros y las estrategias de inversión propuestas; esta información debería incluir orientaciones y advertencias apropiadas acerca de los riesgos asociados a las inversiones en esos instrumentos o en relación con estrategias de inversión particulares; (iii) centros de ejecución de órdenes y (iv) gastos y costes asociados, de modo que les permita, en lo posible, comprender la naturaleza y los riesgos del servicio de inversión y del tipo específico de instrumento financiero que se ofrece y, por consiguiente, puedan tomar decisiones sobre la inversión con conocimiento de causa.*”

Los requisitos concretos con los que ha de cumplir la información suministrada para cada uno de estos elementos se encuentran recogidos en la Directiva 2006/73/CE, en sus artículos 28 a 33. No conviene aquí reproducir los requisitos de cada uno de estos, sin embargo, siguiendo a Mugica (2014) sí nos detendremos en la información que las

empresas de inversión han de aportar a sus clientes sobre los instrumentos financieros que pueden contratar, ya que es “*la información más importante (...) determinante para que [el cliente] decida si quiere invertir en ellos o no*”. Así, conforme al artículo 31 de la Directiva 2006/73/CE, deberán recogerse⁴⁵ la descripción y naturaleza de los productos, los riesgos financieros⁴⁶, así como las posibles obligaciones⁴⁷ y compromisos financieros adicionales que pueda acarrear el producto y otros aspectos particulares de determinados instrumentos⁴⁸.

No obstante lo anterior, es destacable que la obligación de información no se limita⁴⁹ a lo establecido en el artículo 19 de la Directiva 2004/39/CE y los correspondientes artículos de desarrollo, sino que aparece en otros puntos de la normativa. A estos efectos, es interesante destacar la síntesis que elabora Fernández (2013), clasificando estas obligaciones de información en pre-contractuales, contractual y post-contractual. Así, pre-contractual sería la obligación de informar sobre (i) la empresa y sus servicios; (ii) el servicio de gestión de carteras; (iii) los instrumentos financieros; (iv) la salvaguarda de activos; (v) los costes y los gastos; (vi) la política de ejecución de órdenes y (vii) la política de conflictos de interés. Respecto a la información contractual, simplemente deberá plasmarse que se ha cumplido con todas las obligaciones citadas anteriormente. Finalmente, la información post-contractual incluiría la información sobre (i) el servicio de gestión de carteras y (ii) los instrumentos financieros de los clientes⁵⁰.

⁴⁵ “Teniendo en cuenta, además, la categorización del cliente como minorista o profesional”. En opinión del autor de este trabajo, esta indicación es redundante, ya que al incluirse en el artículo 27.2 de la Directiva 2006/73/CE el sintagma “de forma que resulte comprensible para cualquier integrante medio del grupo al que se dirige, o para los receptores probables de la información”, se puede entender que la obligación de tener en cuenta los receptores probables de la información contiene, al menos, la obligación de tener en cuenta la categorización del cliente

⁴⁶ Incluyendo el riesgo de pérdida total de la inversión, la volatilidad del precio y las posibles limitaciones a negociar ese producto financiero en el mercado.

⁴⁷ Como, por ejemplo, la necesidad de mantener un margen obligatorio para mantener abierta la posición.

⁴⁸ Así, por ejemplo, si el instrumento financiero está compuesto por dos o más productos, se deberá informar de la forma en que interactúan los riesgos inherentes a cada uno de esos productos; o en el caso de incorporar una garantía de un tercero, se deberá aportar información sobre ésta y sobre el garante, de tal modo que el cliente pueda realizar una valoración razonable de la misma.

⁴⁹ Como ya hemos introducido en el último párrafo del apartado anterior.

⁵⁰ Se refiere esta obligación a la de remitir información de forma anual y en soporte duradero sobre el estado o situación de aquellos instrumentos que tenga contratados el cliente.

3.6 Gestión de conflictos de interés

La construcción de la figura del conflicto de interés bajo MiFID pone de relieve, una vez más, el papel central que ocupa la protección al inversor en la normativa. El artículo 13.3 de la Directiva 2004/39/CE impone a las empresas de inversión la obligación de mantener y aplicar “*medidas administrativas y de organización efectivas con vistas a adoptar todas las medidas razonables destinadas a impedir que los conflictos de intereses (...) perjudiquen los intereses de sus clientes*”. Más adelante, en el artículo 18.2, se indica que “*En caso de que las medidas (...) no sean suficientes para garantizar, con razonable certeza, que se prevendrán los riesgos de perjuicio para los intereses del cliente, la empresa de inversión deberá revelar (...) la naturaleza general o el origen de los conflictos de intereses*”.

A pesar de que en el artículo 18.1 se impone una obligación genérica de control a los Estados miembros para controlar que las empresas establecen medidas para detectar los conflictos de intereses, sin incluir ninguna mención a la protección del inversor, de los dos apartados mencionados en el párrafo anterior se desprende que el reproche al conflicto de interés se establece en la medida en que concatena la protección del inversor. Independientemente de si esta se configura como un fin instrumental al servicio de la eficiencia del mercado, es indudable que la configuración del conflicto de interés pone de relieve la importancia que MiFID otorga a la protección del inversor⁵¹.

Pasaremos ahora a determinar cuándo se considera bajo la normativa MiFID que existe un conflicto de interés – potencialmente perjudicial para los clientes, y cuáles son las medidas concretas que la empresa de inversión tiene la obligación de adoptar en tales supuestos. Bien, a tal respecto, el artículo 18.3 de la Directiva 2004/39/CE remite a la normativa de Nivel 2⁵² para la concreción de esos aspectos. Así, en el artículo 21 de la Directiva 2006/73/CE se establece que, para determinar la existencia de un conflicto de interés se ha de tener en cuenta “*como criterio mínimo, si la empresa de inversión o una*

⁵¹ Esto se encuentra respaldado por algunos documentos, como, por ejemplo, la Consulta pública del ESMA (2012) sobre las directrices acerca de políticas y prácticas sobre remuneraciones en la Directiva MiFID, en cuyo apartado segundo se establece que el objetivo del mismo es “reforzar la protección del inversor *aportando mayor claridad en la implementación de los principios sobre conflictos de interés establecidos en MiFID*”

⁵² Ver apartado 2.2

persona competente, o una persona directa o indirectamente vinculada a la empresa (...) se encuentra en alguna de las siguientes situaciones (...)”, enunciándose a continuación cinco supuestos, relativos a la empresa o la persona en cuestión: (i) puede obtener un beneficio, o evitar una pérdida, a expensas del cliente; (ii) existe un interés en un determinado resultado en la prestación de un servicio distinto del propio interés del cliente; (iii) existen incentivos para favorecer los intereses de otros clientes sobre los del cliente en cuestión; (iv) desarrolla la misma actividad que el cliente y (v) existe un incentivo para llevar a cabo la operación diferente de la propia comisión habitual por el servicio.

Como se puede observar, el enfoque que adopta MiFID respecto a los conflictos de interés es preventivo. El motivo por el que se ha adoptado este enfoque es que se cree que es un enfoque más efectivo. Otro factor que apoya esta perspectiva es el hecho de que la revelación del conflicto de interés sólo es aceptable cuando se hayan agotado las posibles medidas a adoptar anteriores, además del hecho de que la mera revelación no es suficiente para dar por cumplida la obligación (Moloney, 2010).

Como acabamos de adelantar, la revelación es sólo uno de los mecanismos – como último recurso – del que las empresas de inversión pueden servirse para cumplir sus obligaciones respecto a la política de gestión de los conflictos de interés. Así, el artículo 22 de la Directiva 2006/73/CE indica que los Estrados miembros deberán asegurarse de que las empresas de inversión desarrollan políticas eficaces de gestión de los conflictos de interés, la cual deberá incluir: (i) las circunstancias que puedan dar lugar a un conflicto de intereses que tenga el riesgo de menoscabar los intereses de uno o más clientes; y (ii) los procedimientos y medidas que habrán de adoptarse para solucionar esos conflictos⁵³.

En cualquier caso, como indican Casey y Lannoo (2009), una gestión adecuada de los conflictos de interés debería asegurar que se cumplen los siguientes pasos: (i) elimina los incentivos no legítimos y es capaz de identificar la raíz de la causa del conflicto de interés; (ii) asegura que existen controles sobre la posible aparición de conflictos de interés en aquellas actividades que sean más propensas a ello; (iii) identifica y resuelve

⁵³ Algunos de estos procedimientos y medidas se incluyen en la continuación del citado artículo

todas las prácticas que presenten un riesgo material para el interés de los clientes; (iv) hace llegar a los clientes la existencia de situaciones en las que la firma cree que los controles no están siendo suficientes, sin implicar esto la notificación al cliente de la existencia de un conflicto de interés y (v) revisa de forma periódica la robustez de los controles sobre los conflictos de interés, evitando que cualquier práctica pueda derivar en la creación de conflictos de interés para sus clientes.

Sin embargo, es posible que existan casos en los que estos mecanismos no sean suficientes para preservar el interés del inversor ante la existencia de un conflicto de interés. Es por esto por lo que el artículo 18.2 de la Directiva 2004/39/CE establece que *“En caso de que las medidas organizativas o administrativas adoptadas (...) no sean suficientes para garantizar, con razonable certeza, que se prevendrán los riesgos de perjuicio para los intereses del cliente la empresa de inversión deberá revelar claramente al cliente la naturaleza general o el origen de los conflictos de intereses antes de actuar por cuenta del cliente”*.

Hay tres aspectos del enunciado anterior en los que es importante incidir. En primer lugar, la obligación de revelar el conflicto de interés sólo nace si y solo si la empresa de inversión no puede, *con razonable certeza*, determinar que las medidas sean suficientes para prevenir riesgos para los intereses del cliente. Esto es relevante, ya que si un razonamiento de buena fe puede determinar que las medidas son suficientes para prevenir los riesgos relativos al conflicto de interés, incluso si posteriormente se produce un daño para los intereses del cliente, no se habría incumplido obligación alguna respecto de la revelación. En segundo lugar, se establece que esta revelación ha de ser “clara” y determinar la naturaleza “general” o el origen del conflicto. Así, mediante el empleo de la conjunción disyuntiva “o” queda claro que la firma puede cumplir con su obligación simplemente indicando la naturaleza general del conflicto de intereses, sin necesitar especificar el verdadero origen del mismo. En tercer lugar, el sintagma *“antes de actuar por cuenta del cliente”* no implica un enunciado definitivo que permita, una vez aceptada la situación por el cliente, actuar para siempre que exista ese conflicto, sino que, cada vez que este surja, se deberá poner en conocimiento del mismo de forma previa a la actuación de la entidad (Enriques, 2005).

Por último, es importante recordar que el considerando 27 de la Directiva 2006/73/CE establece que la revelación no es una carta en blanco que faculta a la entidad para liberarse de la obligación de adoptar las medidas necesarias para evitar el conflicto, sino que, en todo caso, se establecería como una obligación adicional.

Finalmente, cabe destacar que el artículo 19.1 impone una obligación más amplia a las empresas de inversión a la hora de prestar sus servicios de asesoramiento de inversión, exigiéndose que actúen con honestidad, imparcialidad y profesionalidad y en el mejor interés de sus clientes. Como apunta Enriques (2005), esta previsión implica que, en muchos casos, no sea suficiente con que las firmas cumplan con sus obligaciones relativas a los conflictos de interés que hemos comentado en este apartado, sino que será necesario ir más allá. No obstante, la Directiva de nivel 2 (2006/73/CE) ha delimitado el alcance de esta obligación algo genérica al área de los incentivos, concretándose en aquellas situaciones en las que los trabajadores *“pagan o reciben algún honorario o comisión o aportan o reciben algún beneficio no monetario”* estableciéndose una serie de excepciones, recogidas en el propio artículo 26 de la citada Directiva.

Una vez analizados los principales elementos de la normativa MiFID para asegurar la protección del inversor⁵⁴, podemos observar que la normativa MiFID ha supuesto una revolución, tanto por su contenido como por su ánimo armonizador, en la relación de las empresas de inversión con sus clientes en el ámbito europeo. Sin embargo, como apunta Aguilar Alonso (2014), la crisis financiera nos recordó que aún existían puntos de mejora en el funcionamiento de los mercados financieros (principalmente, de falta de transparencia) y de las empresas de inversión (principalmente, en relación con el sistema de gobierno corporativo), así como en la prestación de los servicios de inversión.

Estas son las razones principales por las que en 2014 se aprueba la Directiva 2014/65/UE relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID II)⁵⁵. Así, se acometen reformas orientadas a mejorar la transparencia y la protección de los

⁵⁴ En línea con lo indicado por la Comisión Europea (2008)

⁵⁵ La entrada en vigor de la normativa se encuentra pospuesta para el 3 de enero de 2018, debido a los retos técnicos de implementación con los que se han encontrado tanto los reguladores como las distintas empresas de inversión afectadas por la normativa, tal y como anunció la Comisión Europea el pasado 10 de febrero de 2016 (Comisión Europea, 2016)

inversores, a la creación de un régimen administrativo-sancionador y a dotar de mayores facultades de supervisión a las autoridades competentes.

En el siguiente capítulo destacamos los cambios más relevantes que, bien como fin último o bien como un medio para alcanzar un mejor funcionamiento de los mercados⁵⁶, se han adoptado en MiFID II en materia de protección de los inversores.

⁵⁶ Ver nota al pie número 5

4. Modificaciones en la protección del inversor de MiFID II

Como indica el Ministerio de Economía, Industria y Competitividad español (2017), el aumento de la protección del inversor es uno de los claros objetivos de MiFID II. Como hemos comentado, esta mejora se orienta, principalmente, a la eliminación de algunas malas prácticas que habían tenido lugar en los años posteriores a la crisis financiera iniciada en 2007 respecto de la comercialización de productos financieros. Así, en términos generales, la nueva normativa se esfuerza por evitar de forma efectiva la producción de conflictos de interés entre quienes prestan los servicios de inversión y sus propios clientes, de tal modo que se tomen las decisiones de inversión de la manera más informada posible. Además, se restringe la percepción de incentivos, y se refuerzan algunas obligaciones de información, sobre todo las relativas a los gastos y comisiones. Por otra parte, se refuerza la obligación de conocimiento del cliente, lo que queda plasmado mediante nuevas obligaciones en la gobernanza de producto y unas mayores facultades a la autoridades de intervención de productos y servicios. Por último, se esfuerza la normativa porque el cliente conozca en todo momento si el servicio que está recibiendo se trata de comercialización o de asesoramiento, así como porque el llamado “asesoramiento independiente” sea tal.

4.1 Test de idoneidad y test de conveniencia

Las líneas principales de MiFID I en relación con el test de idoneidad y conveniencia se mantienen en MiFID II. Regulados ahora en el artículo 25 de la Directiva 2014/65/UE, las mejoras de estas evaluaciones se asocian más a aspectos relativos a la información (ya sea aquella que tiene que ser recabada por la entidad, ya sea aquella que ha de ser aportada al cliente) y a aspectos relativos a la categorización de los productos en complejos y no complejos⁵⁷.

Así, en referencia al test de idoneidad, como apuntan Miguez, Sarria, Faustino y Ferrer (2016), MiFID II exige que se obtenga más información acerca de la situación

⁵⁷ Ya que el impacto esencial de la categorización de un producto como complejo o no complejo se encuentra en la necesidad de elaborar el test de conveniencia o no, en determinadas circunstancias (ver apartado 3.3), se ha optado por incluir las novedades relativas a la clasificación de los instrumentos financieros en este apartado.

financiera del cliente – en concreto, sobre su capacidad para soportar pérdidas – y sobre sus objetivos de inversión – en concreto, sobre el nivel de tolerancia al riesgo del cliente. Además, otra de las novedades más destacadas de MiFID II es la obligación, como indican Jansen, Killian y Loonen (2016), de tener que remitir al cliente un informe acerca de cómo la recomendación o el asesoramiento en cuestión encajan con las características determinadas en el test de idoneidad. Además, como explica el ESMA (2014), si la recomendación en cuestión implica que el cliente tiene que llevar a cabo una revisión de su posición de forma periódica, esto también debería incluirse en el informe. En este sentido, se deberían enviar informes periódicos por parte de la empresa de inversión al cliente acerca de su situación⁵⁸. Por último, es interesante destacar que el concepto de asesoramiento, bajo la normativa de MiFID II, no se limita únicamente a la recomendación de contratar un instrumento financiero, sino que alcanza a cualquier recomendación que pueda ser categorizada, en sentido amplio, como personal – por ejemplo, la de mantener una posición, vender un instrumento o llevar a cabo una permuta. Así, en estos casos, de forma previa a la recomendación, también será necesario realizar un test de idoneidad.

En referencia al test de conveniencia, las principales modificaciones aparecen en relación con el concepto de producto complejo. La relevancia de esta distinción, recordamos, está en relación con la no obligación de realizar el test de conveniencia en las órdenes de mera ejecución, siempre que se cumplieran determinados requisitos (ver apartado 3.3). Así, como indican Jansen, Killian y Loonen (2016), bajo MiFID II todo producto cuyas características no le permitan subsumirse en la definición de producto no complejo, será considerado complejo. En este sentido, cabe destacar que se han añadido dos criterios adicionales para poder categorizar a un producto como no complejo: (i) no incluye una cláusula o condición que altere de forma fundamental la naturaleza o el riesgo de la inversión o del perfil de pago y (ii) no incluyen gastos (o comisiones) de salida que puedan hacer a la inversión no líquida⁵⁹. Además, como apuntan Alonso, Franco y Gallego (2013), si, a pesar de no ser productos complejos, la prestación de varios servicios aumenta la complejidad de la operación, de tal modo que

⁵⁸ En estos supuestos no es necesario que los siguientes informes incorporen el mismo tipo de detalle que el primer informe remitido al cliente.

⁵⁹ Esto es de especial importancia para los depósitos estructurados los cuales, a partir de MiFID II, dejan de considerarse productos bancarios y pasan a entrar en el paraguas de la normativa.

pueda dificultar la comprensión de los riesgos que esta entraña, se deberá practicar el test de conveniencia.

4.2 Principio de ejecución óptima

Las principales modificaciones en relación con el principio de ejecución óptima se establecen debido a la poca aplicación práctica a través de las medidas que se establecían en MiFID I que este principio ha encontrado. En primer lugar, el texto de MiFID II pasa de obligar tomar las “medidas razonables” a las “medidas necesarias” para asegurar el cumplimiento de este principio. Según el FCA (2014), esto va a implicar para las empresas de inversión tener que mejorar sus sistemas actuales de control para demostrar a los clientes que controlan de forma efectiva los procesos relativos a las órdenes de ellos (Arranz, 2013).

Además de este cambio principal en la enunciación del principio de ejecución óptima, siguiendo lo indicado por el despacho DLA Piper (2015), los otros cinco cambios de calado que introduce MiFID II a este respecto son: (i) los centros de ejecución también estarán sujetos a la obligación de publicar, con carácter anual, información sobre la calidad de sus ejecuciones, incluyendo, al igual que ya tenían que hacer las empresas de inversión, información relativa al precio, los costes, la velocidad y la probabilidad de ejecución de órdenes relativas a cada instrumento financiero; (ii) las empresas de inversión tienen la obligación de publicar, con carácter anual, sus cinco centros de ejecución más empleados, indicando la calidad de la ejecución de las transacciones en cada uno de esos centros; (iii) las empresas de inversión estarán sujetas a la obligaciones de poner a disposición del cliente de forma “clara y suficientemente detallada”, así como transmitirse de forma que pueda ser entendida de forma clara por el cliente, su política de ejecución; (iv) las empresas de inversión ya no solo deberán demostrar al cliente que están cumpliendo con su propia política de ejecución, sino que deberán poder demostrarlo ante las autoridades nacionales competentes y (v) las empresas de inversión no podrán recibir ningún tipo de remuneración⁶⁰ por dirigir las órdenes a un determinado centro de ejecución.

⁶⁰ Esto se extiende también a las no monetarias (Arranz, 2013)

4.3 Obligación de informar⁶¹

Las novedades de MiFID II relativas a la obligación de informar de las empresas de inversión se encuentran recogidas en los apartados 3 y 4 del artículo 24 de la Directiva 2014/64/UE. Los cambios principales se despliegan en torno a tres ejes: la información relativa a los instrumentos financieros; la información adicional que se ha de aportar en el caso de prestar un servicio de asesoramiento de inversión y la información sobre los costes y gastos asociados al servicio.

Así, siguiendo a Míguez, Sarria, Faustino y Ferrer (2016), en relación con las novedades en la prestación de información de los instrumentos financieros, podemos distinguir tres cambios: (i) se deberán incluir advertencias y orientaciones acerca de los riesgos inherentes a los instrumentos o estrategias de inversión en cuestión. Además, se deberá incluir referencias y un ejemplo de los posibles impedimentos o restricciones a la desinversión; (ii) se deberá especificar si el producto se ha diseñado para inversores minoristas o para inversores profesionales; (iii) se deberá concretar el posible funcionamiento del instrumento en determinadas situaciones de mercado (tanto positivas como negativas).

En relación con las novedades en la información en relación a los servicios de asesoramiento de inversiones, además de la información general que se debe poner a disposición del cliente ante la prestación de cualquier otro servicio, siguiendo a Aguilar (2014), se deberán incluir los siguientes puntos: (i) si el asesoramiento es independiente o no⁶²; (ii) si el asesoramiento está basado en un análisis amplio de los distintos instrumentos y productos existentes en el mercado o si, por el contrario, se ha realizado con base en los instrumentos y productos emitidos por la propia entidad o por otras vinculadas a esta y (iii) si se va a realizar un seguimiento de la idoneidad del producto.

⁶¹ Como se ha indicado en el capítulo anterior, la obligación de informar está presente en muchos ámbitos de la protección del inversor. Así, algunos de estos cambios ya se han mencionado en epígrafes en los que, por su objetivo y contenido, se han considerado más adecuados. Por ejemplo, la obligación de informar al cliente, tras la realización del test de idoneidad, de cómo se ajusta la recomendación realizada a las distintas características del inversor recogidas en el test en cuestión, mencionada en el apartado 4.1.

⁶² El concepto de asesoramiento independiente es una de las novedades de MiFID II. Las principales características de esta nueva categoría es que, por una parte, se garantiza al inversor que se ha llevado a cabo un análisis de un número considerable de productos financieros antes de hacer llegar al cliente su recomendación, sin limitarse estos productos a aquellos que emita la propia entidad u otras con las que esta tenga vínculos estrechos; y, por otra, prohíbe, de forma tajante, el cobro de incentivos por terceros a la hora de prestar este tipo de asesoramiento (Alonso, Franco, & Gallego, 2013).

Por último, en línea con lo indicado por Miguez, Sarria, Faustino y Ferrer (2016) y siguiendo a Agüero⁶³ (2014), los cambios principales en la obligación de informar relativos a los costes y cargos son los siguientes: (i) se deberán incluir en referencia tanto a la inversión como a los servicios auxiliares, así como al instrumento financiero en cuestión y a los pagos que deban realizarse a terceros; (ii) se deberá entregar la información sobre la totalidad de costes y cargos desglosada por conceptos si el cliente así lo solicita; (iii) se deberá entregar la información de forma periódica si así procediera y, en cualquier caso, de forma anual y (iv) en el caso de que la información sobre costes y gastos de un producto en concreto no estuviera disponible, la entidad se encuentra facultada para proporcionar información histórica de los costes y los gastos asociados, siempre como un indicador esperado de los posibles costes y gastos reales.

4.4 Gestión de conflictos de interés

La regulación relativa a los conflictos de interés, en esencia, se mantiene invariable. No obstante, cabe destacar que MiFID II pone un mayor énfasis en la importancia de la prevención como el enfoque óptimo para abordar los conflictos de interés. Prueba de ello es el cambio en la forma de enunciar la obligación a la que están sujetas las empresas de inversión – se pasa de establecer, por una parte, que se deberán tomar todas las medidas *razonables* a todas las medidas *apropiadas*; y, por otra, se pasa de indicar que estas medidas deberán *detectar* los conflictos de interés a añadir que, además, deberán servir para *prevenir o gestionar* los mismos (Taylor Wessing, 2017).

Además de este cambio en el contenido de la obligación principal respecto de los conflictos de interés, la nueva normativa ha introducido algunos otros aspectos relevantes que a continuación se exponen. En primer lugar, como indica Pinsent Masons (2016) en referencia a la revelación de la existencia como método para cumplir con las obligaciones de la entidad en relación con los conflictos de interés, este, ahora de forma expresa, se constituye como un último recurso, tal y como indica el considerando 48 del

⁶³ En el documento de la autora que se encuentra incluido en el enlace a la correspondiente referencia bibliográfica se expone una tabla en la que se analiza, apartado por apartado del artículo, las modificaciones en las obligaciones de información MiFID I – MiFID II

Reglamento de desarrollo de MiFID II. Además, como apunta Taylor Wessing (2017)⁶⁴, ya no es suficiente con una revelación de la naturaleza general del conflicto de interés, sino que los requisitos van mucho más allá, requiriendo (i) una declaración clara en la que se indique que las medidas tomadas por la entidad para la prevención de los conflictos no son suficientes para evitar el riesgo o el daño; (ii) una descripción *específica* de los conflictos en cuestión que derivan de la prestación de tal servicio; (iii) una explicación de los riesgos que se derivan del conflicto.

En segundo lugar, como indica Hogan Lovells (2016), se introducen dos modificaciones clave en relación con la política de conflictos de interés de las empresas de inversión. Por una parte, se recoge en el considerando 47 del Reglamento de desarrollo de MiFID II, que a la hora de desarrollar la política en cuestión, se debe prestar especial atención a las siguientes actividades: (i) elaboración de informes; (ii) asesoramiento en materia de inversión; (iii) negociación por cuenta propia; (iv) gestión de carteras y (v) prestación de servicios financieros a empresas. Por otra parte, se establece la obligación, en el artículo 34 del Reglamento de desarrollo de MiFID II, que esta política se deberá evaluar y revisar de forma periódica – con una frecuencia mínima anual – y, en este sentido, se deberán tomar todas las medidas apropiadas para solventar cualquier deficiencia que se identifique en la misma. Como indica Taylor Wessing (2017) estas dos medidas refuerzan la idea de la importancia de la prevención como la forma adecuada de abordar los conflictos de interés.

En tercer lugar, hay algunas novedades en la gestión de los conflictos de interés en relación con determinadas actividades de los servicios de inversión que conviene mencionar. Nos referimos aquí a los informes de inversión y a los servicios de aseguramiento y colocación. En referencia a los primeros, MiFID II pone el énfasis en evitar aquellos conflictos que puedan surgir en aquellas empresas que presten estos servicios así como los de asesoramiento financiero. Resulta claro pensar que existe la posibilidad de poner, a consta del cliente, una de estas actividades al servicio de la otra. Por ello, se establecen medidas como el requisito de que exista una separación física⁶⁵ entre los analistas encargados de elaborar los informes y aquellas personas cuyas tareas

⁶⁴ Y como se ha comentado en el apartado 3.6 de este trabajo

⁶⁵ Y, en aquellos casos en los que por el tamaño de la entidad esto no sea viable, se deberá demostrar que se cuentan con barreras de información adecuadas.

asignadas se sirvan de estos informes. En referencia a los segundos, se establecen medidas adicionales a las ya recogidas de forma genérica en MiFID I, entre las que podemos destacar las siguientes obligaciones: (i) disponer de un proceso centralizado que identifique todas las operaciones de aseguramiento y colocación; (ii) obligación de llevar a cabo un registro con la información relevante de las mismas (por ejemplo, la fecha en que fue informada la entidad de una potencial operación de este tipo), el contenido y fecha de las instrucciones recibidas de los clientes y de las decisiones de distribución. El objetivo perseguido con esto es que las decisiones finales de distribución a clientes puedan reconstruirse, pudiéndose determinar si están justificadas o no (Miguez, Sarria, Faustino, & Ferrer, 2016).

5. Conclusiones

Como se ha ido observando a lo largo del trabajo, MiFID ha impuesto un gran número de nuevas obligaciones para las entidades financieras en materia de protección al inversor. Sin embargo, como se puede deducir de algunas de las novedades introducidas por MiFID II, el resultado esperado, en determinados puntos, no ha sido equivalente al verdaderamente obtenido. La falta de concreción o ambigüedad en la terminología empleada, la dificultosa aplicación práctica de algunos aspectos, así como la falta de previsión del legislador en relación a algunas situaciones particulares, han sido algunos de los motivos que han favorecido esta situación. No obstante, no se puede negar que el avance que MiFID ha supuesto en la protección de inversor en poco más de una década en el contexto europeo no tiene precedente.

A continuación se exponen algunas conclusiones alcanzadas en relación con los puntos clave relativos a la protección del inversor analizados en este trabajo, a saber, la evaluación de idoneidad y conveniencia, el principio de ejecución óptima, la obligación de informar y la gestión de los conflictos de interés.

5.1 Conclusión primera

La evaluación de idoneidad a la hora de prestar asesoramiento es uno de los puntos en los que la protección al inversor se puede palpar con mayor claridad. Sin embargo, la información que MiFID I requería a las entidades recoger de sus clientes parecía insuficiente para poder evaluar la idoneidad en sí de un determinado producto o servicio de inversión. Además, limitar su aplicación a la venta de productos otorgaba un margen para el asesoramiento sin necesidad de llevar a cabo este test – por ejemplo, en relación con recomendaciones orientadas a mantener una determinada posición. Por ello se consideran correctas las novedades de MiFID II, ampliando los requisitos de información a obtener de los inversores así como extendiendo a cualquier tipo de recomendación personal el ámbito del test. Sin embargo, parece que el apelativo *personal* en relación con el asesoramiento para requerir realizar la evaluación de idoneidad supone un riesgo para la efectiva protección del inversor – el asesoramiento genérico, ya sea por el público o por la tipología de productos, puede exponer al

inversor a contratar productos con algunos riesgos para los cuales podría no estar preparado.

Por su parte, el test de conveniencia supone una garantía para el inversor en relación con la contratación de productos complejos. No obstante, es aquí donde surge uno de los mayores problemas que se han indicado en relación a MiFID – ¿qué es un producto complejo? –. Si bien MiFID I indicaba ya una lista de productos no complejos, la normativa dejaba abierta la puerta a considerar otros como no complejos, siempre que reunieran unos requisitos. MiFID II ha añadido dos requisitos adicionales para poder considerar a un producto como no complejo. Por ello, existen dudas acerca de si la técnica de un listado no exhaustivo unido al de unos criterios como cajón de sastre es adecuado. En este sentido, el ESMA, a nivel europeo; y la CNMV, a nivel nacional, han hecho esfuerzos por publicar listas de productos no complejos y complejos, si bien, estos listados, no tienen carácter vinculante. La exposición del inversor a la contratación de productos no complejos es, bajo las definiciones actuales y la innovación existente en el mercado financiero, potencialmente elevada. Por ello, un esfuerzo del legislador por elaborar una lista exhaustiva de qué productos se consideran no complejos podría favorecer a la obtención de los resultados esperados – si bien, esto podría coordinarse con la existencia de un procedimiento para que, en relación con determinados productos concretos novedosos que pudieran diseñarse, las entidades financieras instarán a la Unión Europea el reconocimiento de la característica de no complejo para ese producto en particular.

5.2 Conclusión segunda

El principio de ejecución óptima es uno de los aspectos que tras su funcionamiento se comprobó que las previsiones legislativas no eran suficientes para alcanzar los objetivos deseados. Así, la reacción de MiFID II ha ido encaminada a paliar la situación. Esta intención puede palparse en la evolución del tipo de medidas que han de adoptarse para desarrollar procedimientos que aseguren la obtención del mejor resultado posible para el cliente – de *razonables* a *necesarias*. Otro de los elementos que han demostrado lo relevante que la Unión Europea considera este principio para garantizar la protección del inversor es la provisión de que, tras MiFID II, las entidades no solo estarán sujetas a

la obligación de poner en conocimiento de su cliente como se está cumpliendo ese principio de mejor ejecución, sino que también deberá poder demostrarse frente a las autoridades nacionales competentes. Como se verá en la conclusión cuarta, la posibilidad de que las autoridades nacionales fiscalicen el cumplimiento del principio de mejor ejecución supone ir un paso más allá que con, por ejemplo, la política de los conflictos de interés. Asimismo, MiFID II ha extendido la obligación a los centros de ejecución, quienes deberán demostrar que han desarrollado los procesos para obtener los mejores resultados para la ejecución de órdenes.

En fin, las medidas con las que MiFID II ha intentado paliar los problemas de MiFID I en relación al principio de ejecución parecen más que suficientes. Principalmente, el hecho de que la política de ejecución de una empresa de inversión sea fiscalizable frente a las autoridades nacionales va a implicar que este principio se tome muy en serio en la operativa del día a día de las entidades, garantizándose su efectiva implementación. Es importante, por último, remarcar que esta modificación de MiFID II puede obligar a las entidades a acometer reformas profundas de sus procesos, siendo necesarios el empleo de medios adicionales para poder cumplir con estas obligaciones.

5.3 Conclusión tercera

Ya que la esencia para garantizar una especial protección al inversor como partícipe de los mercados financieros es la asimetría de información existente entre este y las entidades financieras, la obligación de informar tiene una importancia capital en la efectiva consecución de esta protección. En relación con esta obligación han de distinguirse dos aspectos a analizar por separado de la misma: qué información se ha de aportar y cómo ha de ser esa información.

Respecto a la primeras de estas cuestiones, el espectro que cubría MiFID I era suficientemente amplio – por ejemplo, obligación de informar sobre los servicios de la empresa de inversión, los centros de ejecución o los costes asociados – aunque MiFID II incluso lo ha ampliado en algunas materias – por ejemplo, en relación a los costes, se obliga a incluir los de los servicios auxiliares o los posibles pagos a terceros.

Es en relación a las características que ha de reunir la información, es aquí donde se puede apreciar un mayor espacio de mejora. MiFID I ya prescribía que la información debía ser “clara, imparcial y no engañosa”, concretando, en la Directiva de desarrollo, algunas características que permitían afirmar que la información cumplía con esas exigencias (como no destacar beneficios potenciales sin indicar los riesgos o ser comprensible para el integrante medio del grupo al que se dirige). Servirse de criterios cualitativos deja un amplio ámbito para la interpretación. Sería positivo que, sirviéndose de la técnica en vigor para fijar la delimitación entre productos no complejos y complejos, se elaborara un listado con algunos puntos específicos de información que hubieran de incluirse, sin ser taxativa la enumeración, a la hora de transmitir información al inversor. No obstante, esta lista debería incluir algunos aspectos mínimos, obligando a las entidades a incluir aquellos otros puntos adicionales que fueran necesarios para que se pueda afirmar que la información cumple con los criterios en vigor, enumerados anteriormente.

5.4 Conclusión cuarta

En referencia a la gestión de los conflictos de interés, uno de los asuntos más destacables es que MiFID los rechaza en la medida en que sean potencialmente dañinos para los intereses de los clientes. Asimismo, la normativa adopta un enfoque preventivo respecto a los mismos, lo que parece que es adecuado – no sólo porque una vez se han producido y hayan perjudicado los intereses en cuestión es complicado encontrar una solución que los reponga, sino porque esta perspectiva orienta también a las empresas de inversión hacia un actuar ético que debería impregnar toda la operativa de la entidad.

Posiblemente sea esta la intención con la que MiFID II añade que la política de gestión de los conflictos de interés ha de ser revisada con un carácter, al menos, anual por la dirección de la compañía, con el objetivo de poder identificar si se están produciendo deficiencias. Asimismo, esto posiblemente aumente la conciencia entre los altos cargos de las entidades de la importancia que la protección del inversor tiene en el contexto normativo actual.

Todo avance en este aspecto ha de ser aplaudido. Sin embargo, como comentamos en la conclusión segunda, que la normativa determinara la posibilidad de que las entidades de inversión sean requeridas, de forma preventiva, por las autoridades nacionales a demostrar que están adoptando las medidas *apropiadas* (todavía bajo MiFID I, *razonables*) para *prevenir o gestionar* (todavía bajo MiFID I, *detectar*) los conflictos de interés, sería una medida adicional que aseguraría al efectivo cumplimiento de los requisitos que MiFID establece para considerar que las empresas de inversión cumplen con sus obligaciones al respecto.

Bibliografía

1. Agüero, A. (27 de Octubre de 2014). *Sitio web de la Universidad de Castilla-La Mancha*. Recuperado el 14 de Abril de 2017, de <https://previa.uclm.es/centro/cesco/pdf/trabajos/mifid.pdf>
2. Aguilar Alonso, I. (1 de Noviembre de 2014). *Sitio web de Uría Menéndez*. Recuperado el 13 de Abril de 2017, de <http://www.uria.com/documentos/publicaciones/4366/documento/fe01.pdf?id=5578>
3. Alonso, J., Franco, S., & Gallego, I. (2013). MiFID II. Novedades en relación con las normas de conducta. Especial referencia al asesoramiento de inversiones . *Revista cuatrimestral de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales, ICADE* , 89.
4. Arquitectos, C. d. (Octubre de 2010). *Sitio web de Arquia*. Recuperado el 6 de Abril de 2017, de https://www.arquia.es/site/FileHandler/politicas_mifid.pdf?path=Arquia/tablon_anuncios/id8
5. Arranz, G. (2013). *Sitio web de la Fundación de Estudios Financieros*. Recuperado el 13 de Abril de 2017, de https://www.google.es/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0ahUKEwjJ0Natg6LTAhVG2BoKHRLOC5IQFgglMAA&url=http%3A%2F%2Fwww.fef.es%2Fnew%2Fpublicaciones%2Fpapeles-de-la-fundacion%2Fitem%2Fdownload%2F864_e7350aa11160e610e8fcd415697993bf.html&usg=AFQjCNEy0_hXDWVcCs_Di4h8JpTUijdw&sig2=IPo8Po356rXtlofkqbXEvQ
6. Banco Inversis. (2008). *Sitio web de Banco Inversis*. Recuperado el 10 de Abril de 2017, de <https://www.inversis.com/mifid/mifid.pdf>
7. Carrasco , Á., & Lyczkowska, K. (2 de Septiembre de 2013). *Sitio web del Centro de Estudios de Consumo*. Recuperado el 6 de Abril de 2017, de <https://previa.uclm.es/centro/cesco/pdf/trabajos/30/39.pdf>

8. Carrasco Perera, Á., & Lyczkowska, K. (23 de Julio de 2013). *Sitio web de la Universidad de Castilla La Mancha*. Recuperado el 10 de Abril de 2017, de <https://previa.uclm.es/centro/cesco/pdf/trabajos/30/35.pdf>
9. Carrasco, Á., & Lyczkowska, K. (2014). Doce tesis sobre las evaluaciones de conveniencia e idoneidad en el protocolo MiFID. *Revista CESCO de Derecho de Consumo* (10/2014).
10. Carrascosa, A., & Guisasola, B. (2008). *Sitio web de la Fundación de Estudios Financieros*. Recuperado el 6 de Abril de 2017, de https://www.google.es/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&uact=8&ved=0ahUKEwja67ihxY_TAhUb3YMKHf5XCbAQFggfMAA&url=http%3A%2F%2Fwww.fef.es%2Fnew%2Fpublicaciones%2Fpapeles-de-la-fundacion%2Fitem%2Fdownload%2F551_5c4a1178eea0e040cc2ce9d8f7284d0c.html&usg=AFQjCNHNLHUuNR-XyHA7v1_z6jH0Hq8W8A&sig2=HRotPPbM2Xfe38cosQGhgz
11. Casey, J.-P., & Lannoo, K. (2009). *The MiFID REVOLUTION*. Cambridge University Press.
12. CESR. (2008). *Sitio web del ESMA*. Recuperado el 11 de Abril de 2017, de https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/08_735.pdf
13. CESR. (17 de Julio de 2009). *Sitio web del European Securities and Markets Authority*. Recuperado el 6 de Abril de 2017, de https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/09_295.pdf
14. Clifford Chance. (2007). *Sitio web de Mifid Content*. Recuperado el 10 de Abril de 2017, de https://www.google.es/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0ahUKEwiW9J6btZrTAhXHtRQKHdDqC-kQFggcMAA&url=http%3A%2F%2Fwww.mifidconnect.com%2Fdownload%2F384&usg=AFQjCNHVLPX5kMjRHUgGjWjp_efe1-rhhQ&sig2=OTSXT0uJiR40K0ZYM9sSzw
15. CNMV. (17 de Junio de 2010). *Sitio web de la CNMV*. Recuperado el 10 de Abril de 2017, de http://cnmv.es/DocPortal/GUIAS_Perfil/GuiaConvenienciaIdoneidad.PDF

16. CNMV. (2012). *Sitio web de la cnmv*. Recuperado el 12 de Abril de 2017, de <https://www.cnmv.es/DocPortal/DocFaseConsulta/CESR/guiasremuneracionMiFID.pdf>
17. CNMV. (14 de Octubre de 2010). *Sitio web de la CNMV*. Recuperado el 6 de Abril de 2017, de https://www.cnmv.es/DocPortal/GUIAS_Perfil/GuiaInstrumComplejosNOComplejos.PDF
18. Comisión Europea. (25 de Noviembre de 2003). *Sitio web de la Comisión Europea*. Recuperado el 3 de Abril de 2017, de http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/progress9_en.pdf
19. Comisión Europea. (29 de Octubre de 2007). *Sitio web de la Comisión Europea*. Recuperado el 4 de Abril de 2017, de http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-07-439_en.htm
20. Comisión Europea. (31 de Octubre de 2008). *Sitio web de la Comisión Europea*. Recuperado el 6 de Abril de 2017, de http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/questions/questions_en.pdf
21. Comisión Europea. (2008). *Sitio web de la Comisión Europea*. Recuperado el 13 de Abril de 2017, de http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/mifidtr_en.pdf
22. Comisión Europea. (10 de Febrero de 2016). *Sitio web de la Comisión Europea*. Recuperado el 13 de Abril de 2017, de http://europa.eu/rapid/press-release_IP-16-265_en.htm?locale=en
23. Comisión Europea. (19 de Noviembre de 2002). *Sitio web del Diario Oficial de la Unión Europea*. Recuperado el 3 de Abril de 2017, de <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM%3A2002%3A0625%3AFIN%3AEN%3APDF>
24. Comisión Europea. (25 de Marzo de 2003). *Sitio web del Diario Oficial de la Unión Europea*. Recuperado el 3 de Abril de 2017, de <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM%3A2003%3A025%3AEN%3APDF>

lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM%3A2002%3A0625%3AFIN%3AEN%3APDF

25. Deutsche Bank. (2007). *Sitio web de Deutsche Bank*. Recuperado el 4 de Abril de 2017, de <https://www.deutschebank.es/pbc/recfondos/pdf/GuiaPracticaMiFID.pdf>
26. DLA Piper. (Diciembre de 2015). *Sitio web de DLA Piper*. Recuperado el 14 de Abril de 2017, de https://www.dlapiper.com/~media/Files/Insights/Publications/2015/12/MiFID_I_I_Best_Execution_Requirements.pdf
27. East West United Bank. (Junio de 2015). *Sitio web del East West United Bank*. Recuperado el 6 de Abril de 2017, de http://www.ewub.lu/IMG/pdf/mifid_policy_-_client_classification_best_execution_for_website.pdf
28. Enriques, L. (18 de Agosto de 2005). *Sitio web de SSRN*. Recuperado el 4 de Abril de 2017, de <https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=269126002097093112104107070096095068122032049015054052117087114094066079121117114101033022034012040098112084078109119124125026083017050078065095024070073069100027053073117126005066023073021084028117070025105094110070000112077019112106113125118103&EXT=pdf>
29. ESMA. (Febrero de 2007). *Sitio web del ESMA*. Recuperado el 11 de Abril de 2017, de https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/07_050b.pdf
30. ESMA. (19 de Diciembre de 2012). *Sitio web del ESMA*. Recuperado el 11 de Abril de 2017, de <http://hb.betterregulation.com/external/2012-851.pdf>
31. ESMA. (19 de Diciembre de 2014). *Sitio web del ESMA*. Recuperado el 13 de Abril de 2017, de https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1569_final_report_-_esmas_technical_advice_to_the_commission_on_mifid_ii_and_mifir.pdf

32. Fernández , J. (1 de Septiembre de 2013). *Sitio web de la Universidad de León*. Recuperado el 12 de Abril de 2017, de https://buleria.unileon.es/bitstream/handle/10612/2917/09780659R_GADE_septiembre13.pdf?sequence=1
33. Financial Services Authority. (Mayo de 2006). Recuperado el 11 de Abril de 2017, de Sitio web de Financial Service Authority
34. Financial Services Authority. (Agosto de 2006). *Sitio web de Financial de Treasurers*. Recuperado el 9 de Abril de 2017, de https://www.treasurers.org/ACTmedia/mifid_classification.pdf
35. Financial Services Commission. (1 de Noviembre de 2007). *Sitio web de Financial Services Commission*. Recuperado el 10 de Abril de 2017, de <http://www.fsc.gi/download/adobe/Investment/MiFID%20Guidance%20Note2-Suitability%20Appropriateness%20and%20Best%20Execution.pdf>
36. Financial Times. (29 de Octubre de 2007). *Sitio web del Financial Times*. Recuperado el 4 de Abril de 2017, de <https://www.ft.com/content/10530d0c-8593-11dc-8170-0000779fd2ac>
37. Gomber, P., & Pierron , A. (Septiembre de 2010). *Sitio web de la Universidad de Frankfurt am Main - Goethe*. Recuperado el 4 de Abril de 2017, de <https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=99810500600006411206809812409609912105304005101805509412510100509809509607106612612304103100800204204304409309211201812202008702501002100603108608302712111082123064084010120094120000001111017119107080125030023017122112071083120064113091066119090101&EXT=pdf>
38. Haas, F. (Octubre de 2007). *Sitio web del FMI*. Recuperado el 3 de Abril de 2017, de <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp07250.pdf>
39. Hernández, G., & Guitérrez, S. (s.f.). *Sitio web de la fundación de Estudios Financieros*. Recuperado el 5 de Abril de 2017, de https://www.google.es/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&uact=8&ved=0ahUKEWjkidaYio3TAhVDRhQKHdxaAMcQFggcMAA&url=http%3A%2F%2Fwww.fef.es%2Fnew%2Fpublicaciones%2Fpapeles-de-la-fundacion%2Fitem%2Fdownload%2F550_0b1d0b37b3c51364b9cdd55c16c057

73.html&usg=AFQjCNFeUxFb_HvAZQhkgreE1ykANn1AVA&sig2=SJrw9ZkU7KYPBohOh0aWXg

40. Hogan Lovells. (Diciembre de 2016). *Sitio web de Hogan Lovells*. Recuperado el 14 de Abril de 2017, de https://www.google.es/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&uact=8&ved=0ahUKEwjL2N2LpqTTAhWJVxoKHZouBFYQFgg2MAA&url=https%3A%2F%2Fwww.hoganlovells.com%2F~%2Fmedia%2Fhogan-lovells%2Fpdf%2Fmifid%2Fnew_mifid_update_31_dec_2016%2Flwldlib015463848v1mifidiiconflictsofinterest23122016.pdf&usg=AFQjCNEgj6uU8pgoFEUroE_b37jWVJ9TFQ
41. Janssen, R., Kilian, A., & Loonen, T. (Septiembre de 2016). *Sitio web de PWC*. Recuperado el 13 de Abril de 2017, de https://www.google.es/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=2&ved=0ahUKEwiJk6jX4aHTAhUL7hoKHdUSBrgQFggsMAE&url=https%3A%2F%2Fwww.fondsnieuws.nl%2Fsystem%2Fstorage%2Fserve%2F146786%2FMiFID%2520II%2520white%2520paper%2520PwC%252C%2520Ortec%2520Financie%252C%2520VU%252C%2520sept.%25202016.pdf&usg=AFQjCNEh5s2uI7Vw91mWrVhZVFDZe1cYEA&sig2=q5lQ2VOyoaC0_lantjHXw&bvm=bv.152180690,d.d2s
42. Jiménez, J. M. (2015). *"Las cláusulas abusivas en la contratación bancaria"*. Universidad de Málaga. Málaga: Publicaciones y Divulgación Científica.
43. Kruithof, M., & Van Gerven, W. (Julio de 2010). *Sitio web del Financial Law Institute*. Recuperado el 3 de Abril de 2017, de <https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=974110106091097110026104095092020090122078057047002065122085021091105000018031064096060017121055126111014097105120002119106004041053089019092100125029080109024091048084032084005022067009068028100071089116107122082124065093112001068115111074127118081&EXT=pdf>
44. Maijoor, S. (17 de Noviembre de 2016). *Sitio web del ESMA*. Recuperado el 5 de Abril de 2017, de <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016->

- 1584_speech_safeguarding_investors_is_key_to_ensuring_the_capital_markets_unions_success.pdf
45. Martínez-Echevarría, A. (Marzo-Abril de 2008). La MiFID: la protección del inversor en un mercado financiero europeo integrado. *Notario del siglo XXI*.
 46. Miguez, S., Sarria, J., Faustino, Á., & Ferrer, J. (2016). *Sitio web del EFPA*. Recuperado el 13 de Abril de 2017, de https://www.google.es/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0ahUKEwj1goz19qHTAhWEvRQKHZljCIYQFggcMAA&url=http%3A%2F%2Fwww.efpa.es%2Fdownload%2F1485870929.cba4239dfb75f27a5372136f66dbf3f4.pdf%2FInformMIFID.pdf&usg=AFQjCNEpQkx0cJW2v8zRkxvya_odu2gXlg&sig2=kJmPOaDi_QsU3q97zII_7Q
 47. Ministerio de Economía, Industria y Competitividad. (2017). *Sitio web de Revista de Derecho del Mercado Financiero*. Recuperado el 13 de Abril de 2017, de http://www.rdmf.es/wp-content/uploads/2017/03/sleg8081_consulta_publica_mifid_ii_-_def.pdf
 48. Moloney, N. (2010). *How to Protect Investors: Lessons from the EC and the UK*. Cambridge University Press.
 49. Mugica, A. (17 de Diciembre de 2014). *Sitio web de la Universidad de Deusto*. Recuperado el 6 de Abril de 2017, de http://dkh.deusto.es/VisualizarDocumento.aspx?doc=772dbcbb-bd4c-4280-bb23-18ab1f1bf9bb&ext=.pdf&archivoAdjuntoSem=TFG.+ANDER+MUGICA+URANGA.+PARTICULARIDADES+DE+LA+CONTRATACIÓN+DE+PRODUCTOS+FINANCIEROS+COMPLEJOS_4e0ba525-94b0-fa40-9a4b-4abe0c2688cf%23%23idgoogle%23%230B21w8ATkOYQ5VGtITTRhbFBmcmM&ontologiaAdjuntoSem=f5a6a2a6-0736-4159-ab1a-f31e0f240eac&ID=ffffff-ffff-ffff-ffff-ffffff&proy=227097b8-3e13-4f0c-b4d5-8f20c3dea6cc
 50. Ordóñez, M. F. (2007). Reflexiones sobre la MiFID. *Jornada de la CMNV sobre Protección del inversor en la MiFID*. CNMV. Madrid.
 51. Pérez Zaragoza, P., & Camarero, J. (s.f.). *Sitio web de CaixaBank*. Recuperado el 4 de Abril de 2017, de

- https://www.caixabank.com/deployedfiles/caixabank/Estaticos/PDFs/AprendaConCaixaBank/Guia_Inversor_Principiante.pdf
52. Pérez, M. T. (Julio de 2012). La función de las obligaciones precontractuales de advertencia en la formación del contrato de servicios (Estudio de Derecho Contractual Europeo). *Revista para el Análisis del Derecho* .
53. Pineda, L. (2012). *Sitio web de Dialnet*. Recuperado el 4 de Abril de 2017, de https://www.google.es/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=4&ved=0ahUKEwjm2vXr5IrTAhVENxQKHfqaDYYQFggwMAM&url=https%3A%2F%2Fdialnet.unirioja.es%2Fdescarga%2Farticulo%2F4037671.pdf&usq=AFQjCNEkRMACVGw8IIMciyb1RUi96GhUog&sig2=ufFr4xmfD8Wmfuruue_JDA
54. Pinsent Masons. (21 de Octubre de 2016). *Sitio web de Pinsent Masons*. Recuperado el 14 de Abril de 2017, de <https://www.pinsentmasons.com/PDF/2016/Mifid%20II/MiFID-II-Conflicts-of-interest.pdf>
55. Pulido, J. (3 de Febrero de 2014). *Sitio web de Consejo Consultivo para la Pequeña y Mediana Empresa*. Recuperado el 11 de Abril de 2017, de <http://www.ccopyme.org/articulo.php?a=107>
56. Sacristán, & Rivas. (7 de Febrero de 2017). *Sitio web de Sacristán&Rivas Abogados*. Recuperado el 11 de Abril de 2017, de <http://www.sacristan-rivas.es/esma-principio-mejor-ejecucion/>
57. Simmons & Simmons. (2017). *Sitio web de Simmons & Simmons*. Recuperado el 5 de Abril de 2017, de <http://www.elexica.com/en/Resources/Microsite/MiFID-2-Tracker/MiFID-Tracker/Current-EU-legislation-and-regulations>
58. Taylor Wessing. (2017). *Sitio web de Taylor Wessing*. Recuperado el 14 de Abril de 2017, de https://united-kingdom.taylorwessing.com/documents/get/943/mifid-ii-conflicts-of-interest.pdf/show_on_screen?utm_source=web&utm_medium=PDF&utm_campaign=mifid-conflicts
59. The Committee of Wise Men. (15 de Febrero de 2001). *Sitio web de la Unión Europea*. Recuperado el 4 de Abril de 2017, de

http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men_en.pdf