

Anteproyecto de la Ley del Mercado de Valores: adaptando MiFID II al ordenamiento español

Índice

1. Gobierno corporativo	3
2. Conflictos de intereses y registros	3
3. Modelos de asesoramiento: independiente / dependiente, y la percepción de incentivos	4
4. Normas de conducta y protección al inversor	6
5. Otras novedades destacables	8
6. Recapitulando	9

- El pasado viernes día 4 de agosto, el Ministerio de Economía, Competitividad e Industria publicó el Anteproyecto de la que será la nueva Ley del Mercado de Valores (de ahora en adelante, LMV), que sustituirá al vigente texto refundido de la misma aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, y que guarda como objetivo **la transposición de la Directiva 2014/65/UE (MiFID II)** a la normativa nacional.
- Los elementos más destacables de la transposición a este nuevo anteproyecto giran en torno a elementos de carácter informativo y prudenciales respecto de la prestación de servicios de inversión, **reforzando la protección del inversor y la transparencia e independencia del asesoramiento financiero**. En especial de cara al pequeño inversor, o tal y como lo denomina la norma, cliente minorista.
- Como complemento a dicho anteproyecto, el Ministerio de Economía también publicó el mismo día 4, el proyecto de Real Decreto de adaptación reglamentaria a la Ley del Mercado de Valores, y que busca desarrollar ciertos aspectos de la Ley del Mercado de Valores, especialmente aquellos relativos a mercados regulados y servicios de suministro de datos. Ambos documentos estarán **abiertos a consulta hasta el 18 de septiembre**.
- Las novedades centrales de la nueva normativa son: (a) La diferenciación entre asesoramiento financiero independiente o dependiente –fijando los requisitos para tal diferenciación–, (b) la notable mejora en los criterios de transparencia, información e idoneidad impuestas en la comercialización de productos, (c) los elementos de gobernanza y los límites sobre conflicto de intereses con los que deben lidiar las empresas de servicios de inversión, (d) así como la introducción de la negociación algorítmica en la ley.

Un nuevo marco regulatorio de protección al inversor y de adaptación a la complejidad de los mercados

La MiFID II, fruto de la transición desde la primera Directiva MiFID –que entró en vigor en el año 2007–, busca lograr un sistema financiero más seguro, responsable y transparente. El regulador provee de una mayor protección al inversor y busca adaptarse a algunos de los cambios que la tecnología y creciente complejidad de los productos financieros traen consigo.

Aunque la MiFID II no se aplica directamente a las entidades aseguradoras¹, entendemos que este proceso tiene interés para las mismas tanto por la posibilidad de que comercialicen otros productos y servicios financieros a través de filiales como, más generalmente, por las tendencias que marca para la distribución de dichos productos y servicios, especialmente para los consumidores minoristas.

En esta nota se analizan los elementos más relevantes de la transposición de MiFID II, entre los cuales destacan la nueva regulación sobre asesoramiento financiero y la reforzada protección al inversor reflejada en las “Normas de conducta”.

¹ Véase el art. 5.5 del anteproyecto de Ley al que se refiere esta nota:

“5. Esta Ley no será de aplicación a las siguientes entidades y personas:

a) las entidades sujetas a la Ley 20/2015, de 14 de julio, de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades aseguradoras y reaseguradoras y su normativa de desarrollo, cuando ejerzan las actividades contempladas en dicha Ley;”

1. Gobierno corporativo

Se refuerzan los controles en la gobernanza de la entidad...

MiFID II y su transposición a la normativa española sigue la misma línea ya fijada por la vigente LMV en cuanto al establecimiento de una serie de criterios que guíen la gobernanza de las empresas de servicios de inversión.

Resulta sin embargo remarcable que la Directiva 2013/36/UE (CRD IV), ya estipula criterios de gobernanza genéricos, transpuestos a la normativa española a través de la Ley 10/2014 (LOSS). El anteproyecto se limita a plasmar **elementos esenciales en la gobernanza de empresas de servicios de inversión.**

Concretamente se establece en su articulado la necesidad de fijar sistemas de gobierno corporativo que cuenten con “sólidos procedimientos” y “estructura organizativa clara” de acuerdo a administrar:

- La organización de la entidad.
- El control sobre la oferta de servicios y productos de inversión en relación al perfil de riesgo de los clientes.
- Así como una política de remuneraciones y conflictos de intereses, complementarias a las contenidas en la CRD IV.

En estos términos, jugará un papel relevante la CNMV como órgano fiscalizador de la idoneidad y evaluación de los órganos de dirección y estructura de las empresas de servicios de inversión.

Otro elemento destacable será la **periodicidad de los controles relativos a los objetivos estratégicos de la empresa.**

La normativa relativa a gobernanza se encuentra desarrollada sustancialmente en el Real Decreto que acompaña al anteproyecto.

...así como de la composición e idoneidad de sus miembros

En la misma línea que la propia CRD IV, la MiFID II fijaba que los miembros de los órganos de dirección están sujetos a dedicar un tiempo suficiente al desempeño de sus funciones, debiendo limitar los cargos ejecutivos a efectos de asegurar un tiempo de dedicación óptimo.

Además, estos órganos deben cumplir con requerimientos de idoneidad que destacan por la **honorabilidad, competencia y experiencia suficiente de sus miembros.**

2. Conflictos de intereses y registros

Los conflictos de intereses se mantienen como una preocupación, y se profundiza sobre su corrección

Asimismo, el anteproyecto busca evitar los conflictos de intereses que puedan surgir durante la prestación de servicios de inversión o auxiliares, en especial, en lo relativo a la elaboración de informes de inversión, así como los servicios de aseguramiento y colocación.

En el artículo 23, MiFID II establece consideraciones de este tipo que profundizan sobre las ponderadas en la MiFID I, transponiéndose de facto en el anteproyecto, y cuyo espíritu se refleja en la determinación de los nuevos modelos de asesoramiento y requerimientos de información al inversor.

Se transpone un artículo relativo a las ventas cruzadas

Quando el servicio de inversión se conceda **como parte de un producto financiero o condición previa de un crédito y ventas cruzadas**, la empresa de servicios de inversión comunicará al cliente **si se pueden comprar por separado los distintos componentes** y facilitará justificantes de los costes y cargas de cada componente.

A mayores, si es probable que los riesgos asociados a dicho acuerdo o paquete ofrecido a un cliente minorista sean diferentes de los riesgos asociados a los componentes considerados por separado, la empresa de servicios de **inversión facilitará una descripción adecuada de los diferentes componentes del acuerdo o paquete** y del modo en que la interacción entre ellos modifica los riesgos.

3. Modelos de asesoramiento: independiente / dependiente, y la percepción de incentivos

Se crea el modelo de asesoramiento independiente, debiendo cumplir con una serie de requisitos tasados para cualificar como tal

La nueva ley mantiene el mismo listado de entidades calificadas como empresas de servicios de inversión: las **sociedades de valores**, las **agencias de valores**, las **sociedades gestoras de carteras** y las **empresas de asesoramiento financiero**. También se indica que las **entidades de crédito**, aunque no sean empresas de servicio de inversión según esta ley, podrán realizar las mismas actividades siempre que su régimen jurídico, sus estatutos y su autorización específica les habiliten para ello.

Una de las novedades que incluye el anteproyecto de ley son los nuevos y estrictos requisitos para que una entidad pueda comunicar que presta servicios de asesoramiento de forma independiente.

Las empresas de servicios de inversión solo podrán informar de que prestan servicios de asesoramiento de forma **independiente** si cumplen los siguientes requisitos:

- a) **Evaluar una gama suficiente de instrumentos financieros disponibles en el mercado** que sea suficientemente **diversificada y no se limiten a instrumentos financieros emitidos o facilitados por la propia empresa** de servicios de inversión o por entidades que tengan vínculos estrechos, jurídicos o económicos con la empresa de servicios de inversión.
- b) **No aceptar ni retener honorarios, comisiones** u otros beneficios monetarios o no monetarios proporcionados por un tercero en relación con la prestación del servicio a los clientes.
- c) **Comunicar con claridad los beneficios no monetarios menores** que puedan servir para aumentar la calidad del servicio prestado al cliente y que no pueda considerarse que afectan a la obligación de actuar en el mejor interés de sus clientes.

Se regula de forma notable el cobro de comisiones y honorarios para aquellas entidades que presten servicios de asesoramiento independiente

El Real Decreto de adaptación reglamentaria desarrolla como deben actuar las entidades que presten servicios de asesoramiento **independiente** en materia de percepción de incentivos. Por un lado indica que las empresas de inversión deberán **devolver en su totalidad a sus clientes los honorarios o comisiones cobradas** sin poder compensar la devolución de estas retrocesiones con los honorarios cobrados por la empresa de inversión al cliente por los servicios de asesoramiento. Por otro lado, se da más información sobre características que deben cumplir los beneficios no monetarios para ser considerados como menores.

El Real Decreto también amplía este punto detallando **en qué casos una empresa de inversión podrá cobrar honorarios** o comisiones de terceros a la hora de proveer asesoramiento en materia de inversión. La legislación vigente ya permite cobrar comisiones de terceros pero el nuevo anteproyecto endurece los requisitos y además, a partir de ahora, **en estos casos, el asesoramiento se calificará como no independiente**. Al ser uno de los puntos que más implicaciones tendrá (y que más debate ha generado), la Comisión Europea lo ha incorporado a través de una Directiva y no a través de un reglamento para dotar a los Estados Miembros de cierta flexibilidad a la hora de transponer la norma. A pesar de ello, en el caso de España, el anteproyecto y el Real Decreto no modifican al Directiva Europea en este punto.

Si se cobran honorarios o comisiones, de hecho, se deberá cumplir con otra serie de requisitos tasados

En el Real Decreto se indica que las empresas de inversión que cobren honorarios o comisiones de terceros deberán cumplir con los siguientes cuatro requisitos:

1. Se considerará que un honorario o comisión está diseñado para elevar la calidad del servicio si se cumplen todas las condiciones siguientes:
 - a) Está justificado por alguno de estos tres motivos:
 - La provisión de asesoramiento no independiente sobre inversión, respecto a una **amplia gama de instrumentos financieros** adecuados incluido un número apropiado de **instrumentos de terceras partes** proveedoras de productos que carezcan de vínculos estrechos con la empresa de inversión.
 - La **evaluación de la continuidad de la idoneidad** de los instrumentos financieros en los que haya invertido el cliente o por el asesoramiento en cuanto a **asset allocation**.
 - La **provisión de herramientas de valor añadido, como instrumentos de información objetiva** que ayuden al cliente a adoptar decisiones de inversión o le faculten para el seguimiento de la gama de instrumentos financieros en los que haya invertido, **o la provisión de informes periódicos** del rendimiento y los costes asociados a los instrumentos financieros.
 - b) **No beneficia a la empresa receptora sin un beneficio tangible para el cliente.**
 - c) **No se considerarán aceptables si la prestación de servicios correspondientes al cliente está sesgada como resultado de tales honorarios.**
2. Las empresas de inversión **se atenderán a los requisitos establecidos en el apartado anterior de manera continua, mientras sigan recibiendo los honorarios.**

3. Las empresas de inversión dispondrán de **medios que acrediten** que los honorarios percibidos se han diseñado para elevar la calidad del servicio prestado al cliente:
 - a) Mediante seguimiento de una **lista interna** de todos los honorarios percibidos.
 - b) Mediante el registro del **modo en que los honorarios elevan la calidad de los servicios** prestados y las medidas adoptadas para no menoscabar la obligación de la empresa de actuar de manera honesta, imparcial y profesional atendiendo al mejor interés del cliente.

4. En relación con los beneficios percibidos de terceros, las empresas de inversión **revelarán al cliente la siguiente información**:
 - a) Previamente a la prestación del servicio de inversión revelará al cliente **la información relativa al beneficio percibido**.
 - b) Cuando una empresa de inversión no haya podido determinar ex ante el beneficio que deba percibirse y haya revelado en cambio al cliente el **método para calcular dicho importe**, la empresa también facilitará a sus clientes la información relativa al **importe exacto** del beneficio percibido **ex post**.
 - c) Al menos una vez al año, y mientras la empresa de inversión reciba incentivos, **informará** a sus clientes individualmente **del importe efectivo de los beneficios percibidos**.

Existirá el asesoramiento mixto, pero se seguirá prohibiendo la actuación de las EAFIs mediante agentes

El anteproyecto no obliga a las empresas de inversión a decantarse por una de las dos opciones: asesoramiento independiente o no independiente. **Las entidades podrán combinar los dos tipos de asesoramiento** siempre y cuando cumplan determinados requisitos de información a los clientes² para asegurar que estos están bien informados sobre el tipo de asesoramiento que en cada caso están recibiendo.

El anteproyecto mantiene la prohibición de cobrar comisiones de terceros a la hora de prestar servicios de gestión discrecional de carteras.

Otro aspecto relevante es que el anteproyecto continúa manteniendo la **prohibición de que las EAFIs puedan actuar mediante agentes** para la promoción y comercialización de sus servicios.

4. Normas de conducta y protección al inversor

El Real Decreto revisa los supuestos y condiciones en los que se puede recibir/proveer análisis financiero sobre inversiones (*research*)

En el caso de la **gestión de fondos de inversión**:

- Los fondos de inversión podrán soportar **gastos de research** siempre que así figure en el folleto informativo del fondo y cumpla los siguientes requisitos:
 - a) Constituya pensamiento original y proponga conclusiones significativas.
 - b) Esté relacionado con la vocación inversora del fondo.

² Se recogen en el *Technical Advice to the Commission* elaborado por ESMA en el que da directrices y recomendaciones sobre la implementación de la Directiva Europea que desarrolla MiFID II.

c) De forma anual se dé información cualitativa y cuantitativa sobre los costes derivados del servicio de *research*.

- Los fondos de inversión podrán soportar **comisiones de intermediación que incorporen la prestación de servicio de *research*** siempre que figure en el folleto informativo del fondo y se cumplan los requisitos del punto anterior además de los siguientes:
 - a) Se tenga un procedimiento de selección de intermediarios que garantice el deber de actuar en beneficio de los partícipes.
 - b) El coste del servicio de *research* no se vea influido o condicionado por el volumen de las operaciones de intermediación.

Bajo el supuesto de **asesoramiento, comercialización y gestión discrecional de carteras de fondos de inversión**:

- Al **no considerarse beneficios no monetarios menores**, las empresas que presten servicios de asesoramiento o comercialización de fondos de inversión no podrán recibir servicios de *research* por parte de terceros como incentivo. Únicamente se podrán recibir estos análisis de inversión si se cumplen determinados requisitos detallados en el Real Decreto que, de forma resumida, obliga a pagar de forma explícita y separada por estos informes.

Se establecen diversas obligaciones dirigidas a las empresas de servicios de inversión que diseñen y comercialicen productos financieros

La norma obliga a garantizar que los instrumentos que diseñan o comercializan respondan a las necesidades de un **mercado objetivo definido**. Esta labor **no se reduce en distinguir entre clientes minoristas, profesiones y contrapartes elegibles** como inversores potenciales.

El Real Decreto de desarrollo amplía los requisitos concretos a seguir.

Se consideran automáticamente como productos complejos...

Todas las IICs no armonizadas a nivel europeo (no UCITs), exigiéndose, por lo tanto, un análisis de conveniencia previo a su distribución.

Respecto de la idoneidad y conveniencia, también se incluyen novedades

Cuando una empresa de servicios de inversión preste asesoramiento en materia de inversión recomendando un paquete de productos se deberá velar porque **el paquete en su conjunto sea idóneo** para el cliente.

En el test de idoneidad se debe recabar información relativa a la **capacidad del cliente** para soportar pérdidas, tolerancia al riesgo y objetivos de inversión.

Por otro lado, el Technical Advice to the Commission³ elaborado por ESMA pide que **se verifique la consistencia de la información** suministrada por el cliente detectando incoherencias.

El anteproyecto amplía la actual ley estableciendo la obligación de informar sobre algunos asuntos adicionales

Destaca el deber de informar con suficiente antelación sobre:

- Si el **asesoramiento se presta de forma independiente o no**.
- Si el asesoramiento se basa en un análisis general o únicamente restringido a los **productos propios** o facilitados por entidades con **vínculos** estrechos o económicos que puedan afectar a la independencia del asesoramiento.

³ Comisión encargada de dar directrices y recomendaciones sobre la implementación de MiFid II.

- Si ese proporcionará una **evaluación periódica al cliente de la idoneidad** de los instrumentos financieros recomendados.

Además, la información sobre los instrumentos financieros y las estrategias de inversión propuestas deberá incluir orientaciones y advertencias acerca de los **riesgos asociados** y si está pensado para clientes minoristas o profesionales.

El cliente debe ser informado de todos los **costes y gastos asociados a los servicios prestados**.

Se refuerza la protección al inversor mediante medidas más estrictas sobre los registros

El anteproyecto reserva también un apartado para registros en tanto en cuanto “[l]as empresas de servicios de inversión **llevarán un registro de todos los servicios, actividades y operaciones que realicen**”, manteniéndose unos registros mínimos.

Además de que dichos registros deberán incluir **grabaciones**, conversaciones telefónicas y otras **comunicaciones electrónicas** cuando se negocie por cuenta propia o las operaciones estén relacionadas con la recepción, transmisión y ejecución de órdenes de clientes.

5. Otras novedades destacables

Surgen nuevos operadores en los mercados: servicios de suministro de datos

Concretamente estos nuevos operadores son tres:

- Los **agentes de publicación autorizados (APA)**: encargados de hacer pública la información requerida por la normativa post-negociación, de manera que se garantice un acceso rápido a la información, con eficiencia y tan cerca del tiempo real como sea técnicamente posible.
- Los **proveedores de información consolidada (PIC)**: recopilan información publicada, consolidándola en un flujo electrónico continuo de datos y poniéndola a disposición del público tan rápido como sea técnicamente posible.
- Los **sistemas de información autorizados (SIA)**: establecen las políticas, medios y procedimientos adecuados para comunicar la información requerida por la normativa a las autoridades competentes.

Se limitan posiciones en derivados sobre materias primas

Limitación que se desarrolla extensamente de nuevo en el Real Decreto, fijando **limitaciones al volumen de posición neta** que pueda mantener cualquier persona o entidad en cualquier momento en derivados **sobre materias primas negociados** en centros de negociación y contratos OTC equivalentes económicamente.

Se introduce por primera vez regulación sobre la negociación algorítmica y el *high-frequency trading*

Fijándose un ámbito de aplicación bajo el cual las entidades deben **gestionar sus sistemas de negociación algorítmicos**, siendo requisito notificar a la CNMV y las autoridades supervisoras aquellas empresas de servicios de inversión que sean autorizadas cuando se dediquen a la mencionada actividad.

Algunas de las medidas fijadas abarcan:

- La realización de pruebas preventivas de algoritmos
- La implantación de sistemas y controles de riesgo para garantizar que los sistemas de negociación son resistentes
- Que existan mecanismos que garanticen la continuidad de las actividades en caso de disfunción en sus sistemas de negociación.
- Garantías de que los sistemas de negociación no pueden usarse con ningún fin contrario al Reglamento (UE) 596/2014.

6. Recapitulando

Aún queda tiempo para las modificaciones y novedades puesto que ambos documentos están en consulta

Este nuevo anteproyecto de ley, así como la normativa de desarrollo que lo acompaña, logra su objetivo de manera eficaz al transponer los puntos fundamentales que ya se pudieron observar en la MiFID II, aclarando además algunas de sus concreciones sobre la normativa nacional y reforzando la protección del inversor, así como la transparencia e independencia del asesoramiento financiero.

Las dos normas publicadas, que se encuentran **abiertas a consulta hasta el día 18 de septiembre**, prometen en sus versiones finales ser un importante enclave jurídico y punto de estudio para todas las empresas de inversión bajo su jurisdicción.