

**MIFID: ASPECTOS REGULATORIOS Y  
PROTECCIÓN DEL INVERSOR EN LA  
COMERCIALIZACIÓN DE PRODUCTOS  
FINANCIEROS Y PRESTACIÓN DE SERVICIOS  
DE INVERSIÓN**

*Madrid, 10 de mayo de 2006*

*Antonio Carrascosa Morales  
DIRECTOR GENERAL  
DIRECCIÓN GENERAL DE ENTIDADES*

# CONTENIDOS

- I. COMERCIALIZACIÓN DE PRODUCTOS FINANCIEROS**
- II. LA DIRECTIVA DE MERCADOS DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS (MiFID) Y LAS NORMAS DE CONDUCTA**
- III. SUPERVISIÓN DE LA COMERCIALIZACIÓN**
- IV. CONCLUSIONES**

# **I. COMERCIALIZACIÓN DE PRODUCTOS FINANCIEROS**

# **I. COMERCIALIZACIÓN DE PRODUCTOS FINANCIEROS**

## ***Delimitación del ámbito de atención:***

**Comercialización de productos financieros entre  
INVERSORES MINORISTAS**

## ***Por qué requiere atención:***

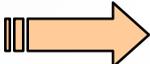
- ↴ **Factores económicos y sociales:**
  - Mayor dependencia de las decisiones personales de inversión**
- ↴ **Cambio en condiciones de mercado: bajos tipos de interés:**
  - **Productos financieros complejos**
  - **Frontera difusa entre productos de seguros, bancarios y valores (arbitraje regulatorio)**
  - **Crecimiento de la comercialización transfronteriza**
  - **Potenciación de las redes de venta**

# I. COMERCIALIZACIÓN DE PRODUCTOS FINANCIEROS

## ***CUÁLES SON LOS RIESGOS:***

***Inversores:***  **Adquisición de productos no idóneos**

***Entidades:***  **Riesgo de reputación: la oferta de servicios es inadecuada, obviando perfiles de clientes, con información o publicidad engañosa o poco clara, induciendo a expectativas no razonables. Detrás hay escasa formación o conflictos de interés**

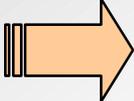
 **Impacto en solvencia. Riesgo de contagio**

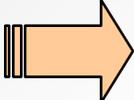
***Sistema***

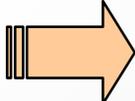
***financiero:***  **Pérdida de confianza con impacto en estabilidad financiera**

# I. COMERCIALIZACIÓN DE PRODUCTOS FINANCIEROS

## ***ACCIONES PARA MITIGAR LOS RIESGOS***

***Inversores:***  **Información**

***Entidades:***  **Políticas de prevención y gestión de riesgos y conflictos de interés: desarrollo y distribución de productos**

***Reguladores y supervisores:***  **Normas de conducta y prudenciales  
Políticas de información y educación al inversor**

## **II. LA MiFID Y LAS NORMAS DE CONDUCTA**

## II. LA MiFID Y LAS NORMAS DE CONDUCTA

### ***DE LA DSI A LA MiFID:***

↳ Aumento del número de inversores activos en mercados

↳ Mayor complejidad de servicios e instrumentos



✍ Es necesaria una mayor armonización legal:

- Inversores: Alto nivel de protección y
- Entidades: Actuación en un mercado único con autorización y supervisión en país de origen

↳ La creciente gama de actividades genera conflictos de intereses entre las entidades y los clientes:



- Normas que garanticen que estos conflictos no perjudiquen los intereses de sus clientes

## II. LA MiFID Y LAS NORMAS DE CONDUCTA

### ***Objetivos:***

- ↴ Protección del inversor, según categorías
- ↴ Mejora en las condiciones de competencia de los intermediarios

### ***Ámbito subjetivo:***

- ↴ Aplicable a todos los intermediarios, incluidas las entidades de crédito. No requieren una autorización adicional, pero tienen que cumplir la Directiva

### ***Ámbito objetivo:***

- ↴ Nuevas actividades: asesoramiento
- ↴ Relaciones entidad-cliente
- ↴ Estructuras organizativas, procedimientos, controles internos

## **II. LA MiFID Y LAS NORMAS DE CONDUCTA**

### ***ASESORAMIENTO en materia de inversión***

- ↳ **Emisión de recomendaciones personalizadas a clientes sobre operaciones financieras específicas**
- ↳ **Distinción entre recomendaciones no personalizadas (análisis financiero o comunicaciones comerciales) y personalizadas (asesoramiento genérico o específico)**
- ↳ **Servicio de inversión sujeto a autorización previa**
- ↳ **Aplicación normas de conducta**
- ↳ **Posibles excepciones y delegación de funciones regulatorias y de control. Si se exceptiona no pueden acogerse al pasaporte comunitario**

## **II. LA MiFID Y LAS NORMAS DE CONDUCTA**

### ***REQUISITOS ORGANIZATIVOS***

#### ***EXIGENCIA HORIZONTAL, INDEPENDIENTE DEL TIPO DE CLIENTE***

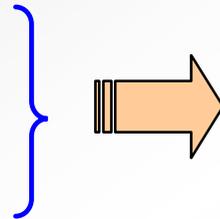
- ‡ Establecimiento de políticas y procedimientos para asegurar el cumplimiento de las normas por directivos, empleados y agentes
- ‡ Se deberá asegurar la continuidad y regularidad en la prestación de los servicios. En sus relaciones con proveedores básicos deben evitarse riesgos operativos indebidos
- ‡ Regulación de la subcontratación de servicios. No “cajas vacías”. Información al supervisor. Control riesgos operativos
- ‡ Mantenimiento de registros obligatorios
- ‡ Sistemas de protección de activos de clientes, especialmente en caso de insolvencia de la ESI
- ‡ Procedimientos internos para identificar, prevenir y gestionar los conflictos de interés que pudieran perjudicar a los clientes

## II. LA MiFID Y LAS NORMAS DE CONDUCTA

### *CONFLICTOS DE INTERÉS entre ESI y cliente y entre clientes*

**OBJETIVO:** Estructura organizativa, políticas y procedimientos adecuados para:

- IDENTIFICAR
- PREVENIR
- GESTIONAR
- INFORMAR



EVITAR PERJUICIOS A  
CLIENTES

Precisión del concepto “conflicto de interés potencialmente perjudicial para un cliente”:

- La empresa puede obtener un beneficio financiero, o evitar una pérdida, a expensas del cliente
- La empresa tiene un interés por el resultado del servicio prestado al cliente, que es distinto del interés del cliente por ese resultado
- La empresa tiene incentivos financieros o de otro tipo para favorecer el interés de otro cliente
- La empresa desarrolla la misma actividad que el cliente
- La empresa recibe de una persona distinta del cliente un incentivo por el servicio prestado a dicho cliente que no es la comisión o retribución habitual para ese servicio

## II. LA MiFID Y LAS NORMAS DE CONDUCTA

### *CONFLICTOS DE INTERÉS entre ESI y cliente y entre clientes*

- 1. IDENTIFICACIÓN:** Áreas y personas que actúan bajo conflicto. Destacan actividades como análisis y asesoramiento de inversiones; negociación por cuenta propia, gestión de carteras y negocio de “corporate” (incluyendo aseguramiento o venta en una oferta de valores, así como asesoramiento en fusiones y adquisiciones)
- 2. PREVENCIÓN Y GESTIÓN:** Llevanza de una política sobre conflictos.  
Barreras de información, políticas retributivas adecuadas, restricciones actividades conflictivas, restricciones a los incentivos entre entidades (que se revelen y que beneficien al cliente), supervisión directa independiente
- 3. PUBLICIDAD SOBRE CONFLICTOS DE INTERÉS:** cuando las políticas no son suficientes para garantizar su prevención, la ESI debe revelar al cliente la naturaleza y origen de los conflictos, antes de actuar por cuenta del cliente

## II. LA MiFID Y LAS NORMAS DE CONDUCTA

### ***CONFLICTOS DE INTERÉS entre ESI y cliente y entre clientes***

En concreto, los procedimientos contendrán:

- Medidas eficaces para impedir o controlar el intercambio de información entre las personas que participen en actividades que impliquen un potencial conflicto de interés
- La supervisión independiente de las personas que realicen actividades en nombre de clientes, cuando los intereses de éstos pueden ser contrapuestos (entre los clientes y entre éstos y la entidad)
- La supresión de cualquier relación directa entre la remuneración de las personas que desarrollan una actividad y la remuneración de otras personas con actividades diferentes, cuando pueda surgir un conflicto de interés

## II. LA MiFID Y LAS NORMAS DE CONDUCTA

### *RELACIÓN ESI – CLIENTES: TIPOS DE CLIENTES*

- La Directiva distingue tres tipos de clientes y ajusta su **protección legal** a sus características.
- Criterios de clasificación: Experiencia inversora, conocimientos, capacidad financiera, estatus de entidad regulada.
- **Tipos de clientes** {
  - **Minorista**: protección plena
  - **Profesional**: protección limitada.
  - **Contraparte elegible**: ninguna
- **Cliente minorista**: el que no es profesional

## II. LA MiFID Y LAS NORMAS DE CONDUCTA

### ***RELACIÓN ESI – CLIENTES: TIPOS DE CLIENTES***

**Cientes profesionales** con carácter automático:

- Entidades reguladas de los mercados financieros
- Grandes empresas, con umbrales mínimos de balance, negocio y fondos propios
- Gobiernos y organizaciones internacionales
- Inversores institucionales cuya actividad principal consiste en invertir en instrumentos financieros

*La condición de profesional es **opcional***

## II. LA MiFID Y LAS NORMAS DE CONDUCTA

### *RELACIÓN ESI – CLIENTES: TIPOS DE CLIENTES*

**Cientes profesionales** con carácter voluntario:

- **Requisitos** estrictos para operar voluntariamente como profesional:
  - Operaciones de volumen significativo con frecuencia media de 10 operaciones por trimestre durante los cuatro trimestres anteriores
  - Valor de la cartera > 500.000 €
  - El cliente ha ocupado un cargo en el sector financiero que requiera conocimientos sobre las operaciones previstas
- Necesario que la empresa de inversión realice una **evaluación** de las características del cliente
- La renuncia del cliente a su condición de minorista está sujeta a obligaciones formales

## II. LA MiFID Y LAS NORMAS DE CONDUCTA

### ***RELACIÓN ESI - CLIENTES: TIPOS DE CLIENTES***

**Protección inferior** del profesional a la del cliente minorista en los siguientes ámbitos:

- Información y comunicaciones publicitarias
- Documentación contractual
- Test de idoneidad
- Protección del Fondo de Garantía de Inversiones

## II. LA MiFID Y LAS NORMAS DE CONDUCTA

### ***RELACIÓN ESI – CLIENTES: TIPOS DE CLIENTES***

- **Las contrapartes elegibles** tienen el **máximo conocimiento y experiencia** en los mercados de valores
- En su operativa carecen de la protección de:
  - las normas de conducta
  - las normas de gestión de órdenes
  - el principio de ejecución de órdenes en las condiciones más ventajosas para el cliente
- Se les considera clientes a los demás efectos
- Se distinguen dos subtipos de contrapartes elegibles: carácter automático y voluntario

## II. LA MiFID Y LAS NORMAS DE CONDUCTA

### *RELACIÓN ESI – CLIENTES: TIPOS DE CLIENTES*

- **Las contrapartes elegibles con carácter automático** son: empresas de inversión, entidades de crédito y compañías de seguros, IIC, fondos de pensiones y sociedades de gestión, Administraciones, Bancos Centrales y organizaciones internacionales

## II. LA MiFID Y LAS NORMAS DE CONDUCTA

### *RELACIÓN ESI - CLIENTES: TIPOS DE CLIENTES*

- La Directiva permite que los clientes profesionales se acojan **voluntariamente** a la categoría de contraparte elegible
- También una contraparte elegible podría solicitar el tratamiento de inversor profesional e incluso de minorista

## II. LA MiFID Y LAS NORMAS DE CONDUCTA

### ***RELACIÓN ESI – CLIENTES: INFORMACIÓN A ENTREGAR A LOS CLIENTES***

**Objetivo:** los clientes deben disponer de la información necesaria para tomar sus decisiones de inversión y conocer el estado tanto de sus operaciones como de su cartera

- Información a entregar **antes** de la prestación del servicio. Se regulan incluso las comunicaciones comerciales y publicidad. Toda información, incluidas las comunicaciones comerciales, dirigidas a clientes debe ser clara y no engañosa. Las comunicaciones comerciales deben identificarse como tales
- Información a entregar una vez prestado el servicio. Mayor exigencia para el caso de clientes particulares (aunque los profesionales pueden pedir igualdad de trato)
- Siempre debe informarse de los costes del servicio
- No debe forzarse una decisión precipitada en los inversores

## II. LA MiFID Y LAS NORMAS DE CONDUCTA

### ***RELACIÓN ESI – CLIENTES: CONTRATOS PARA CLIENTES***

**Objetivo:** Las relaciones derivadas de todos los servicios de inversión deben quedar documentadas en un contrato firmado entre las partes

- Con **carácter previo** a la prestación de **todos** los servicios de inversión y del servicio auxiliar de depósito se formalizará un contrato, de manera **expresa** (particulares y profesionales)

## II. LA MiFID Y LAS NORMAS DE CONDUCTA

### ***RELACIÓN ESI – CLIENTES: TEST DE IDONEIDAD***

**Objetivo:** Asegurar la idoneidad de cada producto o servicio para cada cliente

- Obligación de recabar información necesaria para comprobar la adecuación del servicio de inversión prestado al cliente
- Una transacción puede ser inadecuada para un cliente por los riesgos de los instrumentos implicados, el tipo de transacción, las características de las órdenes o la frecuencia de la negociación
- Obligación de mantener esta información actualizada
- No sólo una obligación de obtención de información
- Actuaciones en caso de negativa del cliente (no suministro servicio)

## II. LA MiFID Y LAS NORMAS DE CONDUCTA

### ***RELACIÓN ESI – CLIENTES: TEST DE IDONEIDAD***

- **Completo:** Gestión de carteras - Asesoramiento
  - Conocimiento y experiencia
  - Situación financiera
  - Objetivos de inversión
- **Parcial:** Resto servicios de inversión
  - Conocimiento y experiencia
- Exención: Servicio “sólo ejecución”
- Diferencias para clientes profesionales (no se exigen conocimientos y experiencia)

## II. LA MiFID Y LAS NORMAS DE CONDUCTA

### ***RELACIÓN ESI - CLIENTES: MANTENIMIENTO DE REGISTROS OBLIGATORIOS***

**OBJETIVO:** PERMITIR LA COMPROBACIÓN A POSTERIORI DEL EFECTIVO CUMPLIMIENTO DE LAS OBLIGACIONES DE LA ENTIDAD CON RESPECTO A SUS CLIENTES

- Mantenimiento de *determinada información* a disposición del supervisor durante un periodo mínimo de 5 años
- Cumplimiento de tres condiciones:
  - Los registros deben ser suficientes para comprobar el cumplimiento normativo por parte del supervisor
  - No ser fácilmente manipulables
  - Permitir al supervisor reconstruir fácil y fielmente cada paso de su proceso, orden o transacción
- Registros telefónicos: se deja a juicio de autoridad competente

## II. LA MiFID Y LAS NORMAS DE CONDUCTA

### **RELACIÓN ESI - CLIENTES: SISTEMA DE PROTECCIÓN DE ACTIVOS DE CLIENTES**

**OBJETIVO:** SALVAGUARDA DE ACTIVOS DE CLIENTES (EFECTIVO, VALORES O CUALQUIER INSTRUMENTO FINANCIERO DEPOSITADO EN LA ENTIDAD)

- VALORES E INSTRUMENTOS FINANCIEROS: La entidad es responsable de la correcta asignación de subdepositarios y de informar al cliente de su utilización. Debe mantener registros internos que permitan identificar la correspondencia *cliente-valor-subdepositario*
- No se restringe la posibilidad de “utilización” o reinversión de activos de clientes, siempre que éste consienta por escrito
- Los anteriores deberes de información y advertencias al cliente EN CONTRATO (para todo tipo de cliente)

## II. LA MiFID Y LAS NORMAS DE CONDUCTA

### *RELACIÓN ESI – CLIENTES: GESTIÓN DE ÓRDENES*

Principio general de ejecución: SECUENCIAL

- Excepción a la ejecución secuencial
  - Agregación de órdenes
  - Ejecución parcial de órdenes agregadas

Condición: con carácter previo procedimiento no discriminación de clientes

## II. LA MiFID Y LAS NORMAS DE CONDUCTA

### ***RELACIÓN ESI - CLIENTES: GESTIÓN DE ÓRDENES***

Protección de inversores: importancia del principio de mejor ejecución

- Recepción, transmisión y ejecución de operaciones en los mejores términos para los clientes
- Los mejores términos no vienen determinados exclusivamente por el mejor precio, sino por el mejor resultado (precio, costes, rapidez, probabilidad de ejecución, etc.)
- Obligatoriedad de procedimientos internos que les permitan, de forma continuada y consistente, conseguir las mejores ejecuciones
- Se excluyen de la protección del principio de mejor ejecución a las contrapartes elegibles

### **III. LA SUPERVISIÓN DE LA COMERCIALIZACIÓN**

## III. LA SUPERVISIÓN DE LA COMERCIALIZACIÓN

**Supervisión por la CNMV** de la comercialización de valores e instrumentos financieros a inversores minoristas. La LMV y el Código General Conducta, normas básicas

### OBJETIVO



Perfeccionar la comercialización en aras de una mayor protección del inversor

### ÁREAS DE ANÁLISIS

1. Estructura organizativa, medios y procedimientos (política de formación de los canales de distribución; prevención y gestión de **conflictos de interés**)
2. **Transparencia en la comercialización:** Información adecuada al inversor previa a la contratación. Entrega de la información y documentación contractual preceptiva
3. **Idoneidad producto/cliente:** procedimientos para la catalogación de productos y clientes en función del perfil de riesgo
4. **Control interno**

## **IV. CONCLUSIONES**

## IV. CONCLUSIONES

El nuevo entorno normativo cambia sustancialmente las reglas del juego en el mercado de valores. La MIFID amplía la regulación de normas conducta y conflictos intereses

Retos para entidades, mercados y supervisores

**Proceso de adaptación**

- Entidades:** deben competir mejorando relación calidad/precio del servicio
- Supervisores:** regulación expresa y supervisión estricta
- ✍ Comercialización de los productos
- ✍ Estructuras organizativas, medios, procedimientos, controles de las entidades
- ✍ Información al inversor
- ✍ Normas de conducta y prevención de conflictos de interés