

BREVES REFLEXIONES SOBRE LAS NOVEDADES EN LA REGULACIÓN DE LOS SERVICIOS DE INVERSIÓN

JOAQUÍN ALEGRE ZALVE
ASOCIADO DE CUATRE CASAS, GONÇALVES-PEREIRA EN MADRID Y BARCELONA

1. El pasado 15 de abril de 2014 se aprobó en el Parlamento Europeo el texto definitivo de la próxima Directiva sobre Mercados de instrumentos financieros y servicios de inversión –conocida como MIFID II- además de un nuevo Reglamento MIFIR. Una vez aprobada oficialmente en el Consejo y traducida a las lenguas oficiales de la Unión Europea, se ha procedido a su publicación en el Diario Oficial de la Unión Europea, con fecha 12 de junio de 2014, para entrar en vigor 20 días después.

Al tratarse de una Directiva, se prevé que los Estados Miembros tengan un plazo de 24 meses para incorporar la Directiva a sus ordenamientos internos –mediante transposición-. La propia Directiva fija el calendario de transposición, estableciendo que los Estados Miembros (i) adoptarán y publicarán las disposiciones legales, administrativas y reglamentarias para su transposición a más tardar el 3 de julio de 2016, de acuerdo con su ordenamiento interno, y (ii) aplicarán dichas disposiciones a partir del 3 de enero de 2017. Entretanto, la ESMA (la “European Securities and Markets Authority”) terminará de perfilar las normas técnicas.

Esta nueva normativa sustituirá a las anteriores Directivas 2002/92/EC y 2011/61/EU, estableciendo nuevas normas para la distribución de activos

financieros y asesoramiento sobre los mismos que ahondan en muchos campos de protección y regulación ya anticipados por la normativa anterior, así como en la introducción de directrices en terrenos menos explorados. En definitiva, recoge los principios de seguridad, eficacia y transparencia de los mercados en aras a la mayor protección de los inversores, los cuales vienen siendo tendencia desde hace algunos años, para darles una dimensión normativa más concreta. El nuevo Reglamento MIFIR, por su parte, incorporará principalmente nuevos requerimientos de información relacionados con el Reglamento (UE) 648/2012 –el conocido como EMIR-. MIFID II busca, pues, introducir medidas para paliar los problemas surgidos con motivo de la crisis financiera reciente –o más bien, los problemas que salieron a la palestra-, de manera que pueda trabajarse por unos mercados financieros más eficientes, sólidos y transparentes, mejorando, en particular, la protección del inversor.

A lo largo de esta nota, trataremos de abordar someramente las principales novedades que presenta la nueva normativa frente a la anterior, organizado temáticamente.

2. MIFID II regula un ámbito bastante más extenso que MIFID I. Ahora se extiende, además de, indudablemente, a la actividad y organización de las empresas de servicios de inversión y los mercados regulados, también, a los proveedores de servicios de “data reporting”, a los operadores de mercado, así como a las entidades extracomunitarias que presten servicios de inversión o lleven a cabo inversiones a través de una sucursal en la Unión Europea, las cuales regula. Respecto de los tres primeros, de hecho, establece requisitos de autorización para la constitución y/o funcionamiento, facultando a las autoridades competentes para su supervisión, cooperación y ejecución de medidas.

Sin ser novedad, quedan al margen, a modo de ejemplo, entre otro nutrido grupo de sujetos, las entidades de seguros, individuos que prestan servicios de inversión a nivel de grupo, aquellos que negocian instrumentos financieros por cuenta propia –salvo algunas excepciones, como los “market makers”-, o aquellos con obligaciones de “compliance” bajo la Directiva de emisiones de gases de efecto invernadero que negocien por cuenta propia derechos de emisión. Tampoco aplicará la Directiva a la prestación de servicios como contraparte en transacciones llevadas a cabo por organismos públicos negociando con deuda pública.

Ello no obstante, los Estados Miembros podrán optar por extender las exenciones a otros sujetos, con algunos matices y siempre que los regímenes establecidos sean análogos a la Directiva en lo referente a: 1º) Condiciones y procedimientos de autorización; 2º) Obligaciones de conducta; y 3º) Requisitos de organización.

3. Probablemente es uno de los puntos estrella de la nueva regulación, ya que afectará directamente a la práctica del asesoramiento en materia de inversión por ESIs (Empresas de Servicios de Inversión), con la potencialidad de condicionar su modelo de negocio, especialmente a aquellas que actualmente están cobrando retrocesiones o las que recomiendan “producto propio”. A nivel de mercado, esto será muy relevante puesto que pocas son las ESIs que presumiblemente podrán sobrevivir solo de la remuneración directa por el asesoramiento prestado. Al final, todo dependerá del movimiento conjunto de los participantes en el mercado, y de cuánto se popularice la figura del asesor independiente que está dispuesto a renunciar a los incentivos por esa “etiqueta”.

Este obligado ajuste de negocio se debe a que MIFID II crea las figuras del asesor independiente y el asesor no independiente, información que deberá ser comunicada al cliente desde el primer momento. Para ser asesor independiente, no sólo deberá emitir sus recomendaciones tras haber valorado una amplia gama de productos de diferentes proveedores, sino que tendrá prohibido el cobro de retrocesiones y/o incentivos. El asesor no independiente, por su parte, sí que podrá cobrar los incentivos –siempre ajustado como considere cada normativa nacional al transponer la Directiva-, pero deberá ampliar la información que da al cliente al respecto. Hasta ahora bastaba con comunicar la política general de incentivos, pero a partir de MIFID II deberá de comunicarse concretamente cómo los incentivos resultan de la materialización de las recomendaciones.

En definitiva, las entidades que prestan asesoramiento en materia de inversión deberán comunicar al cliente: a) Si se presta de manera independiente o no; b) El rango de instrumentos que se han tenido en cuenta, y c) Si se proveerá una evaluación periódica de la adecuación del instrumento recomendado; d) También deberá informar periódicamente al cliente de todos los costes que ha conlleva su inversión, incluyendo no sólo los derivados del mercado sino los específicamente causados por comisiones o cargos, de manera que el cliente pueda entender el efecto acumulativo global en sus

ganancias. Si el cliente lo solicita, esta información deberá presentarse de manera desglosada.

Y además, para calificarse como independiente: a) No puede recibir incentivos; b) Tiene que evaluar un rango suficiente de instrumentos financieros disponibles en el mercado, suficientemente diversos en cuanto a a) tipología y b) emisores/proveedores de los instrumentos, y c) que pueden asegurar conseguir objetivos inversión cliente.

Este rango de instrumentos no puede limitarse a: a) Emitidos o creados por la propia entidad o entidad con vínculos estrechos; b) O por entidad que tenga relaciones legales o económicas estrechas; c) o cualquiera que implique riesgo para la independencia del asesoramiento.

4. Conectado con lo anterior, la normativa derivada de MIFID II restringirá los incentivos, entendidos estos como beneficios monetarios y/o no monetarios percibidos de terceros por el intermediario. Así, no podrán percibir incentivos i) como se ha dicho, las entidades que prestan asesoramiento calificado de independiente, ni ii) las entidades que prestan el servicio de gestión discrecional de carteras.

Marginal y excepcionalmente, se permitirán beneficios no monetarios, de relevancia menor, siempre que se informe de su existencia al cliente y tengan la virtualidad de mejorar la calidad del servicio, nunca afectando al interés del cliente.

5. La nueva regulación MIFID abordará expresamente a las empresas de inversión que emplean sistemas de negociación algorítmica de alta frecuencia. La negociación de alta frecuencia –más conocida como HFT, por sus siglas en inglés-, es un tipo de negociación que ya está actualmente funcionando en los mercados financieros, la cual utiliza sofisticadas herramientas informáticas y/o tecnológicas para obtener información del mercado en tiempo real, procesarla a través de fórmulas matemáticas y tomar decisiones de inversión atinentes al intercambio de valores financieros tales como activos, opciones, etc. de manera inmediata.

Se trata de sistemas que desde hace un tiempo han venido sembrando creciente controversia, advirtiéndose de los peligros de su empleo. Al ser altamente cuantitativos y extremadamente veloces, pueden producir instantes

de desequilibrio. De hecho, se han relacionado con algunas alteraciones de mercados financieros como la alta volatilidad del 6 de mayo de 2010 en Estados Unidos, conocida como el “Flash Crash de 2010”, en el cual el índice “Dow Jones Industrial Average” sufrió su mayor caída intradía de la historia medida en puntos, recuperando, sin embargo, solo escasos minutos después la mayor parte de las pérdidas.

Por todo, se exigirá que las entidades que empleen HFT cuenten con sistemas efectivos de control de riesgos adecuados al negocio, de manera que se impida que creen desórdenes en el mercado en el que operan. Deberán asegurarse de que los algoritmos son: a) Sólidos y resistentes; b) tienen suficiente capacidad; c) se pueden limitar a determinados umbrales y límites para proteger órdenes erróneas; d) están monitorizados y supervisados informáticamente para evitar fallos y corregirlos en su caso.

6. Se prescribe que las entidades que a) crean, o b) distribuyen (colocador/distribuidor) productos financieros tienen que asegurarse de que: 1º) Los productos financieros están específicamente diseñados para satisfacer las necesidades de un grupo de clientes “target”; 2º) Que los mismos sólo se ofrecen o recomiendan a clientes de ese colectivo y no otros; y 3º) Que la estrategia de distribución es adecuada y consistente con lo anterior.

Se deberá verificar periódicamente, teniendo en cuenta cualquier evento que pueda afectar materialmente al riesgo potencial, viendo si continúa siendo consistente con las necesidades del “target”.

Para todo ello el creador del instrumento deberá facilitar información suficiente al distribuidor, sobre el propio instrumento financiero, el proceso de aprobación del producto y sobre el cliente objetivo.

7. Las empresas de inversión que proveen a sus clientes de acceso electrónico directo a sistemas de negociación deben contar con sistemas de control para asegurar la conducta adecuada de los clientes que utilizan este servicio, de manera que se eviten desórdenes en el mercado causados por su uso inapropiado, prácticas ilícitas, prevenirles de superar determinados umbrales o cometer errores en las órdenes, etc.

El acceso directo electrónico sin estos controles está prohibido.

8. MIFID II también concreta que podrá prestarse el servicio de “execution-only” sobre depósitos estructurados, salvo aquellos que incorporen una estructura que haga difícil para el cliente entender el riesgo asociado o el coste de cancelación de los productos.

Los UCITS (“Undertakings for collective investment in transferable securities”), en español, OICVM (Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios) estructurados definitivamente son considerados como productos complejos.

Los UCITS estructurados, tal y como los define el artículo 36 (1) subpárrafo 2 del Reglamento de la Comisión (UE) N°583/2010, han quedado calificados como productos complejos. Son UCITS estructurados los que ofrecen rentabilidad en fechas predeterminadas y vinculadas a la evolución de otros instrumentos o a la materialización de alguna condición.

Cabe destacar que algunos no UCITS también están expresamente calificados como productos complejos, como aquellos cuyas acciones/participaciones están admitidas a negociación en un mercado organizado.

Esto implica que quedan fuera del ámbito posible del servicio “execution-only”, que requiere que se presente a iniciativa del cliente y sobre productos no complejos. El servicio “execution-only” permitiría realizar ejecución o recepción y transmisión de órdenes sin realizar la evaluación de conveniencia.

9. MIFID II (art. 27), además de reiterar que la ejecución deberá realizarse buscando el mejor resultado posible para el cliente teniendo en cuenta precio, costes, rapidez, probabilidad, naturaleza del producto, etc. siempre que se siga el mandato del cliente, si es concreto, ahora también debe de evaluarse si es “la más favorable para el cliente” explícitamente en función de: a) Precio del instrumento financiero, y b) Costes relativos a la ejecución, incluyendo los gastos ocasionados al cliente por la ejecución, como los del sistema de negociación.

Está expresamente prohibido que se perciban remuneraciones, descuentos o beneficios no monetarios por el “enrutado” de las órdenes de un cliente a un particular sistema de negociación o ejecución, de manera que cause conflicto de intereses del mismo.

10. Los Estados Miembros deben establecer mecanismos para requerir a empresas de inversión u operadores de mercado que operen en un MTF (mercado multilateral de negociación) o OTF (mercado organizado de negociación) que suspendan la negociación de derivados en los casos en los que su subyacente haya sido también suspendido.

11. MIFID II obliga a los Estados Miembros a que establezcan límites a las posiciones en derivados de materias primas para: a) Prevenir abusos de mercado, y b) Evitar distorsiones en el precio, permitiendo la correcta formación de los precios de los subyacentes y sus fluctuaciones conforme a mercado.

12. También se regulará tanto la autorización como el funcionamiento de las entidades que prestan el servicio de “Data Reporting”.

En concreto, se crearán 3 tipos de entidades: 1º) APA (“Approved Publication Arrangement”): son los autorizados bajo la MIFID II para prestar el servicio de publicación de informes comerciales en nombre de las empresas de inversión; estos informes deberán ser de libre disposición gratuita en un plazo de 15 días. 2º) CTP (“Consolidated Tape Provider”): son los autorizados bajo MIFID II a prestar el servicio de recabar informes comerciales de instrumentos financieros de los mercados regulados, MTFs, OTFs y APAs y consolidarlos en un sistema continuo de flujo de información en vivo, que proporcione precio y volumen por cada instrumento financiero; y 3º) ARM (“Approved Reporting Mechanism”): son los autorizados bajo MIFID II para prestar el servicio de reportar los detalles de las transacciones a las autoridades competentes o a ESMA en nombre de las empresas de inversión.

13. Todas las entidades que prestan servicios de inversión –incluyendo a las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva- que realicen a) gestión discrecional de carteras, o b) asesoramiento, deberán asegurarse de que no se remunera al personal con criterio que genere conflicto con deber de actuar en mejor interés del cliente. Ej., en función de objetivos de venta, cualquiera que incentive vender un concreto instrumento a pesar de que haya otro que mejor satisface los intereses del cliente.

