

*Caveat vendor*, o el volteo regulatorio de la asignación de riesgos en las transacciones financieras por la normativa MiFID

Alberto Ruiz Ojeda

Profesor Jean Monnet  
Universidad de Málaga

## Abstract

*Este ensayo sostiene que las Directivas MiFID provocan la inversión de una de las reglas más antiguas de los contratos, el caveat emptor, con la justificación de corregir las asimetrías informativas de las transacciones financieras. El resultado consiste en el desplazamiento hacia el extremo contrario, el caveat vendor, que convierte al vendedor en el responsable de la justicia de las transacciones, con el consiguiente debilitamiento del soporte jurídico de su efectividad. Por desgracia, los primeros efectos reales de las Directivas MiFID en el sector financiero no tienen mucho que ver con la protección de los usuarios de servicios financieros y sí con la severa restricción de la operatoria de los agentes y con el diseño de productos financieros por parte de los gestores de carteras no bancarios y de los asesores financieros. A modo de respuesta a los abusos de los operadores financieros cometidos hace no mucho tiempo, las Directivas MiFID no han conseguido tanto prevenir los perjuicios a los inversores finales como la constricción de los mercados financieros, que dependen críticamente de la innovación, la diversificación del riesgo y la especialización de los agentes. Apoyada en los presupuestos intelectuales de la economía neoclásica, la regulación de la UE va mucho más allá de donde debería llegar cualquier intento regulatorio sensato, ya que pretende definir cuál es el objeto de las transacciones, cómo deben llevarse a cabo y a qué precio. En lugar de construir un marco más confiable, las Directivas MiFID ahondan la separación entre demandantes y suministradores de fondos, al tiempo que hacen más rígida la industria financiera. Probablemente, el efecto no deseado más relevante de la regulación europea de los servicios financieros sea la salvaguarda del negocio de los bancos a costa del de sus competidores. Este estudio contiene referencias a la doctrina económica convencional sobre asimetrías informativas, que es interpretada desde la óptica de la economía neo-institucional.*

*This essay upholds that UE MiFID Directives invert the oldest implicit rule of contracts (caveat emptor) for the sake of information asymmetries correction in financial transactions. The outcome consists of shifting to the caveat vendor solution, which makes the seller responsible for the transactions fairness and, as a result, weakens the legal grounds of their effectiveness. Unfortunately, the first results of MiFID Directives in the real financial world do not have much to do with consumers' protection but are more concerned with the severe restriction of stakeholders operation and financial product design, that is, independent (non-banking) portfolio managers and financial advisors. As a response to main financial operators' abuse in the not too distant past, MiFID Directives are not going to protect final investors from harm but to constrict even more the financial market, critically dependent on innovation, risk diversification and agents' specialization. Based on neoclassical economics assumptions, EU regulation goes much further than any sound regulatory attempt should, that is, to define what must be traded, how and at what price. Instead of building a more reliable framework, MiFID Directives deepen the gap between fund demanders and final suppliers by rendering more rigid the financial industry. Possibly, the most relevant unintended effect of UE regulation of financial services could be the safeguard of banks' business*

---

\* Jean Monnet Module "Regulation and Regulated Sectors within the European Integration Process" (Ref.: 2008-2686). Este artículo se basa en una versión preliminar presentada como Comunicación en el XIII Harvard Course in Law and Economics, que tuvo lugar en la Facultad de Derecho de la Universidad de Harvard (John M. Olin Center for Law, Economics, and Business) entre los días 11 y 14 de octubre de 2016. Agradezco a José María López Jiménez la revisión del original y sus incisivas sugerencias, así como las consideraciones que me hicieron los asistentes a la presentación en el citado Curso; nada de esto me exime de la exclusiva responsabilidad del resultado. He incorporado las acertadas sugerencias de los dos Informes de revisión por pares de esta Revista; debo hacer explícito mi reconocimiento al rigor de los Editores de InDret en dicho proceso de revisión.

*from other rivals. This study interprets the economic conventional doctrine on information asymmetries from the new-institutional economics perspective.*

*Title: Caveat Vendor: The Regulatory Upheaval of Risk Transfer in Financial Transactions according to MiFID*

*Keywords: Caveat vendor-retail investors' protection-financial advisors-portfolio managers-retrocessions-financial literacy*

*Palabras clave: Caveat vendor-protección de inversores minoristas-asesores financieros-gestores de carteras-retrocesiones-educación financiera*

## *Sumario*

1. De Papiniano a Akerlof, pasando por Villar Palasí
2. Normas sobre buenas prácticas en la comercialización de productos financieros: MIFID-I y MIFID-II
  - MiFID-I: el paisaje de usuarios, prestadores y productos de servicios de inversión
    - b. *Los servicios de solo ejecución: productos complejos y no complejos*
    - c. *La clasificación de los inversores por las empresas de servicios de inversión y la evaluación de los clientes de servicios financieros según la normativa MIFID-I*
  - MiFID-II y MiFIR: restricciones en materia de retribución del asesoramiento financiero y de la gestión discrecional de carteras
3. Algunas consideraciones críticas
  - 3.1. *Las asimetrías informativas no solo no obstaculizan o impiden el funcionamiento de las transacciones financieras, sino que las hacen posibles e impulsan la buena configuración del mercado, la innovación y la especialización de sus agentes*
  - 3.2. *Caveat vendor, o cuando el pastelero se convierte, por imposición legal, en perseguidor*
  - 3.3. *Los problemas planteados por la cuarentena retributiva de los asesores financieros y gestores discrecionales de carteras: la previsible abducción de su ámbito de actuación por otros operadores*
4. Breves conclusiones: bienvenidos al principio, y a los principios
5. Bibliografía

## 1. De Papiniano a Akerlof, pasando por Villar Palasí

Una de las facetas más destacadas –que no la única– del Derecho público es su condición de parásito institucional del Derecho privado. Como cualquier otro caso de parasitación, el del Derecho público lleva, en ocasiones, a volver del revés la morfología originaria de las instituciones iusprivatistas hasta darles una funcionalidad completamente opuesta. Así sucede, a mi parecer, con la normativa de la Unión Europea en materia de servicios de inversión, que lleva implícito un vuelco radical y de naturaleza netamente regulatoria en la dinámica de las transacciones financieras<sup>2</sup>. Regulatoria en el sentido propiamente redistributivo de esta expresión, es decir, no en el de normación, sino de reasignación correctiva e intencional de recursos. Además, tal redistribución se hace a la manera típica de las instituciones regulatorias, mediante la alteración reversiva de la matriz de incentivos de las instituciones del Derecho privado que, como en todas las instituciones, domina sus efectos más importantes, *los que no se ven*, en expresión de F. Bastiat<sup>3</sup>. El juego de los incentivos de las instituciones está intrínsecamente asociado al modo en que se asignan a las partes los riesgos que concurren en las transacciones que tales instituciones ordenan. El manejo del riesgo constituye, ciertamente, el recurso regulatorio más común, ya que las instituciones que rigen los intercambios se modelan internamente en función de quiénes corren con las pérdidas derivadas de incidentes lesivos. La estructura de reparto de riesgos (quién soportará las pérdidas, quién obtendrá las ganancias en tal o cual circunstancia) es tan esencial en las transacciones porque determina directamente el coste de oportunidad –el único coste que existe, en sentido económico propio y estricto<sup>4</sup>– de los agentes y, por tanto, sus funciones de utilidad y, con ellas, el contenido de la relación.

Trataré aquí brevemente, de modo descriptivo, sin otra pretensión sistemática que la de hacerme entender y con alguna referencia a la literatura económica, del giro introducido en la UE en materia de protección de los usuarios de servicios de inversión respecto de la asignación de riesgos en la contratación minorista. Como es bien sabido, desde Papiniano<sup>5</sup>, se acepta generalmente que, en la *emptio-venditio*, el riesgo de deterioro, desaparición o destrucción de la cosa –por tanto, los detrimentos asociados a su calidad o a su propia existencia– recae sobre el comprador: *periculum est emptoris* o, simplemente, *caveat emptor*. Esto tiene consecuencias importantes para los efectos de la relación bilateral cuando el riesgo se materializa, entre ellas que la carga de la prueba sobre la preexistencia del defecto, sus incidencias sobre el consentimiento prestado y las posibles derivaciones resarcitorias o rescisorias, le corresponde al comprador. Desde la óptica de su matriz de incentivos, la compraventa con la cláusula implícita del *caveat emptor* tiene un impacto formidable de conjunto: el fomento de transacciones ágiles, masivas y

---

<sup>2</sup> Un estudio de notable interés sobre la incidencia de la normativa MiFID, como normas de Derecho público, en el régimen jurídico-privado de las transacciones financieras y en la prestación de servicios financieros es el de Cherednychenko (2015).

<sup>3</sup> Cfr. BASTIAT (1889, p. 7).

<sup>4</sup> Cfr. J.M. BUCHANAN (1969).

<sup>5</sup> De entre los cualificados trabajos sobre la materia, me permito destacar el bien conocido de M. Alonso Pérez (1961). Un comentario reciente de las aportaciones de este autor, con referencias actualizadas, puede encontrarse en G.H. GALICIA AIZPURÚA (2014, pp. 135-142).

expeditivas, justamente por ser difícilmente reversibles. Hasta el momento presente, así sucede también en los mercados financieros mediante la llamada *ley de firmeza*, que hace irreversibles las operaciones bursátiles y de pago que, en Derecho español, está consagrada por la Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre Sistemas de Pago y Liquidación de Valores<sup>6</sup>.

Según explicó genialmente Villar Palasí, “el intervencionismo [administrativo] es una idea-camaleón, que poco o nada puede ayudar a aclarar su contenido, como poco o nada nos dice el balido del cordero sobre la calidad de su lana”<sup>7</sup>. Muchas de las medidas de intervención no buscan expresamente alterar los efectos de las transacciones económicas, sino que se presentan como medidas de “tutela por vía administrativa de la buena fe en la contratación, con la progresiva eliminación del *caveat emptor* en los bienes de consumo”<sup>8</sup>. Sugiero que la metáfora pecuaria de Villar –tan oportuna para nosotros, dada la conexión etimológica entre *pecus* y *pecunia*<sup>9</sup>– podría entenderse –como él mismo sostiene– en clave de policía de mercados, es decir, como un régimen de vigilancia preventiva, anticipatoria del control *ex post facto* propio de los Tribunales de Justicia<sup>10</sup> que, como enseguida comprobaremos, puede no conllevar la presencia fiscalizadora inmediata y explícita de la Administración sino que, simplemente, arroja sobre una de las partes de la transacción ciertos deberes de diligencia, incluso en sentido genérico, para el control de riesgos. Así, un buen número de instituciones jurídico-públicas contienen medidas regulatorias, es decir, redistributivas, que, sin predeterminedar el resultado final del intercambio ni definir sustantivamente su contenido, inciden de manera decisiva o, al menos, relevante en sus componentes, incluido el precio. Insistamos en que, inevitablemente, semejante incidencia estructural sobre la institución afecta a su matriz de incentivos y, por tanto, a sus efectos en el largo plazo que, al menos de momento, *no se ven*.

En la secuencia de esta hilvanación de ideas, se me ocurría también echar cuenta del célebre, inspirador e influyente artículo de G.A. Akerlof, publicado en 1970, “The Market for *Lemons*”. En Estados Unidos, en el lenguaje de la calle, se llaman *lemons* a los coches usados de mala calidad; podríamos traducir la expresión por la de *cacharros* o *tartanas* (en contraposición a los *peaches* o *melocotones*, que son los coches usados que se encuentran en buen estado). El caso es que a Akerlof le pareció que el mercado de coches de segunda mano es un ejemplo paradigmático de asimetrías informativas entre comprador y vendedor, a favor de este último, ya que, en circunstancias normales, es éste y no aquél quien está en condiciones de conocer el verdadero estado del vehículo, mientras que el comprador tan sólo tiene la referencia del precio. Entre otras

---

<sup>6</sup> Mediante esta Ley se incorporó al ordenamiento jurídico español la Directiva 98/26/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de mayo 1998, sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores (DOUE de 11 de junio).

<sup>7</sup> VILLAR PALASÍ (1964a, p. 85).

<sup>8</sup> (1964a, p. 87), cursiva en el original. Un estudio contextualizado de esta idea de VILLAR PALASÍ podrá encontrarse en RUIZ OJEDA (2015a, pp. 169-202), así como en RUIZ OJEDA (2016, pp. 134-136).

<sup>9</sup> Muy interesante, sobre este particular, el trabajo de M.A. MARCOS CASQUERO (2005).

<sup>10</sup> El reemplazo del juez por la Administración para la corrección de los efectos de las transacciones voluntarias fue tratado de forma muy sugerente por VILLAR PALASÍ (1964b, p. 177).

distorsiones, esta circunstancia provocaría la salida de los coches buenos del mercado regular de segunda mano, ya que la percepción generalizada del predominio de los *lemons* por parte de los potenciales compradores hace que los precios que están dispuestos a pagar no sean aceptables para los vendedores de coches de segunda mano de calidad. Según costumbre inveterada de los economistas neoclásicos –Akerlof lo es–, su solución al problema consistió en reclamar la intervención legislativa y gubernamental para resolver tan intolerable desequilibrio competitivo o *fallo del mercado* de los coches de segunda mano. El éxito de la propuesta de Akerlof fue notable, como lo prueba la aprobación en 1975 por el Congreso estadounidense de la Magnuson–Moss Warranty Act, que estableció por primera vez un régimen federal de garantías de general aplicación para los consumidores, con el otorgamiento a la Federal Trade Commission de poderes especiales de fiscalización. Por si el éxito de la consagración legislativa de sus tesis fuese poco, Akerlof recibió en 2001, junto con J. Stiglitz y M. Spence, el Nobel de Economía por sus aportaciones al análisis de las asimetrías informativas.

A mi modo de ver, la orientación de la regulación y de la normativa europeas sobre mercados financieros y servicios de inversión se inserta plenamente en la tendencia definida por Villar Palasí y Akerlof, entre otros muchos, de inversión de la cláusula *caveat emptor* hacia el *caveat venditor*. Veamos los rasgos principales del indicado cuadro normativo, con el apoyo de su trasposición al Derecho español.

## ***2. Normas sobre buenas prácticas en la comercialización de productos financieros: MIFID-I y MIFID-II***

Con el acrónimo MiFID (Markets in Financial Instruments Directive) se designaba originariamente a la Directiva 2004/39/CE, sobre mercados y servicios financieros, pero se empleó también para hacer referencia al Reglamento (CE) 1287/2006 sobre esas mismas materias hasta que, como ahora sucede, es utilizado para referirse a toda la normativa, europea y nacional, sobre mercados, productos financieros y servicios de inversión, que es concebida como un conjunto. La nomenclatura se ha mantenido para identificar una posterior *oleada* o versión normativa de reemplazo, aprobada en 2014. De este modo, el todavía vigente (cuando se escriben estas líneas) *paquete* de Directivas y Reglamentos (y, por extensión, la legislación nacional sobre la materia) se menciona como MiFID-I, para denominar MiFID-II al nuevo bloque normativo, compuesto por la Directiva 2014/65/UE y los Reglamentos (identificados con el acrónimo MiFIR: Markets in Financial Instruments Regulations) (UE) 596/2014, 600/2014 y 909/2014, si bien su entrada en vigor, prevista inicialmente para el 3 de enero de 2017, va a ser diferida un año más, hasta el mismo día de 2018, si el Parlamento Europeo ratifica finalmente, como parece previsible, la propuesta de la Comisión<sup>11</sup>.

---

<sup>11</sup> La Comisión Europea hizo pública su voluntad de diferir por un año la entrada en vigor del paquete MiFID-II mediante Nota de Prensa del 10 de febrero de 2016, disponible en [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-16-265\\_en.htm?locale=en](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-16-265_en.htm?locale=en) (acceso: 25 de junio de 2016). Esa misma fecha llevan las dos Propuestas de la Comisión al Parlamento Europeo, de Directiva y de Reglamento, para modificar las fechas de entrada en vigor. Conviene aclarar que la vigencia de la Directiva y de los Reglamentos MiFID-II está sujeta a una minuciosa *fasificación*, que

Describiremos el contenido de ambos bloques desde la perspectiva que específicamente nos interesa, la de la protección de los usuarios de servicios de inversión.

## 2.1. MiFID-I: el paisaje de usuarios, prestadores y productos de servicios de inversión

La normativa MiFID-I es uno de los últimos productos legislativos de la era *pre-Lehman*, es decir, que apareció muy poco antes de que la actual *Gran Recesión* rompiera aguas. Su hechura es, en general, bastante correcta y contiene previsiones de calidad, tanto cuando perfila a los operadores financieros como cuando define las técnicas de protección de los usuarios minoristas. No imaginaban entonces quienes elaboraron este primer paquete normativo el protagonismo tan directo de las entidades de crédito, no sólo en la provocación de la crisis en sí misma considerada, sino en la vulneración de los citados mecanismos de defensa de los inversores.

El bloque normativo conocido como MiFID-I, en el que incluiremos también las normas de implementación al Derecho español, está compuesto -básicamente, y sin perjuicio de que puedan considerarse otras- por las siguientes piezas:

- Directiva 2004/39/CE, de 21 de abril<sup>12</sup>, y Directiva 2006/73/CE, de 10 de agosto (que desarrolla y especifica la anterior), ambas del Parlamento Europeo y del Consejo, así como el Reglamento (CE) 1287/2006, de 10 de agosto, del Consejo, igualmente dictado en desarrollo de la Directiva 2004/39.
- Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, actualmente en versión de Texto Refundido (TRLMV), aprobado por Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre.
- Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión.

Las normas MiFID-I, clasifican a los usuarios de servicios de inversión en tres grupos y establecen una serie de criterios de información mínima por parte de las entidades en la labor de protección y asunción de riesgos de los inversores. Además de las funciones de organización de los mercados financieros a nivel europeo, las normas MiFID-I se diseñaron para cumplir dos objetivos básicos: el refuerzo de los requisitos organizativos y operativos de los proveedores de servicios de inversión y la mejora de las normas de conducta que rigen sus relaciones con la clientela.

### a. Los operadores financieros según MiFID-I

---

supondrá el consiguiente diferimiento *escalonado* por un año de todo el cronograma de entrada en vigor de dichas normas, como detalladamente se recoge en las citadas Propuestas.

<sup>12</sup> La Directiva 2004/39/CE ha sido modificada en varias ocasiones a lo largo de su periodo de vigencia. Podrá encontrarse una versión o texto consolidado no oficial (que es el que empleamos aquí) en: [http://publications.europa.eu/resource/cellar/74b1a186-917b-4f71-a45a-9451f0e8cac6.0007.03/DOC\\_2](http://publications.europa.eu/resource/cellar/74b1a186-917b-4f71-a45a-9451f0e8cac6.0007.03/DOC_2).

La Directiva 2004/39 no está pensada para someter a su disciplina a las entidades de crédito – bancos, cajas de ahorro y cooperativas de crédito- y a sus actividades propias, sino a las denominadas *empresas de inversión* y a los *mercados regulados* (es decir, los mercados secundarios organizados y los Sistemas Multilaterales de Negociación, SMN). Pero el carácter de *operadores transversales* de las entidades de crédito hacía inevitable su sujeción a las previsiones de la Directiva cuando lleven a cabo las actividades incluidas dentro de la categoría de *servicios de inversión* y auxiliares. Conviene retener desde ahora este rasgo tan importante para entender el paisaje de agentes regulados definido por la Directiva, en el que las entidades de crédito aparecen como operadores generales o integrales, habilitados para la realización de todo tipo de actividades, desde las suyas propias (captación de depósitos y dación de crédito) hasta las atribuidas a otros operadores especializados o sectorizados. Por tanto, las entidades de crédito están sujetas a su normativa específica, europea<sup>13</sup> y nacional, para la operatoria propiamente bancaria, pero también a la de las *empresas de inversión* cuando realizan actividades no bancarias pero que tienen la consideración de *servicios de inversión* o auxiliares con arreglo a la Directiva.

A los efectos de la Directiva, una *empresa de inversión* es (art. 4.1) “toda persona jurídica cuya profesión o actividad habituales consisten en prestar uno o más servicios de inversión o en realizar una o más actividades de inversión con carácter profesional a terceros”, si bien los Estados miembros podrán incluir dentro de la categoría a las personas físicas (es decir, profesionales) con la oportuna adaptación de las garantías para terceros y de las reglas de supervisión. Las actividades propias de las empresas y profesionales de inversión son, pues, los *servicios de inversión*, para cuya identificación la Directiva se remite a su Anexo I, y serán aquellos que aparezcan descritos en la Sección A del Anexo y tengan por objeto los instrumentos o productos financieros enumerados en la Sección C. El art. 4.1.3 se refiere a los *servicios auxiliares*, que se derivan de los *servicios de inversión* propiamente dichos y son prestados por los operadores que realizan estos últimos, y vienen enumerados en la Sección B del citado Anexo I. Estos *servicios auxiliares* son tratados en la Directiva como estrictamente vinculados a los *servicios de inversión* principales, de tal manera que se prohíbe expresamente la autorización para la prestación de servicios auxiliares con separación de los servicios de inversión<sup>14</sup>. Por previsión expresa, la Directiva (art. 2.1) no se aplica, entre otras, a las empresas de seguros y reaseguros, instituciones de inversión colectiva y fondos de pensiones que, por tanto, no tienen la consideración de *empresas de inversión* a los efectos que aquí interesan.

Así pues, desde la óptica de la Directiva, los instrumentos o productos financieros podrían clasificarse en: a) productos no incluidos o *productos no MiFID*, que son objeto de la actividad y operatoria propia de las entidades de crédito y de seguros (tales como cuentas corrientes, libretas de ahorro a la vista, imposiciones a plazo fijo, depósitos a plazo de rendimiento variable con

---

<sup>13</sup> Básicamente, la Directiva 2013/36/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión.

<sup>14</sup> Así, el art. 6.1, *in fine*, dice que “En ningún caso podrá concederse la autorización únicamente para la prestación de servicios auxiliares”. Por su parte, los arts. 31.1, *in fine* (sobre autorizaciones de empresas de inversión válidas en todo el territorio de la UE), y 32.1, *in fine* (para establecimientos permanentes de empresas de inversión), establecen que “Sólo podrán prestarse servicios auxiliares junto con un servicio o actividad de inversión”.

capital garantizado, planes de pensiones, seguros de vida, etc.); y *b) productos MiFID*, que son los descritos en la Sección C del Anexo I de la Directiva, entre los que se distinguen, como luego explicaremos, los *complejos* y *no complejos*.

Si seguimos el buen resumen explicativo de López Jiménez<sup>15</sup>, las tipologías de *empresas de servicios de inversión* MiFID son las siguientes:

- Sociedades de valores
- Agencias de valores
- Sociedades gestoras de carteras
- Sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (IIC)
- Empresas de asesoramiento financiero
- Entidades de crédito (bancos, cajas de ahorro y cooperativas de crédito)

Dentro de este panorama, nos interesan particularmente las sociedades gestoras de carteras y, sobre todo, las empresas de asesoramiento financiero, justamente porque constituyen, si se nos permite este modo de hablar, la *parte baja* de la estructura de operadores de la industria financiera, es decir, los que tienen un ámbito de *servicios de inversión* –para los que necesitan la oportuna autorización, obviamente- más restringido, junto con las entidades gestoras de instituciones de inversión colectiva (IIC)<sup>16</sup>, fondos de pensiones y fondos de titulización. Si comenzamos por la *parte alta*, como ya hemos apuntado, las entidades de crédito pueden llevar a cabo todas las actividades constitutivas de servicios de inversión para todo tipo de productos o instrumentos financieros (sean MiFID o no MiFID). Por su parte, las agencias y sociedades de valores, el siguiente escalón, comercializan (por cuenta propia o ajena, según sean agencias o sociedades) y colocan (con o sin aseguramiento, según sean agencias o sociedades) todo tipo de productos financieros, e incluso pueden otorgar (caso de las sociedades de valores) préstamos y créditos a inversores para la adquisición y venta de dichos productos. A su vez, las entidades de gestión de IIC tienen el muy específico cometido de la realización de la operatoria de dichas instituciones, normalmente fondos y sociedades de inversión, a través de las que captan públicamente fondos, bienes o derechos para invertirlos y gestionarlos de forma conjunta en activos financieros (valores de renta fija o variable) o no financieros (por ejemplo, inmuebles).

En definitiva, si dejamos de lado las entidades de gestión de IIC, fondos de pensiones y de titulización, las empresas de gestión discrecional de carteras y las de asesoramiento financiero son los operadores que prestan unos servicios de inversión más alejados de la intermediación financiera.

Las empresas de gestión de carteras llevan a cabo una combinación de activos que conforman un *portfolio* que ha sido diseñado según las preferencias y necesidades de cada cliente-inversor, al tiempo que prestan un servicio de seguimiento de la evolución de dicha cartera y una evaluación

---

<sup>15</sup> Cfr. LÓPEZ JIMÉNEZ (2015, pp. 138-139).

<sup>16</sup> Muy recomendable me parece el clarificador cuadro que ofrece López Jiménez donde se recoge la taxonomía de empresas de servicios de inversión y de servicios auxiliares, en el que me baso aquí (2015, pp. 140-141).

de sus resultados; esto permite, por tanto, asistir profesionalmente al inversor en la diversificación de riesgos (elección de los valores que componen su cartera), así como para la adopción de decisiones de inversión (órdenes de compra y de venta) que, con carácter general (aunque siempre habrá que estar a lo que diga el contrato) el gestor realizará en nombre del cliente, como mandatario suyo y sin necesidad de autorización previa o expresa, de ahí su naturaleza *fiduciaria*. Este servicio de inversión recibe la denominación de *discrecional* porque el gestor queda facultado para decidir la composición de la cartera, pero siempre dentro de las orientaciones dadas por el cliente, que habrán de ser lo suficientemente amplias como para hacer posible tal discrecionalidad. Ahora bien, la gestión ha de ser *individualizada*, es decir, debe atender al perfil e intereses patrimoniales del inversor, a cuyo preciso conocimiento viene obligado el gestor<sup>17</sup>; esto distingue al servicio de gestión de carteras de la gestión *colectiva*, propia de las IIC, en la que el gestor ni recibe ni atiende las preferencias o mandatos personalizados de quienes, como partícipes del fondo o de la sociedad de inversión, tienen la condición de inversores<sup>18</sup>. Es fácil advertir que el asesoramiento financiero está particularmente próximo a la gestión discrecional de carteras; de ahí que, por previsión legal expresa, los gestores de carteras puedan prestar también dicho servicio de asesoramiento<sup>19</sup>.

Por su parte, las empresas de asesoramiento financiero realizan un servicio que consiste, en palabras de la Directiva 2004/39 (art. 4.1.4), en “la prestación de recomendaciones personalizadas a un cliente, sea a petición de éste o por iniciativa de la empresa de inversión, con respecto a una o más operaciones relativas a instrumentos financieros”<sup>20</sup>. El asesoramiento financiero implica una recomendación específica realizada a una persona en su calidad de inversor o posible inversor, o en su calidad de agente de un inversor. Esta recomendación deberá presentarse como adecuada para esa persona o deberá basarse en una consideración de sus circunstancias particulares, y consistirá en alguna de las siguientes actuaciones: comprar, vender, suscribir, canjear, reembolsar, mantener o asegurar un instrumento financiero específico, o ejercitar o no ejercitar cualquier derecho conferido por un instrumento financiero determinado para comprar, vender, suscribir, canjear o reembolsar un instrumento financiero. Al igual que la gestión discrecional de carteras, el asesoramiento financiero es un servicio *personalizado*, lo cual lo diferencia de las denominadas, en la terminología de la Directiva 2004/39, “comunicaciones publicitarias” dirigidas a clientes o posibles clientes, que habrán de ser “imparciales, claras y no engañosas”, además de “claramente identificables como tales”, según indicación expresa de su art. 19.2.

---

<sup>17</sup> Tomo la descripción del contenido y alcance del contrato de gestión discrecional de carteras de F. ZUNZUNEGUI PASTOR, (2015, pp. 107 y 108).

<sup>18</sup> En este mismo sentido, cfr. ZUNZUNEGUI, (2015, pp. 108 y 110).

<sup>19</sup> En la legislación española, cfr. art. 143.3 TRLMV, concordante con la Directiva 2004/39, cuyo art. 6.1 confiere amplio margen a los Estados miembros para que puedan especificar en sus legislaciones nacionales el alcance de las autorizaciones a empresas de servicios de inversión.

<sup>20</sup> Con idéntico tenor literal, véase la definición del art. 140.g) TRLMV.

b. *Los servicios de solo ejecución: productos complejos y no complejos*

Debemos ocuparnos de una modalidad específica de servicios de inversión que reciben la denominación de servicios de *solo ejecución*, y así vienen catalogados en la Sección A del Anexo I de la Directiva 2004/39 (apartado 2): “Ejecución de órdenes por cuenta de clientes”<sup>21</sup>. En palabras de la Directiva (art. 19.6), este servicio se presta cuando las empresas de inversión se limitan “exclusivamente a la ejecución o recepción y transmisión de órdenes de clientes”, con o sin prestación de servicios auxiliares. Su peculiaridad más relevante, a efectos regulatorios, consiste en que los servicios de *solo ejecución* no conllevan la obligación (que se materializa, como seguidamente explicaremos, en las evaluaciones de *idoneidad* y de *conveniencia*) de recabar del cliente la 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 inversión previsto es adecuado para el cliente” (art. 19.5). Esta exención de la obligación citada tiene lugar si se cumplen, simultáneamente, las cuatro condiciones establecidas por el art. 19.6: *a)* que las órdenes de ejecución se refieran a acciones admitidas a cotización en un mercado regulado o en un mercado equivalente de un tercer país, a instrumentos del mercado monetario (típicamente, pagarés y otros instrumentos de deuda pública con liquidez inmediata), obligaciones u otras formas de deuda titulizada (excluidas las obligaciones o los valores de deuda titulizada que incluyan derivados), IIC y *otros instrumentos financieros no complejos*; *b)* que el servicio se preste a iniciativa del cliente o posible cliente; *c)* que se haya informado claramente al cliente o posible cliente de que, para la prestación de dicho servicio, la empresa de inversión no está obligada a evaluar la adecuación del instrumento ofrecido o del servicio prestado y de que, por tanto, el cliente no goza de la correspondiente protección de las normas de conducta pertinentes; *d)* que la empresa de inversión cumpla las obligaciones que, en materia de tratamiento de conflictos de interés, establece el art. 18 de la propia Directiva<sup>22</sup>.

Por su parte, la Directiva 2006/73, de 10 de agosto (que, como recordaremos, se dictó en desarrollo de la 2004/39), especifica en su art. 38 qué tipo de productos habrán de entenderse incluidos dentro de la categoría de *otros instrumentos financieros no complejos* del art. 19.6 de la Directiva 2004/39. Así, se considerará como *no complejo* todo producto que reúna (habría que entender que con carácter simultáneo) las siguientes características:

- 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;
- 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;

---

<sup>21</sup> A nivel de Derecho español vigente, véase, con el mismo tenor literal, el art. 140.b) TRLMV.

<sup>22</sup> La correspondencia de este precepto de la Directiva en el Derecho español está en el art. 216 TRLMV.

- no implica responsabilidad real o potencial alguna para el cliente que exceda del coste de adquisición del instrumento;
- 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.

Sin entrar ahora en las dificultades prácticas que pueden presentarse a la hora de verificar que se dan todas las condiciones exigidas para calificar un servicio de inversión como de *solo ejecución*, vemos que la distinción entre producto financiero *complejo* y *no complejo* es introducida por las Directivas MiFID-I con ocasión de esta modalidad específica de servicios. Ya anticipamos que los denominados productos MiFID (de la Sección C del Anexo I de la Directiva) tienen esta subdivisión y acabamos de explicar a qué razón obedece. La determinación precisa de la complejidad de los productos ha ocasionado una carrera de intentos por parte de los legisladores nacionales y de los reguladores financieros a todos los niveles, como es obvio, con la intención de evitar la elusión de controles y de garantías. Pensemos, por ejemplo, que la combinación de las mencionadas *comunicaciones publicitarias* (mediante las que las empresas de inversión ofertan productos financieros al público en general) con la recepción de órdenes de *solo ejecución* permitiría la comercialización de productos sin filtro alguno de protección para el inversor en cuanto a su adecuación<sup>23</sup>. Este esfuerzo de especificación adicional venía en cierto modo derivado de la propia dicción literal del art. 19.6 de la Directiva 2004/39 (esos *otros instrumentos financieros no complejos*), pese a las previsiones del ya citado art. 38 de la Directiva 2006/73, dada la enorme diversificación y capacidad de evolución de los productos financieros. En la legislación española, el TRLMV ha recogido en su art. 217 una fusión literal de los preceptos citados de las dos Directivas.

Pero la obligada terminología técnica y la propia dificultad de identificación de los productos financieros han provocado, a su vez, la necesidad de que los organismos reguladores hagan un esfuerzo explicativo adicional mediante la emisión de documentos aclaratorios. Así lo ha hecho, a nivel de toda la UE, la actual European Securities and Markets Authority (ESMA)<sup>24</sup> y, en España, la CNMV<sup>25</sup>.

---

<sup>23</sup> En este sentido, LÓPEZ JIMÉNEZ (2015, p. 151) cita unas consideraciones interesantes de la Comisión Nacional del Mercado de Valores: “no parece razonable considerar probable que una gran mayoría de los inversores actúen a iniciativa propia en la comercialización masiva de un producto durante un corto espacio de tiempo a través de la red de sucursales y del teléfono, ni tampoco que ello suceda si la entidad ha establecido una política interna de promoción o de incentivos al personal especial” (CNMV, 2010, p. 4).

<sup>24</sup> Véase el documento *MiFID complex and non complex financial instruments for the purposes of the Directive's appropriateness requirements*, (Ref.: CESR/09-558) de fecha 3 de noviembre de 2009, 22 pp., elaborado por el Committee of European Securities Regulators (CESR), antecedente inmediato de la ESMA, que fue creada por el Reglamento 1095/2010, de 24 de noviembre, del Parlamento Europeo y del Consejo.

<sup>25</sup> Nos referimos a la citada *Guía sobre catalogación de los instrumentos financieros como complejos o no complejos*, de 14 de octubre de 2010 (CNMV, 2010). La base legislativa en Derecho español para la emisión por parte de la CNMV de guías y orientaciones sobre calificación de riesgo de productos financieros para los inversores se encuentra en

Conviene advertir que la expresión *producto financiero complejo* (o *no complejo*) tiene un contenido técnico-legal preciso que no coincide con su significado semántico común, aunque es bien cierto que la propia expresión fomenta los equívocos<sup>26</sup>. Para entender, en general, el sentido propio y su relación directa con los servicios de *solo ejecución* digamos, simplemente, que los productos financieros *no complejos* son aquellos que, por ser negociados en mercados organizados y con soporte de liquidez inmediata, ofrecen a todos los inversores referencias de precios (cotizaciones) independientes de los emisores y de los comercializadores (y, por tanto, no distorsionables), por lo que, aunque pueda tratarse de productos de muy elevado riesgo (sin que por esto dejen de ser *no complejos*), el inversor no sólo tiene la protección de la liquidez inmediata y según valor de cotización sino que, con sus órdenes de venta o reembolso influye a la baja en el valor de mercado del producto y, por tanto, *castiga* su mal comportamiento. Volveremos a tratar posteriormente de los productos financieros *complejos*.

c. La clasificación de los inversores por las empresas de servicios de inversión y la evaluación de los clientes de servicios financieros según la normativa MIFID-I

Otro de los componentes clave de las normas MIFID-I es el establecimiento de una clasificación de los inversores a efectos del tratamiento informativo y de aplicación de mecanismos de protección en relación con los servicios de inversión. Esto conlleva para las empresas la obligación de calificar a cada cliente para incluirlo en la categoría que corresponda en función de sus conocimientos, experiencia financiera, perfil y objetivos de inversión, con arreglo a los mecanismos de evaluación que a continuación se exponen (art. 203 TRLMV). Las tres categorías son:

- *Contrapartes elegibles*, concepto que comprende a las propias empresas de servicios de inversión, entidades de crédito y aseguradoras y, en general, a los inversores institucionales (véanse el art. 24 de la Directiva 2004/39 y el art. 50 de la Directiva 2006/73). En principio, las contrapartes elegibles no son clientes, sino operadores financieros y están contemplados por la normativa MiFID a efectos de reconocimiento de su estatuto legal por los Estados miembros y para la salvaguarda de la libre prestación de servicios y circulación de capitales en el Mercado Interior, si bien pueden solicitar su tratamiento como clientes profesionales o minoristas para que se les apliquen las técnicas de protección que corresponden a éstos.
- *Clientes profesionales*, que son los que poseen experiencia, conocimientos y cualificación necesarias para tomar sus propias decisiones de inversión y

---

el art. 210.3 TRLMV. En aplicación de esta previsión legislativa, véase la Orden ECC/2316/2015, de 4 de noviembre, relativa a las obligaciones de información y clasificación de productos financieros (BOE del 5 de noviembre).

<sup>26</sup> Así, dicen CARRASCO PERERA y LYCZKOWSKA, que podría constituir una manipulación “intercambiar los calificativos de *complejo* y *alto riesgo*, como si fueran equivalentes” (2013, p. 3).

para valorar correctamente los riesgos inherentes a dichas decisiones, como las entidades reguladas, los fondos de pensiones o empresas con un total de partidas de activo superior a 20 millones de euros, volumen de negocio superior a 40 millones de euros o fondos propios por valor de 2 millones de euros (art. 205 TRLMV, cuyo contenido coincide casi literalmente con el de la Sección I del Anexo II de la Directiva 2004/39).

- *Cientes minoristas*: forman una categoría residual, es decir, tienen esta calificación “todos aquellos que no sean profesionales” (art. 204 TRLMV, que transcribe casi literalmente el art. 4.1.12 de la Directiva 2004/39) y cuentan con las mayores garantías de protección.

Debemos decir que se prevé una cierta permeabilidad de estas categorías mediante el trasvase de operadores y clientes de una a otra, que está sujeto al cumplimiento de ciertos requisitos y a la aplicación de los procedimientos establecidos. Estos cambios de clasificación se llevan siempre a cabo por solicitud y a iniciativa del interesado. Así, quienes, en principio, tengan la condición de contrapartes elegibles, podrán ser clasificados como clientes profesionales o minoristas (cfr. art. 24.2 de la Directiva 2004/39 y art. 28.3.a de la Directiva 2006/73). También está admitida la calificación como contraparte elegible de ciertos clientes profesionales (cfr. art. 24.3 de la Directiva 2004/39 y art. 50.1 de la Directiva 2006/73). Igualmente, los profesionales pueden pasar a minoristas (cfr. la Sección I del Anexo II de la Directiva 2004/39 y el art. 28.3.b de la Directiva 2006/73). Del mismo modo, los clientes calificados como minoristas pueden solicitar y obtener su pase a profesionales y, por tanto, ser tratados como tales, sea con carácter general o para un servicio de inversión u operación determinada (cfr. Sección II del Anexo II de la Directiva 2004/39), lo cual conlleva la renuncia al régimen de protección propio de los minoristas, si bien se trata de una renuncia que sólo tiene, por previsión normativa, un alcance parcial y limitado, como algo más adelante veremos.

Además de las obligaciones generales de información a sus clientes<sup>27</sup>, presentes o potenciales, derivadas de los estándares de diligencia y transparencia<sup>28</sup>, la normativa MIFID-I (véanse el art. 19, apartados 4 y 5, de la Directiva 2004/39 y, sobre todo, los arts. 35 y 36 de la Directiva 2006/73, así como los arts. 213 y 214 TRLMV) exige que las entidades que presten servicios de inversión obtengan determinada información de sus clientes y realicen una evaluación con el objetivo de garantizar la idoneidad o adecuación del servicio y/o del producto ofrecido a cada cliente. De ahí que se hable de los dos cuestionarios o *tests MiFID*:

- *Test de idoneidad*, cuando se prestan los servicios de asesoramiento financiero o de gestión discrecional de carteras, que tiene por objeto recabar y evaluar la información relativa a los conocimientos y experiencia del cliente en materia de inversiones, su situación financiera y sus objetivos de inversión,

---

<sup>27</sup> Véase el art. 209 TRLMV, plenamente concordante con el art. 19.3 de la Directiva 2004/39.

<sup>28</sup> Véase el art. 208 TRLMV.

para dejar constancia de su perfil y proporcionar orientaciones a la empresa de servicios de inversión para adecuar el asesoramiento o la gestión discrecional.

- *Test de conveniencia*, destinado a clientes a quienes se prestan servicios de inversión que no sean de asesoramiento financiero o de gestión discrecional de carteras. Va destinado a constatar la adecuación para el cliente del concreto producto o servicio. La evaluación de conveniencia, como recordaremos, es obligatoria para la entidad cuando se prestan servicios de *solo ejecución* en relación con *productos financieros complejos*.

A la vista de estos interesantes aspectos normativos, sería útil para el análisis que aquí nos ocupa hacer notar algunas discordancias que aparecen, a nuestro juicio, cuando trazamos una comparación de las Directivas MiFID-I con la legislación española. Y se aprecian en relación con los clientes profesionales, sea porque ésta es su catalogación legal originaria, sea porque se trata de clientes profesionales -total o parcialmente- con carácter sobrevenido, es decir, previa solicitud de interesado y seguimiento del procedimiento de verificación por la entidad de servicios de inversión.

Las Directivas MiFID prevén para los clientes profesionales un régimen de garantías *rebajado* en materia de evaluaciones, tanto de idoneidad como de conveniencia. La Directiva 2006/73 autoriza a las entidades de servicios de inversión a presumir, en relación con la evaluación de idoneidad, que los clientes profesionales son capaces de “asumir cualquier riesgo de inversión relacionado [y] coherente con sus objetivos de inversión” y que cuentan con “la experiencia y los conocimientos necesarios para comprender los riesgos que implica la operación o la gestión de su cartera” (art. 35.2) y, por tanto, les exime de la obligación de recabar información a tales efectos, lo cual reduce la evaluación de idoneidad, para los clientes profesionales, a que los servicios u operaciones financieras respondan “a los objetivos de inversión del cliente en cuestión”. Sorprendentemente, el TRLMV tan solo les exime, en materia de idoneidad, de obtener información sobre “sus conocimientos y experiencia en el ámbito de inversión correspondiente al tipo de producto o de servicio concreto de que se trate” (art. 213.2). Por lo que concierne a la evaluación de conveniencia, la Directiva 2006/73 permite a las empresas de servicios de inversión presumir, para los clientes profesionales, que tienen “la experiencia y los conocimientos necesarios para comprender los riesgos que implica en relación con esos servicios de inversión u operaciones concretas, o los tipos de operaciones o productos” para los que estén clasificados como tales (art. 36), lo cual equivale a una exención completa del test de conveniencia. Pero tal exención ni siquiera es parcial en la legislación española, ya que el TRLMV (art. 214) no recoge excepción alguna a la obligación de evaluación de conveniencia para los clientes profesionales. Resulta evidente, sin perjuicio de lo que a renglón seguido decimos, que la legislación española es incapaz de incorporar con todas sus consecuencias el concepto ya expuesto de cliente profesional, consagrado por ella misma y por las Directivas MiFID, o sea, quien cuenta con “la experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente sus riesgos” (art. 205.1 TRLMV). Puede que, desde la perspectiva del criterio de mayor protección del inversor, esta incorporación tan astringente de las Directivas no sea formalmente reprochable, pero sí lo sería desde la de la correcta comprensión de las tipologías de

clientes, de su sentido material y funcional.

En relación con los clientes minoristas que solicitan y obtienen su calificación como profesionales, las Directivas no establecen ninguna distinción con los clientes originariamente clasificados como profesionales en cuanto al régimen de protección. Sin embargo, el TRLMV contiene alguna previsión que parece darles una consideración diferenciada, como si no se tratase de verdaderos clientes profesionales (en general o para concretas operaciones). Nos referimos al art. 206.1: “en ningún caso se considerará que los clientes que soliciten ser tratados como profesionales poseen unos conocimientos y una experiencia del mercado comparables a las categorías de clientes profesionales enumeradas en las letras a) a d) del artículo 205.2”, que son las entidades financieras, Administraciones, organismos públicos y entidades multilaterales, grandes empresas e inversores institucionales. Tal vez lo más desconcertante de esto sea que el TRLMV, no solo no establece qué conocimientos se suponen a las mentadas entidades ni cómo se compararán con los del cliente reclasificado, sino que tampoco dice en qué consiste la diferencia de trato con los demás clientes profesionales, ni en relación con las evaluaciones de adecuación ni con ningún otro componente del régimen legal. Así pues, hecha esa distinción misteriosa, el TRLMV establece, en definitiva, que todos los clientes profesionales, originarios o reclasificados, tienen la misma disciplina levemente atenuada de evaluación de idoneidad y un régimen de evaluación de conveniencia idéntico al de los minoristas.

Debemos hacer una última consideración de la no concordancia de la normativa española con las Directivas, que está relacionada con los ya analizados *productos financieros complejos* y los efectos del test de conveniencia. Nos situamos en el art. 214.5 TRLMV, que establece: “En caso de que el servicio de inversión se preste en relación con un instrumento complejo según lo establecido en el artículo 217, se exigirá que el documento contractual incluya, junto a la firma del cliente, una expresión manuscrita, en los términos que determine la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que el inversor manifieste que ha sido advertido de que el producto no le resulta conveniente o de que no ha sido posible evaluarle en los términos de este artículo”. Tal y como está redactado, podría pensarse que, según la legislación española, la evaluación de conveniencia, en relación con los *productos financieros complejos*, nunca puede ser positiva y que ningún inversor –ni profesional ni minorista– puede entenderlos y asumir los riesgos que su contratación conlleva. Tan catastrófica dicción convierte al precepto, a mi parecer, en contrario a las Directivas.

## **2.2. MiFID-II y MiFIR: restricciones en materia de retribución del asesoramiento financiero y de la gestión discrecional de carteras**

La segunda oleada normativa, que identificamos como MiFID-II y MiFIR, supone una continuidad en toda regla con la precedente, si bien incorpora, además de todas las modificaciones sucesivas de MiFID-I, contenidos nuevos. De ellos nos interesan, en concreto, las reglas sobre algunos modos de retribución habitual de los servicios de asesoramiento financiero y de gestión discrecional e individualizada de carteras, por los motivos que enseguida explicamos.

Aunque se trata de una materia que es objeto de atención prioritaria de las normas MiFID en sus dos versiones y para todos los servicios de inversión, no podemos prestar atención aquí a otras implicaciones relevantes.

La Directiva 2014/65 se plantea, en el contexto de sus objetivos prioritarios de fortalecimiento de la protección y transparencia para los usuarios de servicios de inversión, “restringir en mayor medida la posibilidad de que las empresas que prestan servicios de asesoramiento en materia de inversión con carácter independiente y servicios de gestión de carteras acepten y conserven honorarios, comisiones u otros beneficios monetarios o no monetarios de terceros, en particular de emisores o proveedores de productos” (Considerando 74). Deja a la decisión de los Estados miembros, dentro de los márgenes establecidos por la propia Directiva, la determinación precisa del grado de restricción, que puede llegar incluso a la prohibición total (cfr. Considerando 76). Se trata, por tanto, del nuevo tratamiento normativo del cobro por los asesores financieros y gestores de carteras de *retrocesiones* –que es la palabra habitual en la jerga del sector–, es decir, de retribuciones (normalmente en forma de comisiones) o *incentivos* (como suelen decir las Directivas) procedentes de quienes proporcionan el servicio de inversión o emiten el producto que va a ser contratado por el cliente. Hablamos de un tratamiento normativo nuevo porque la Directivas MiFID-I ya contemplan este tipo de retribuciones, pero les dispensan un marco normativo más tolerante y en el que la percepción de retrocesiones sólo adquiere una connotación negativa cuando distorsionan manifiestamente la correcta prestación del servicio de inversión en perjuicio del cliente; así lo dice el Considerando 39 de la Directiva 2006/73: “la recepción por parte de una empresa de inversión de una comisión por asesoramiento en materia de inversión o recomendaciones generales, en circunstancias en que el asesoramiento o las recomendaciones no adquieran un sesgo como consecuencia de esa comisión, debe considerarse que responde al propósito de aumentar la calidad del asesoramiento en materia de inversión prestado al cliente”. Esto significa, en palabras del Considerando 40 de la misma Directiva, que se “autoriza que las empresas de inversión puedan otorgar o recibir determinados incentivos, pero únicamente en circunstancias específicas y a condición de que ello sea puesto en conocimiento del cliente, o siempre y cuando sean incentivos otorgados al cliente o por el cliente o por una persona que actúe en su nombre”. Así pues, a estas orientaciones de tipo finalista se unen las derivadas de la transparencia (información clara al cliente) y de la evitación de los conflictos de interés para delinear un régimen de tolerancia hacia este tipo de retribuciones. Además, las Directivas MiFID-I no prestan una consideración específica y diferenciada a las retrocesiones para los servicios de asesoramiento financiero y de gestión discrecional de carteras. En definitiva, MiFID-II da un giro al régimen de las *retrocesiones*, que afecta críticamente al modo de retribución de estas empresas de inversión.

Por lo que respecta al asesoramiento, MiFID-II introduce la distinción entre el asesor independiente y el no independiente. Este último sí podrá cobrar incentivos, pero deberá no sólo comunicar a sus clientes su política general de retribuciones (como ya sucede en MiFID-I), sino que habrá de manifestar previamente a sus clientes de qué manera y en qué medida recibe retrocesiones por la materialización efectiva de las recomendaciones<sup>29</sup>. Por tanto, las entidades de

---

<sup>29</sup> Cfr. ALEGRE ZALVE, (2014, p. 177).

asesoramiento financiero deberán comunicar al cliente (art. 24.4 de la Directiva 2014/65): *a*) si es o no un asesoramiento independiente; *b*) rango de instrumentos que se han tenido en cuenta; *c*) si se proporcionará una evaluación periódica de la adecuación del instrumento recomendado; *d*) informar periódicamente al cliente de todos los costes que ha conlleva su inversión, que incluyen 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<sup>30</sup>. Los asesores independientes (art. 24.7 de la Directiva 2014/65), además de tener prohibida la percepción de *retrocesiones*, deberán evaluar un rango suficientemente diverso (en cuanto a tipología, emisores y que sean conformes con los objetivos de inversión del cliente) de instrumentos financieros disponibles en el mercado<sup>31</sup>.

Para los servicios de gestión discrecional de carteras, la Directiva 2014/65 (art. 24.8) prohíbe, en todo caso, la percepción por parte del gestor de retribuciones o incentivos procedentes de terceros (es decir, *retrocesiones*) a cargo de los originadores o emisores de los productos de inversión<sup>32</sup>.

Como es obvio, este aspecto crucial de MiFID-II plantea el problema de cómo va a afectar a la configuración del negocio de los servicios de asesoramiento y de gestión discrecional de carteras, que han sido los servicios típicos de la banca privada y de la banca personal. Podría pensarse que las entidades de asesoramiento de inversión estarían en condiciones de implementar una especie de sistema híbrido, que compatibilice el asesoramiento independiente y el no independiente, en función de ámbitos de actividad, de productos y de perfiles de clientes, pero esta solución, además de tener un difícil encaje en el texto de la Directiva, introduce importantes complicaciones operativas para las entidades, ya que es de esperar que tanto los legisladores como los reguladores –europeos y nacionales– exijan una segmentación de clientes, con separación de gestores, asesores personales, proveedores de servicios y emisores, etc., o sea, ese conjunto de técnicas que en lenguaje regulatorio se conocen como *murallas chinas*, dirigidas a la evitación y gestión de conflictos de interés<sup>33</sup>.

---

<sup>30</sup> Cfr. ALEGRE (2014, pp. 177-178). En este mismo sentido, GUTIÉRREZ CAMPIÑA y SANZ FEDORCIO (2015, pp. 87-93).

<sup>31</sup> Cfr. ALEGRE, (2014, p. 178), así como GUTIÉRREZ CAMPIÑA y SANZ FEDORCIO (2015, p. 88).

<sup>32</sup> Cfr. GUTIÉRREZ CAMPIÑA y SANZ FEDORCIO (2015, p. 88).

<sup>33</sup> Cfr. GUTIÉRREZ CAMPIÑA y SANZ FEDORCIO (2015, p. 89). El art. 23.1 de la Directiva 2014/65 dice: “Los Estados miembros exigirán a las empresas de servicios de inversión que tomen todas las medidas apropiadas para detectar y prevenir o gestionar los conflictos de intereses que pudieran surgir en el momento de la prestación de cualquier servicio de inversión o auxiliar, o de una combinación de los mismos, entre las propias empresas, incluidos sus directivos, empleados y agentes vinculados o cualquier persona vinculada directa o indirectamente a ellas por control, y sus clientes o entre clientes, incluidos los causados por la recepción de incentivos de terceros o por la propia remuneración de la empresa de servicios de inversión y otras estructuras de incentivos”. Por su parte, el art. 23.2 se remite al art. 16.3 en cuanto al cumplimiento de los requisitos administrativos y de organización interna de recursos humanos de las empresas de servicios de inversión para asegurar la prevención de conflictos de interés y el cumplimiento de las obligaciones de transparencia, dación de información e identificación de riesgos.

El caso británico, según explican Gutiérrez Campiña y Sanz Fedorcio podría ser un buen ejemplo de cómo un Estado (todavía formalmente) miembro de la UE ha endurecido aún más en su legislación el régimen de prohibición de *retrocesiones*, que se ha impuesto también con carácter general –sin excepciones– a los asesores financieros<sup>34</sup>. Concretamente, el Retail Distribution Review (RDR), conjunto de estándares del supervisor británico para los servicios de inversión, se aplica a las recomendaciones de los asesores sobre cualquier instrumento financiero con componente de inversión, incluidos los bancarios y de seguros (algo realmente sorprendente, ya que todas las versiones de la normativa MiFID excluyen a los seguros, aunque la Directiva 2014/65 prevé que la Directiva sobre mediación de seguros, entonces en tramitación<sup>35</sup>, recogiese las mismas garantías que MiFID-II). El resultado, en lo que respecta al sector del asesoramiento de inversiones en el Reino Unido, ha sido auténticamente desastroso por la caída drástica de la actividad como fruto de las restricciones impuestas a las entidades y la falta de disposición de los clientes a pagar a los asesores una retribución explícita por el servicio de asesoramiento<sup>36</sup>. Parece sensato vaticinar que el asesor financiero independiente no pueda sobrevivir ante la única posibilidad que tiene de obtener una retribución, mediante precios directos y explícitos, fijos o variables, por los servicios a sus clientes<sup>37</sup>.

Por seguir con el caso británico, las empresas de asesoramiento financiero han concebido algunas soluciones verdaderamente curiosas, como el cobro de comisiones por horas de trabajo del asesor, a semejanza de las prácticas que se siguen en los sectores de la consultoría y de la abogacía, que ha sido un estrepitoso fracaso<sup>38</sup>. En definitiva, en palabras de Gutiérrez Campiña y Sanz Fedorcio, como consecuencia del nuevo régimen de retribución del asesoramiento, *“un gran número de clientes han optado por evitar las mismas siendo ellos los que directamente realizan sus inversiones sin previa recomendación, renunciando al asesoramiento, a través del acceso directo a plataformas o a través de otros servicios como la intermediación. Este comportamiento ha supuesto un drástico descenso de los clientes minoristas con acceso a asesoramiento, que no parece que fuera el objetivo perseguido por los reguladores. Asimismo, supone una ventaja competitiva para las entidades financieras que no prestan el servicio de asesoramiento, pudiendo desarrollar productos o servicios innovadores y específicos dirigidos a estos clientes que estaban acostumbrados a recibir asesoramiento en materia de inversión”*<sup>39</sup>. Otro de los efectos de la RDR ha sido la proliferación del asesoramiento de los llamados productos de inversión pasiva, que conllevan comisiones muy bajas, ya que consisten en comprar y mantener la inversión durante largo plazo

---

<sup>34</sup> Cfr. (2015, p. 89). No se trata solo del Reino Unido, también Holanda y Dinamarca han prohibido legalmente el cobro de retrocesiones a los asesores financieros; en el Reino Unido, la prohibición está vigente, según la Financial Services Act, desde el 31 de diciembre de 2012.

<sup>35</sup> La Directiva (UE) 2016/97, de 20 de enero, del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre la distribución de seguros (versión refundida), fue publicada en el Diario Oficial de la Unión Europea del 2 de febrero y tiene como fecha de implementación por los Estados miembros el 23 de febrero de 2018.

<sup>36</sup> Cfr. GUTIÉRREZ CAMPIÑA y SANZ FEDORCIO (2015, pp. 90-91).

<sup>37</sup> Cfr. GUTIÉRREZ CAMPIÑA y SANZ FEDORCIO (2015, pp. 89-90).

<sup>38</sup> Cfr. GUTIÉRREZ CAMPIÑA y SANZ FEDORCIO (2015, p. 91).

<sup>39</sup> (2015, p. 92), las cursivas son mías.

y sin intención alguna de batir en rentabilidad a los índices generales de referencia (en renta fija o variable, por ejemplo), por lo que la baja retribución se alinea con una mínima actividad por parte del asesor o del gestor, lo cual supone que, para sobrevivir, a estos operadores no les queda otro remedio que empezar a hacer algo que casi nunca hicieron, centrarse en recomendar productos para los que nadie requiere asesoramiento, por su sencillez, ausencia de riesgo y escasa rentabilidad<sup>40</sup>.

Por su parte, también en la experiencia británica más reciente y en relación con los efectos de la RDR sobre la gestión discrecional de carteras, Gutiérrez Campiña y Sanz Fedorcio señalan que algunos gestores han creado una nueva clase de participaciones, las *clean share class*, que son participaciones en fondos de inversión que no pagan retribuciones diferenciadas a los asesores financieros, lo cual hace que las comisiones cobradas a los partícipes sean más bajas, en la cuantía correspondiente a lo que se abonaría al asesor y esto provoca, como es lógico, una tendencia a la progresiva absorción de la actividad de las empresas de asesoramiento financiero por las de gestión de carteras<sup>41</sup>.

Como vaticinó en su día Alegre Zalve, la Directiva MiFID-II “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*”<sup>42</sup>.

### 3. Algunas consideraciones críticas

Dedico ahora un apartado a exponer con orden y brevedad algunas de las consideraciones críticas que se derivarían de las explicaciones precedentes, siempre según mi particular entender. Retorno también así al suelo de ideas generales que proponía en el arranque de este ensayo.

#### 3.1. Las asimetrías informativas no solo no obstaculizan o impiden el funcionamiento de las transacciones financieras, sino que las hacen posibles e impulsan la buena configuración del mercado, la innovación y la especialización de sus agentes

Como dice muy bien M.C. Foley en un trabajo más que recomendable<sup>43</sup>, la razón principal de

---

<sup>40</sup> Cfr. GUTIÉRREZ CAMPIÑA y SANZ FEDORCIO, (2015, p. 92).

<sup>41</sup> Cfr. GUTIÉRREZ CAMPIÑA y SANZ FEDORCIO, (2015, p. 92).

<sup>42</sup> Cfr. (2014, p. 177), cursivas en el original.

<sup>43</sup> (2008, p. 3).

toda crisis económica es de naturaleza cognitiva. Me atrevo a decir que esto es así porque el fundamento de la actuación de todo operador económico es estrictamente cognitivo, o sea, que actuamos en función de la información que tenemos, según la percibimos y con arreglo a los parámetros valorativos propios del sujeto que actúa<sup>44</sup>. El problema está en que muchos economistas, concretamente la gran mayoría de los neoclásicos, piensan que, en una situación óptima de mercado, la información que los agentes económicos tienen, así como todos los demás recursos (demandados y ofertados, real o potencialmente) son fijos y vienen completamente *dados*. Sin necesidad de posicionarme intelectualmente en las antípodas del neoclasicismo económico y de abandonar el modo de pensar predominante en economía, debo decir que hay otros economistas neoclásicos, galardonados también –como Akerlof– con el Premio Nobel, que se aproximaron de forma muy diferente al problema de la información en las transacciones económicas: se trata de G.J. Stigler. Su planteamiento era francamente sencillo<sup>45</sup>: la información constituye, por sí misma, un recurso económico y, en cuanto tal, susceptible de transacción en el mercado, de ahí que pueda ser obtenida a través de cualquier medio habitual, en esencia, intercambiada por los agentes económicos o producida por ellos mismos. Por tanto, si las instituciones –en tanto que herramientas de ordenación de transacciones– facilitan el flujo de información, ésta será adquirida o producida en la medida necesaria o, al menos, suficiente para la adopción de decisiones. Esto tiene mucho que ver con las figuras de operadores financieros a los que nos hemos referido –y de los que volveremos a hablar algo más adelante–, en concreto con los asesores financieros y los gestores discrecionales de carteras que, en definitiva, vienen a cubrir, mediante su especialización, los requerimientos informativos de los inversores, a quienes *venden* sus servicios.

Si me permiten un apunte basado en el contrapunto escolástico al neoclasicismo, la economía austriaca, sugeriré, con I.M. Kirzner<sup>46</sup>, que el mercado y la competencia son procesos de descubrimiento de recursos y, por tanto, de obtención de información, de manera que la actuación económica de los agentes genera hechos nuevos y permite adquirir un conocimiento que antes no se tenía, entre otras cosas porque no existía. Los operadores económicos no tienen una posición pasiva en relación con los recursos, cuya dotación no sólo no es fija, estática, sino que está dinámicamente influida por la capacidad creativa de los sujetos a través de las transacciones en las que se involucran.

Debo hacer también una consideración imprescindible sobre la reiterada insistencia de la normativa MiFID en que las empresas de servicios de inversión actúen siempre “en el mejor interés de sus clientes”. Si mi percepción no es equivocada, semejante imperativo escondería una concepción absurda, consistente en que, para que las transacciones funcionen correctamente, las partes deben tener la misma información y los mismos intereses o, al menos, que debería existir,

---

<sup>44</sup> A propósito de las asimetrías informativas en el mercado financiero, dice J. Kay: “Markets for securities are, in large part, based on differences in information, or perceptions of information, between the two parties to the transaction, rather than on differences in preferences and capabilities” (2015, pp. 64-65).

<sup>45</sup> VÉASE STIGLER (1961).

<sup>46</sup> CFR. KIRZNER (1997).

como sugiere López Jiménez, un alineamiento que, de algún modo, corrija la divergencia de intereses entre inversores y prestadores de servicios de inversión<sup>47</sup>. Sin necesidad de llevarla hasta sus últimas consecuencias, esta idea contradice la más elemental experiencia: una transacción solo se lleva a cabo cuando se cumplen, simultáneamente, dos condiciones: las partes tienen información distinta y sus intereses no son coincidentes. Para tener la información propia de un zapatero hay que ser zapatero, y los zapateros no intervienen como agentes económicos con la compra de zapatos, sino con su fabricación y/o venta. Si dos personas tienen un interés coincidente en comprarse unos zapatos, no realizarán una transacción entre sí, sino con otro agente cuyo interés, en lugar de comprar zapatos, sea venderlos. Y si un potencial comprador de zapatos duda de sus conocimientos sobre la calidad del calzado, buscará para realizar la compra la compañía de un amigo más avezado, al que retribuirá, por ejemplo, con una agradable merienda. No hemos de sentir temor hacia verdades sencillas, entre las que también se encuentra el hecho de que el pago de retrocesiones por el zapatero al acompañante no afecta, ni por sí mismo ni por sí solo, a la calidad de los zapatos.

### **3.2. Caveat venditor, o cuando el pastelero se convierte, por imposición legal, en perseguidor**

Con los matices debidos –sólo unos pocos de ellos han podido ser desgranados aquí–, la normativa MiFID pretende convertir –y, de hecho, lo consigue– a las empresas de servicios de inversión en celosos custodios de sus clientes. Si me permiten un tropo a la altura de mi simpleza, es como si las normas de defensa de los consumidores y usuarios exigieran a los pasteleros que, además de que sus dulces cumplan ciertos requisitos de calidad, comprueben antes de venderlos que sus clientes no tienen diabetes, para lo cual, deberán examinarles y hacerles pasar los oportunos análisis. Como es obvio, toda pastelería tendría que contar con un dispensario médico y dedicar recursos materiales y humanos que impidan al pastelero aprovecharse de la hiperfagia de los diabéticos en rebeldía.

La primera secuela de esta estrategia normativa es la imposición de una carga tan onerosa como ineficiente, ya que el pastelero tendría que destinar recursos productivos a una actividad ajena por completo a su negocio. La segunda sería la aniquilación del juicio y de la decisión libre del cliente, a quien corresponde decidir, si es diabético, si quiere o no consumir pasteles y en qué cantidad. Se seguirían otras consecuencias, tan surrealistas o más que las que acabo de apuntar, tales como la búsqueda de otros canales de acceso a los pasteles por parte los clientes que se saben diabéticos o la creación de un mercado negro de pasteles para eludir el previo y preceptivo examen médico de las pastelerías autorizadas. Pero en ningún otro ámbito como en el de los sectores económicos regulados lo espectral se convierte en realidad predominante.

---

<sup>47</sup> (2015, p. 137), donde dice: “Los mercados financieros a veces no alinean los intereses de los consumidores con los de las empresas participantes. Las razones de esta divergencia son variadas: una cultura de la empresa no orientada a proteger el interés del cliente, el surgimiento de productos financieros complejos en los que los costes y riesgos no se reflejan adecuadamente, la creación de productos que no sirven para satisfacer las necesidades e intereses de los consumidores, las asimetrías de información y los conflictos de interés relacionados con las estructuras de incentivos y remuneración de los emisores y comercializadores”.

Una cosa es proteger al inversor y otra muy distinta reemplazar su comportamiento como agente económico mediante la regulación. He aquí la frontera que la normativa MiFID ha traspasado. La consecuencia es la destrucción del mercado porque casi nada queda de la autonomía de la voluntad, por la sencilla razón de que se niega la posibilidad de que un grupo indispensable de agentes, los inversores minoristas, sea capaz de ejercerla. No hay rastro alguno de las reglas civiles de la buena fe (que se presume siempre, salvo prueba en contrario), la eficacia vinculante del consentimiento contractual (que también se presume válido, salvo prueba en contrario), la excepcionalidad del error-vicio y de la lesión con efectos rescisorios, entre otras muchas. Mejor dicho, supuestamente están en la mente de los reguladores, que las poseen en exclusiva y las aplican implacable e infaliblemente con la ayuda de sus prolongaciones funcionales, las empresas de servicios de inversión. La libertad conlleva riesgo, nadie sabe todo acerca de todo, la vida -no importa el modo en que se viva- es el juego de gestionar la incertidumbre; la idea de que el proceso regulatorio -y, en definitiva, la política, uno de los ámbitos más volátiles que existen- es la base de la certidumbre y la estabilidad, simplemente, ignora la realidad y ningún economista galardonado con el Nobel puede cambiar esto.

Como sabemos, entre las dos versiones de MiFID ha mediado algo tan relevante como una crisis económica y bancaria global, que ha supuesto la materialización de pérdidas, muchas de ellas derivadas de decisiones equivocadas y de comportamientos fraudulentos o irregulares. No deja de ser una solución natural, como apunta Foley, que los compradores de activos culpen a los vendedores de haberles engañado sobre su calidad, pero es bastante más sensato aprender a evitar riesgos que no se comprenden bien y preguntar todo lo que sea preciso para estar plenamente informado; en definitiva, “el *caveat emptor* fue el principio fundamental del viejo paisaje financiero y el mejor método de gestión de riesgos”<sup>48</sup>. No hay -sigue Foley- “mejor defensa contra el riesgo sistémico que el sentido común de cada individuo, pues si no hay mercado para las malas transacciones, las buenas se llevarán a cabo”, de ahí que la principal tarea del poder público no sea prescribir cómo deben funcionar las instituciones, sino “cómo hacer que su funcionamiento sea suficientemente transparente”; por eso, toda regulación que no vaya dirigida a hacer efectiva la obligatoriedad de los contratos y el resto de sus elementos constitutivos según el Derecho civil “puede distorsionar seriamente el comportamiento del mercado y resultar dañina”<sup>49</sup>. La tendencia hacia la erradicación del *caveat emptor* y su reemplazo por el *caveat vendor* estuvo a punto de verse consumada a nivel legislativo en el Reino Unido, concretamente a través de una enmienda presentada a la Financial Services Act en 2012 que, finalmente, no prosperó<sup>50</sup>. Me atrevo a pensar, con Foley, que hubiera sido un duro golpe ya que,

---

<sup>48</sup> (2008, p. 8), la traducción es mía.

<sup>49</sup> (2008, p. 9), las traducciones son mías.

<sup>50</sup> El episodio está contado por S. TOLLEY (2012). La enmienda, en este caso a la Financial Services Act de 2012, fue promovida por la Baronesa Dianne Hayter (laborista, Cámara de los Lores). El texto de la enmienda está disponible en <http://www.publications.parliament.uk/pa/bills/lbill/2012-2013/0025/amend/ml025-v.htm>. Dice: “provided that the relevant authorised persons abide by the duty to act in the best interests of clients”. Esta enmienda venía a completar la redacción del artículo en el que se establece “the general principle that consumers should take responsibility for their decisions” y se sugería que la frase que empieza por “provided” fuera justo a continuación de “for their decisions”. El acápite 1C(2)(d) del Capítulo 1 de la Financial Services and Markets Act de 2000, según la redacción dada por la Financial Services Act de 2012, tiene, en efecto, esa redacción literal, sin la

sin perjuicio de que las mejoras son precisas en cualquier estructura regulatoria, las crisis periódicas y las correcciones masivas son tan inevitables como necesarias, de modo que “el *caveat emptor*, el más viejo principio de la disciplina en los mercados, deba ser reforzado para proporcionar la tensión microeconómica requerida para que el mercado funcione de forma real y efectiva”<sup>51</sup>.

### **3.3. Los problemas planteados por la cuarentena retributiva de los asesores financieros y gestores discrecionales de carteras: la previsible abducción de su ámbito de actuación por otros operadores**

Como dice Zunzunegui, desde hace mucho tiempo, en el mercado financiero, “las operaciones tienen lugar entre profesionales y son los prestadores de servicios de inversión los únicos habilitados para canalizar y ejecutar en el mercado las órdenes de los inversores y custodiar sus activos financieros. Todo inversor, necesariamente, si quiere operar en los mercados, debe convertirse en cliente de un prestador de servicios de inversión”<sup>52</sup>. La normativa y la regulación financieras no han hecho otra cosa que afianzar este rasgo estructural, que obedece al propósito de que el dinero circule solo por los conductos establecidos, las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión. Todo lo demás pierde importancia, incluso aun cuando se trata de agentes que nutren la cadena de formación de valor y generan masa crítica, como es el caso de los asesores financieros y los gestores discrecionales de carteras, que permiten cubrir el vacío entre los inversores finales y la complejidad creativa de los originadores de productos de inversión, siempre acompañada de la especulación, indispensable en todo mercado.

Aunque otros elementos lo desmientan, los mecanismos MiFID de protección del inversor pretenden también educar a los inversores, es decir, ayudarles a adquirir criterio y, para eso hay que constatar previamente su formación y evaluar su capacidad de percepción del riesgo y de las características de los servicios financieros para que, caso de que no sean adecuados, evitarles decisiones y actuaciones lesivas (ésta es la misión de los *tests*). Pues bien, si quienes, en un mundo lleno de peligros, ayudan a los inversores a tomar decisiones, las toman por ellos y las implementan son principalmente, como operadores profesionales especializados, los asesores financieros y los gestores discrecionales de carteras, difícilmente se va a cumplir el citado propósito pedagógico si estas empresas no tienen una vía accesible de retribución. Los otros operadores financieros pueden aprovecharse mejor de las economías de alcance porque su oferta de servicios está mucho más diversificada y pueden obtener la retribución por otros caminos. A mi entender, el cobro de comisiones de los emisores, colocadores o intermediarios de productos

---

adición propuesta por Hayter en su enmienda. Hay que aclarar que el citado acápite 1C describe el “The consumer protection objective”, dentro de las misiones generales de la Financial Conduct Authority. Según relata Tolley, el Treasury Commercial Secretary, Lord Sassoon, en su comparecencia ante la Cámara de los Lores, justificó el rechazo del Gobierno de la siguiente manera: “I would suggest the amendment would only serve to dilute and perhaps confuse the way the authority has to have regard to consumer responsibility such that the regulator’s rules and requirements would have to envisage consumers do not have to take any responsibilities for their actions when firms do not act in their best interests and I cannot believe that is right”.

<sup>51</sup> (2008, p. 2), la traducción es mía.

<sup>52</sup> (2006, pp. 5-6).

financieros o de prestadores directos de servicios de inversión no tiene por qué suponer un conflicto de interés ni es necesariamente un impedimento para la comprensión de los riesgos y condiciones del producto o servicio por parte del cliente, que puede conseguirse con total independencia de que exista o no *retrocesión*. Si el cliente es apto, que el asesor o el gestor perciba incentivos debería ser totalmente irrelevante a los efectos de su protección, sobre todo si tal modo de retribución se hace plenamente visible al inversor. La normativa MiFID de segunda generación supone la negación cerril de una tradición institucional plurisecular: la comisión mercantil, cuya existencia misma es considerada como nociva, por contraria a la buena fe contractual *iuris et de iure*. Así pues, la confianza de MiFID-II en los tests de idoneidad y conveniencia demuestra ser prácticamente nula; MiFID-II supera una línea roja que MiFID-I procuró respetar y condena a los clientes a quienes supuestamente protege a una minoría de edad financiera permanente e irreversible, les hace objeto de un ensañamiento analítico y procedimental para, sencillamente, terminar por concluir que nunca saldrán del limbo de su incapacidad. Éste es el mercado financiero alumbrado por la normativa MiFID, con clientes protegidos, cautivos, estabulados. Una vez más, la normativa, inspirada por los reguladores ha considerado insuficiente dibujar una geografía de agentes identificados, delinear sus ámbitos de actuación, prevenir ciertos comportamientos y fomentar la transparencia para definir ella misma el mercado y, sobre todo, anticipar resultados concretos. Es decir, todo lo contrario a la noción de ley como ordenación general de la razón para el bien común.

Según hemos visto que ya sucede de hecho, el efecto principal de MiFD-II ha sido la huida de los inversores minoristas de los asesores financieros y de los gestores de carteras que, inhabilitados normativamente para cobrar incentivos –salvo, en el mejor de los casos, los asesores que puedan cargar con el sambenito de *no independientes*–, no encuentran en los precios explícitos y directos de sus servicios un mecanismo adecuado de retribución. En el juego suma-cero de la regulación financiera, ese nicho de negocio va a pasar a los operadores de la *parte alta* de la industria, es decir, a las entidades financieras –que, según explicamos, están en la zona de sombra de las Directivas– y a las sociedades y agencias de valores, todas ellas plenamente capaces de camuflar las *retrocesiones* dentro de su entramado de servicios cruzados y mucho mejor preparadas para capturar al inversor final por el juego de las economías de escala y de alcance.

A mi parecer, las restricciones a los mecanismos de retribución del asesoramiento financiero y de la gestión de carteras cercenan el desarrollo natural de la *curva de aprendizaje* de los inversores y, con ella, el necesario proceso de adaptación y de innovación de los mercados financieros, en los que, como en cualquier mercado, la información se genera constantemente mediante el comportamiento de sus agentes y, con tal generación, se producen los cambios de percepciones y actitudes. Los asesores y gestores son operadores financieros fundamentales, normalmente segregados de los aludidos dominadores de la *parte alta* del espectro, y cumplen una misión irremplazable que la casi general prohibición de *retrocesiones* pone en serio peligro. Hubiera bastado, por parte de las Directivas y de la legislación de los Estados miembros, establecer, como así se ha hecho, obligaciones de transparencia, dación de información y de análisis de alternativas que, junto con las evaluaciones de adecuación (idoneidad y conveniencia), saturan de sobra lo que el normador puede hacer.

No puede extrañarnos que algunos juzguen la *educación financiera* del consumidor minorista y los mecanismos de cautelas y de dación de información como algo inútil. Esta inutilidad justificaría “intervenciones restrictivas en el mercado financiero minorista que alteren el comportamiento del consumidor más directamente”<sup>53</sup>, incluso “si imponen costes a quienes tienen un comportamiento financiero correcto”<sup>54</sup>.

#### **4. Breves conclusiones: bienvenidos al principio, y a los principios**

Este trabajo es predominantemente descriptivo, como evidencia su más que modesto aparato crítico, si bien he añadido una parca exposición de mi toma de postura sobre algunas cuestiones. Soy consciente de que hay derivaciones y problemas conexos de enorme trascendencia que tal vez ni siquiera haya sido capaz de apuntar, como el impacto de conjunto de la normativa MiFID y de las técnicas regulatorias en la disciplina iusprivatista de los contratos<sup>55</sup> o las implicaciones constitucionales de la supervisión bancaria y financiera<sup>56</sup>. Recojo en los siguientes puntos una propuesta de conclusiones con las que resumir mis ideas.

- La normativa MiFID, en sus dos versiones, realiza un ejercicio de taxonomización de operadores del mercado financiero y de inversores, con exclusión de su ámbito subjetivo de aplicación de las entidades de crédito, de seguros y pensiones que, no obstante, entran dentro de su perímetro normativo cuando realizan actividades catalogadas como servicios de inversión (ámbito objetivo de aplicación).
- Las evaluaciones de idoneidad y de conveniencia, convertidas en obligaciones legales de las empresas de servicios de inversión, conforman algunas de las técnicas más destacables de protección de los inversores, muy especialmente de los minoristas.
- Los productos financieros *complejos* son otra de las técnicas más reseñables de protección de los inversores. Se trata de un concepto dotado, en principio, de un perfil técnico, pero configurado más mediante la remisión a un catálogo que a una definición normativa, lo cual le asimila casi inevitablemente a la idea de productos *de alto riesgo*. La necesidad de catalogación obliga a las autoridades competentes a un constante empeño de formulación de orientaciones y de señalamiento de niveles de complejidad de los productos, con unos efectos reales en el correcto funcionamiento de las operaciones muy pobres, cuando no distorsionantes.

---

<sup>53</sup> J.Y. CAMPBELL (2016, p. 15).

<sup>54</sup> CAMPBELL (2016, p. 20), la traducción es mía.

<sup>55</sup> A este propósito, me parece fundamental el artículo de CHEREDNYCHENKO (2015).

<sup>56</sup> Pueden verse algunos apuntes sobre estas implicaciones, en relación con la resolución de entidades de crédito, en RUIZ OJEDA (2015, pp. 145-152).

- Las empresas de inversión más alejadas de la intermediación financiera, es decir, los asesores financieros y los gestores discretivos de carteras cubren, por su conexión más directa con los inversores minoristas, una necesidad de especialización de esta industria como es la de ilustrar, formar, aconsejar y asistir. Por desgracia, la casi generalizada (en algunas legislaciones nacionales ya lo está) prohibición del cobro por asesores y gestores de *retrocesiones* muestra un impacto próximo a la extinción de estos operadores y la absorción de su ámbito de actuación por los intermediarios financieros puros (entidades de crédito, agencias y sociedades de valores).
- No es difícil anticipar que el efecto de conjunto de MiFID –sobre todo en su segunda oleada, que aún no está vigente- y de su aparato regulatorio o de policía financiera será el de dar la vuelta a la regla fundamental en Derecho de contratos, el *caveat emptor*, que pasará a convertirse en *caveat vendor*. Semejante maniobra sería letal para la dinámica del mercado financiero y de todo el sistema crediticio. Es la consecuencia lógica de la mutilación de la innovación que conlleva entorpecer la gestión de riesgos por los agentes de las transacciones bajo la bandera de la corrección de asimetrías informativas.

La mejora de la gobernanza corporativa, pública o privada, y su provechoso impacto sobre el funcionamiento de las instituciones parece tener más que ver, como propone G. Subramanian<sup>57</sup>, con el retorno a los principios que con la definición de *buenas prácticas*. De ahí que, como reflexión final, se me ocurra sugerir una vuelta a los orígenes del dinero y del crédito y a los principios esenciales de una economía de mercado, que solo puede existir en sociedades abiertas. No es superfluo recordar que a los bancos se les otorga el privilegio de operar con dinero ajeno –el de los depositantes- y, sobre todo, de crear dinero, a cambio de que añadan valor como intermediarios crediticios, es decir, de que evalúen correctamente la solvencia de sus acreditados. Justamente ahí es donde han fallado, como lo demuestra el hundimiento general de la calidad de los activos bancarios. La reacción a ese fracaso ha sido la famosa *desintermediación*, pero con el mantenimiento regulatorio y artificial de la liquidez de los depósitos en los conductos bancarios y la consiguiente captura de todo el negocio financiero inducido. Ahora descubrimos, como dicen Carrasco Perera y Lyczkowska, que lo que hace *seguro* a un depósito bancario “no es que el producto como tal sea seguro (de hecho, es más inseguro que un título de deuda) sino la circunstancia, totalmente ajena a la naturaleza del producto, de que, hoy por hoy, el crédito del depósito está garantizado por el Estado”<sup>58</sup>. Desconocemos aún qué resultados concretos producirá la nueva arquitectura regulatoria global, el patrón *twin peaks*<sup>59</sup>, pero, mientras tanto, la bien instalada simbiosis entre legisladores, reguladores y juzgadores hace perentorio restaurar la separación de poderes para que, aunque no vayamos a escapar de la pobreza, podamos, al menos, vivir con la ilusión de ser libres. Queda claro, una vez más, que la redistribución –que en

<sup>57</sup> Cfr. (2015). Cherednychenko también sugiere que esta línea de apartamiento de los principios hacia la fijación de manuales de normas específicas, en las que se concretan las *buenas prácticas*, es una tendencia muy marcada en las instancias reguladoras de la UE: cfr. (2015, pp. 506-507).

<sup>58</sup> (2013, p. 4).

<sup>59</sup> Un trabajo interesante a este respecto es el de LASTRA LERALTA (2013).

eso consiste la regulación- no fluye desde los opulentos hacia los desheredados, sino desde de los grupos no organizados hacia los grupos organizados. En contra de la tendencia predominante, sostengo que la respuesta correcta a un mercado complicado como el financiero no puede ser una normativa y una regulación igualmente complicadas<sup>60</sup>, salvo que se quiera convertir el *riesgo de error regulatorio sistémico*<sup>61</sup> en una maldición auto-realizada. He intentado poner de manifiesto, en suma, que la fijación regulatoria de sustituir al mercado y a las transacciones voluntarias solo sirve para perpetuar a quienes legiferan y regulan.

## 5. Bibliografía

George Arthur AKERLOF (1970), "The Market for Lemons: Quality, Uncertainty and the Market Mechanism", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 84-3, pp. 488-500.

Joaquín ALEGRE ZALVE (2014), "Breves reflexiones sobre las novedades en la regulación de los servicios de inversión", *Actualidad Jurídica Iberoamericana*, Instituto de Derecho Iberoamericano-IDIBE, n. 1 (agosto 2014), pp. 175-182.

Mariano ALONSO PÉREZ (1961), "*Periculum est emptoris* y Frag. Vat. 16 (Pap. 3 resp.)", en *Anuario de Historia del Derecho Español*, n. 31, pp. 263-288.

Frédéric BASTIAT (1889), *Ce qu'on voit et ce qu'on ne voit pas ou l'Économie politique en une leçon*, Eugène Heutte et Cie., París.

James Mafill BUCHANAN (1969), *Cost and Choice. An Inquiry in Economic Theory*, The University of Chicago Press, Chicago-Londres.

John Young CAMPBELL (2016), "Restoring Rational Choice: The Challenge of Consumer Financial Regulation", *American Economic Review*, n. 106 (5), pp. 1-30.

Ángel CARRASCO PERERA y Karolina LYCZKOWSKA (2013), "Las participaciones preferentes son *productos complejos*, pero eso nada importa", Centro de Estudios del Consumo, Universidad de Castilla La Mancha, 2 de septiembre de 2013, 5 pp. (disponible en: [www.uclm.es/centro/cesco](http://www.uclm.es/centro/cesco)).

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV) (2010), *Guía sobre catalogación de los instrumentos financieros como complejos o no complejos*, Departamento de Supervisión ESI-

---

<sup>60</sup> Véase la Propuesta de Resolución del Parlamento Europeo (reunido en Sesión Plenaria) de 9 de diciembre de 2015, "Sobre la evaluación y los retos de la normativa sobre servicios financieros de la UE: impacto y camino hacia un marco de la UE más eficiente y efectivo para la regulación financiera y una unión de los mercados de capitales (2015/2106(INI))", cuyo apartado 4 destaca que "la complejidad de la regulación refleja también la sofisticación de los mercados financieros, y en particular de los instrumentos financieros, la infraestructura del mercado y las entidades".

<sup>61</sup> Expresión particularmente acertada, que tomo de MOLONEY (2010, p. 1372).

ECA, 14 de octubre de 2010 (disponible en [http://www.cnmv.es/DocPortal/GUIAS\\_Perfil/GuiaInstrumComplejosNOComplejos.PDF](http://www.cnmv.es/DocPortal/GUIAS_Perfil/GuiaInstrumComplejosNOComplejos.PDF)).

COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS (CESR) (2009), *MiFID complex and non complex financial instruments for the purposes of the Directive's appropriateness requirements*, (Ref.: CESR/09-558) 3 de noviembre de 2009.

Olga O. CHEREDNYCHENKO (2015), "Contract Governance in the EU: Conceptualising the Relationship between Investor Protection Regulation and Private Law", *European Law Journal*, vol. 21, no. 4, pp. 500-520.

Mark Charles FOLEY (2008), "Is Global Financial Governance Possible? In The Ungoverned World of Global Finance: Caveat Emptor!", *Journal of Global Change and Governance*, vol. I, no. 2, 28 pp. (disponible en [https://www.researchgate.net/publication/237638130\\_Is\\_Global\\_Financial\\_Governance\\_Possible\\_In\\_The\\_Ungoverned\\_World\\_of\\_Global\\_Finance\\_Caveat\\_Emptor](https://www.researchgate.net/publication/237638130_Is_Global_Financial_Governance_Possible_In_The_Ungoverned_World_of_Global_Finance_Caveat_Emptor)).

Gorka Horacio GALICIA AIZPURÚA (2014), *Fiducia, leasing y reserva de dominio*, Reus, Madrid.

Sara GUTIÉRREZ CAMPIÑA y Gerard SANZ FEDORCIO (2015), "Impacto de MiFID II en el negocio. Experiencia RDR en el Reino Unido", en *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos (2015)*, Papeles de la Fundación de Estudios Financieros, n. 54, pp. 87-93 (disponible en [http://www.fef.es/new/publicaciones/papeles-de-la-fundacion/item/download/1066\\_9f23f6ce7445705af4692d1c22026c0e.html](http://www.fef.es/new/publicaciones/papeles-de-la-fundacion/item/download/1066_9f23f6ce7445705af4692d1c22026c0e.html)).

John KAY (2015), *Other People's Money. Masters of the Universe or Servants of the People*, Profile Books, Londres.

Israel Meir KIRZNER (1997), "Entrepreneurial Discovery and the Competitive Market Process: An Austrian Approach", *Journal of Economic Literature*, vol. 35, n. 1, pp. 60-85.

Rosa María de la LASTRA LERALTA (2013), "Modelos de regulación financiera en el derecho comparado: organización de la supervisión por funciones *twin peaks* y organización por sectores supervisados; reunión o separación de funciones en el Banco Central", en S. Muñoz Machado y J.M. Vega Serrano (Directores) y M. J. Bobes Sánchez (Coordinadora), *Derecho de la Regulación Económica. Vol. X: Sistema bancario*, Iustel, Madrid, pp. 261-284.

José María LÓPEZ JIMÉNEZ (2015), "La prestación de asesoramiento en materia de inversión, y la de los servicios de intermediación, custodia y administración", en E. Sanjuán y Muñoz (Coordinador), *Guía sobre contratación bancaria de productos complejos*, Sepin, Las Rozas-Madrid, pp. 125-160.

Manuel Antonio MARCOS CASQUERO (2005), "Pecunia. Historia de un vocablo", *Pecunia. Revista de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad de León*, n. 1, pp. 1-12.

Niamh MOLONEY (2010), "EU Financial Market Regulation after the Global Financial Crisis: 'More Europe' or More Risks?", *Common Market Law Review*, vol. 47, no. 5, pp. 1317-1383.

PARLAMENTO EUROPEO (2015), Propuesta de Resolución "Sobre la evaluación y los retos de la normativa sobre servicios financieros de la UE: impacto y camino hacia un marco de la UE más eficiente y efectivo para la regulación financiera y una unión de los mercados de capitales (2015/2106(INI))", 9 de diciembre de 2015.

Alberto RUIZ OJEDA (2015a), "Fiscalidad y redistribución regulatoria en Villar Palasí", *Revista Española de Derecho Administrativo*, n. 174, pp. 169-202.

Alberto RUIZ OJEDA (2015b), "El saneamiento de Bankia por el FROB. ¿Confiscación regulatoria de los accionistas minoritarios?", *Economía Industrial*, n. 398, pp. 145-152.

Alberto RUIZ OJEDA (2016), "Acción colectiva, regresividad fiscal y redistribución regulatoria en la obra de José Luis Villar Palasí", *Revista de Derecho. Universidad de Piura*, n. 17, pp. 116-157.

George Joseph STIGLER (1961), "The Economics of Information", *The Journal of Political Economy*, vol. 69, n. 3, pp. 213-225.

Guhan SUBRAMANIAN (2015), "Corporate Governance 2.0", *Harvard Business Review*, marzo, pp. 3-11.

Steve TOLLEY (2012), "Govt rejects caveat emptor amendment", *MoneyMaking*, 25 julio 2012.

José Luis VILLAR PALASÍ (1964a), *La intervención administrativa en la industria*, Instituto de Estudios Políticos, Madrid.

José Luis VILLAR PALASÍ (1964b), "La traslación del *iustum pretium* a la esfera de la expropiación forzosa", *Revista de Administración Pública*, n. 43, pp. 161-191.

Fernando ZUNZUNEGUI PASTOR (2006), "Hacia un estatuto del inversor", *Revista de Derecho del Mercado Financiero, Working Paper 1/2006*, diciembre, pp. 5-6.

Fernando ZUNZUNEGUI PASTOR (2015), *La prestación bancaria de servicios de inversión. Responsabilidad bancaria en la prestación de servicios de inversión y productos de riesgo*, Bosch, Madrid.