

ANTONIO PITA LOZANO

Profesor Asociado de la Universidad de Murcia



**LA PROTECCIÓN AL INVERSOR
EN LOS MERCADOS FINANCIEROS
COMUNITARIOS**

Noviembre de 2010

Reservados todos los derechos

Ni la totalidad ni parte de este libro puede reproducirse o transmitirse por ningún procedimiento electrónico o mecánico, incluyendo fotocopia, grabación magnética, o cualquier almacenamiento de información y sistema de recuperación, sin permiso escrito del autor Antonio Pita Lozano.

© 2011 Antonio Pita Lozano (antopita@um.es)

Primera Edición: Marzo 2011.

ISBN 13: 978-84-614-9217-6

Depósito Legal: MU 365-2011

A mi mujer Anahi
y a mis hijas Carolina y Natalia
fuentes de mi inspiración.

Índice general

Introducción	XI
1. La protección del inversor	1
1.1. Base jurídica	5
2. Directiva Sistema de Garantía de Depósitos. Directiva 94/19/CE	7
2.1. Antecedentes Normativos	8
2.2. Considerandos	10
2.3. Depósitos Garantizados	13
2.4. ¿Cuándo podemos hacer uso de esta garantía?	14
2.5. ¿Hasta qué importe se encuentran garantizados los depósitos?	15
3. Directiva Sistema de Indemnización de Inversores. Directiva 97/9/CE	21
3.1. Antecedentes Normativos	23
3.2. Considerandos	24
3.3. Características generales de los sistemas de indemnización a los inversores	28
4. Directiva MiFID. Directiva 2004/39/CE	33
4.1. Antecedentes Normativos	34
4.2. Considerandos	37
4.3. Disposiciones para garantizar la protección del inversor	45
4.4. Clasificación de Inversores	46
4.5. Ejecución de Órdenes. Test de Conveniencia	50
4.6. Asesoramiento. Test de Idoneidad	55
4.7. Principios sobre la Información	59
4.8. Servicios y Productos MiFID	61
5. El Horizonte próximo en la protección al inversor	67
A. Ejemplo de Test de Idoneidad	73

Bibliografía	79
Índice Terminológico	83

Introducción

Las entidades financieras, también llamadas entidades de crédito, surgieron con la finalidad de captar los recursos de los ahorradores (unidades económicas excedentarias) para ponerlos en manos de los prestatarios (unidades económicas deficitarias) con el fin de agilizar el mercado financiero. Este proceso se conoce como intermediación financiera y es el pilar fundamental de cualquier sistema financiero.

Si, ya de por sí, esto no tuviera suficiente peso en la economía de un país, en los últimos años, poco a poco, han ido añadiendo, a sus servicios de intermediación financiera, otros servicios que nos ayudan con nuestros derechos de cobro y nuestras obligaciones de pago, para que se realicen de forma mucho más sencilla, rápida y en muchos casos, de forma automática. Lo cual nos permite ahorrar gran cantidad de tiempo que es nuestro activo más escaso y cada vez más valioso.

Como ejemplo de estos servicios auxiliares podría ser el pago de los recibos mensuales de luz, agua, teléfono, etc... Piense en el caos que supondría que todos tuviéramos que desplazarnos a la oficina del Ayuntamiento a pagar nuestros impuestos por ventanilla y acto seguido dirigirnos a la oficina de la compañía de agua a pagar el recibo mensual, luego a la de la compañía telefónica, etc... Claramente, por el tiempo que nos ahorra y la comodidad que nos aporta, sería muy difícil prescindir de las entidades financieras o prácticamente imposible; ¿como nos vamos a desplazar para pagar un recibo a la oficina de la empresa si ésta se encuentra en otra ciudad, otra provincia, o incluso, otra nación?

Estos y otros motivos han hecho que las entidades financieras sean el soporte de la economía de cada Estado; incluso, muchas veces la estabilidad y confianza de una nación se mide a través de la estabilidad y confianza de sus entidades financieras, identificación incrementada por la actual crisis económica que atraviesa todo el planeta, achacada a una crisis financiera global.

Además, las grandes empresas han buscado otras vías de financiación para evitar la mediación de las entidades financieras y llegar directamente al inversor de forma más rápida y barata, por lo que han proliferado las empresas dedicadas a los servicios de inversión buscando la especialización y la agilidad del mercado.

Actualmente, el inversor se encuentra con una gran cantidad de propuestas de inversión, materializadas en instrumentos financieros, cada día más complejos, a los que tienen acceso todos los inversores. Pero estas inversiones tienen riesgos, que muchas veces no son conocidos ni comprendidos por los inversores.

No debe extrañarnos que las autoridades europeas estén muy sensibilizadas con el tema y vayan regulando progresivamente los mercados financieros europeos a través de normativas encaminadas a dotar de mayor estabilidad, robustez y solidez a las instituciones financieras, para que desde el pequeño ciudadano del pueblecito de Cabezuela hasta el mayor inversor de Nagasaki puedan confiar en nuestro sistema financiero y confíen sus ahorros para poder dirigirlos hacia la inversión, y así continuar con la tendencia de crecimiento y prosperidad de Europa de los últimos años.

El objetivo de recopilar y analizar las directivas europeas más importantes encaminadas a dotar de unidad y transparencia los mercados financieros y cómo esta regulación ha sido objeto de transposición al ordenamiento jurídico español, es un proyecto muy ambicioso. En este texto nos vamos a conformar con analizar las medidas de protección de los clientes e inversores de las entidades financieras y las entidades de servicios de inversión.

El estudio intenta ser lo más autocontenido posible para evitar al lector tener que ir consultando las referencias en cada momento. Se pretende que este texto sirva para dar a conocer a cualquier lector, sin conocimientos específicos en Derecho Comunitario, sus derechos como inversor.

La estructura del libro es la siguiente: en el primer capítulo, vamos a comenzar situando al lector en la piel de un pequeño inversor para mostrarle algunos de los riesgos que pueden tener las decisiones de inversión; en el segundo capítulo expondremos la protección ofrecida por los sistemas de garantía de depósitos ante la situación de impago de una entidad financiera, cuantificándola y enumerando los productos cubiertos por dicho sistema; en el tercer capítulo expondremos la protección ofrecida por los sistemas de indemnización a los inversores ante la situación de impago de una empresa de servicios de inversión, cuantificándola y enumerando los productos cubiertos por dicho sistema; en el cuarto capítulo analizaremos la protección que establece la normativa actual al inversor y cómo se plasma en sus relaciones diarias con las entidades financieras o las ESI; y, para terminar en el quinto capítulo, describiremos las modificaciones que se están debatiendo actualmente acerca de las Directivas estudiadas.

Capítulo 1

La protección del inversor

Todas las personas físicas o jurídicas somos elementos del sistema financiero, ya sea como unidades económicas excedentarias (ahorradores o inversores), o como unidades económicas deficitarias (prestatarios), o incluso realizando ambas funciones.

Vamos a centrarnos en la figura del ahorrador/inversor (la unidad económica excedentaria). Estas personas físicas o jurídicas dejan de disfrutar de un consumo actual y lo posponen, prestando sus ahorros (también llamado capital) a otras personas físicas o jurídicas directamente (a través de acciones, letras, bonos, pagarés,...) o prestando el capital a entidades financieras (a través de cuentas, depósitos, ...) a cambio de un interés. Pero este capital, ¿en qué se invierte?, ¿cómo pueden invertir el dinero sin preguntar?, ¿están nuestros ahorros seguros?, ¿tenemos algo que temer?.

El lector puede estar pensando que el inversor al que va dirigido esta normativa es una persona con grandes capitales que se dedica a invertirlos, pero la realidad es bien distinta. Tenemos que tener muy claro que todos somos inversores y esta normativa nos afecta y nos protege a todos, de hecho, la finalidad última es la protección del pequeño inversor. Sin ir más lejos, piense en los productos financieros que tiene actualmente; es probable que tenga una cuenta corriente, una hipoteca, un préstamo personal, una tarjeta de crédito, un pequeño depósito, acciones de Bolsa, un plan de pensiones,... Si esto es así, usted puede considerarse un inversor, puesto que el nominal de las acciones de bolsa está destinado a financiar a las empresas que emitieron las acciones; pero aún incluso, aunque sólo tenga una cuenta corriente con algo de capital, también se puede considerar un inversor, dado que el dinero de la cuenta corriente también se emplea para financiar a otras personas físicas o jurídicas, ya sea para la compra de una vivienda o un coche, para la construcción de un centro comercial o para la reinstrumentación de deudas.

Todas las inversiones conllevan ciertos riesgos para el inversor, es importante para el inversor conocerlos y controlarlos en la medida de lo posible, para evitar o mitigar pérdidas

parciales o totales en la inversión. Vamos a poner de manifiesto los riesgos, de las inversiones, más destacados para nuestro estudio, para que podamos comprender los mecanismos ideados para limitar o evitar algunos de estos riesgos.

- * **Riesgo de mercado:** Representa la imposibilidad de determinar, de antemano, el precio de venta del instrumento financiero.
- * **Riesgo de tipo de cambio:** Debido a los cambios en las cotizaciones de la moneda local con respecto a la moneda en la que se realiza la inversión.
- * **Riesgo de liquidez del mercado:** Representa la posible dificultad de venta del instrumento financiero al no encontrar comprador.
- * **Riesgo de tipo de interés:** Representa los cambios en los precios de las inversiones debidas a los tipos de interés.
- * **Riesgo de reinversión:** Representa la incertidumbre de poder reinvertir los flujos de caja obtenidos en la inversión.
- * **Riesgo de información:** Debido a un tratamiento de información poco riguroso, parcial o diferido en el tiempo.
- * **Riesgo de conocimiento:** Debido a la falta de conocimientos de los instrumentos financieros en los que se materializan las inversiones.
- * **Riesgo emisor:** Representa la posibilidad de que el emisor de un instrumento financiero no pueda hacer frente a sus compromisos de pago.

El único riesgo, de los citados anteriormente, que la Unión Europea no trata de reducir o limitar, es el riesgo de mercado, ya que se basa en las características propias de la inversión y del instrumento financiero utilizado, es decir, son las reglas de juego de las inversiones. Por tanto, las pérdidas sufridas de forma natural por las inversiones no están cubiertas por ninguna normativa y tienen que asimilarse por el inversor.

La Unión Europea ha desarrollado mecanismos diversos para reducir el resto de riesgos citados; la implantación del euro ha eliminado, salvo en el Reino Unido, el riesgo de tipo de cambio dentro de la CEE; la regulación de los mercados financieros les ha aportado mayor profundidad, haciéndolos accesibles a todos los inversores de los Estados miembros reduciendo el riesgo de liquidez del mercado; las atribuciones conferidas al Banco Central Europeo le permiten determinar el tipo de interés de referencia en toda la Euro zona con el fin de mantener la estabilidad del mercado y contener la inflación, con estas medidas se consigue

reducir indirectamente tanto el riesgo de tipo de interés como el riesgo de reinversión.

Reducir el riesgo de información y el riesgo de conocimiento, para el inversor, es una de las finalidades principales de la actual normativa europea que regula los mercados financieros, conocida como Directiva MiFID (ver Capítulo 4); el espíritu de esta Directiva es que, en todo momento, el inversor sea consciente y esté claramente informado acerca de las características y los riesgos que tienen los productos financieros disponibles en el mercado, para que pueda tomar las decisiones oportunas sobre la inversión a realizar y, además, que sean las entidades de servicios de inversión las que evalúen si los servicios y productos financieros son adecuados a las particularidades de cada inversor. Con esto se consigue hacer accesible a todos los individuos los mercados financieros con la mayor protección posible.

Por último, nos queda comentar algo sobre el riesgo emisor, es decir, el riesgo surgido de la imposibilidad de devolución de los capitales por parte de la entidad financiera o ESI. Este riesgo puede hacerse efectivo en dos supuestos: situación de quiebra, o insolvencia de la entidad dictaminada por un juez o por problemas de liquidez que no permitan atender los reembolsos en el plazo establecido por la normativa. Pero, ¿cómo puede el pequeño inversor adelantarse a estas posibles contingencias?.

Existen empresas especializadas en estudiar la estructura financiera de las empresas con el fin de valorarlas y emitir su opinión acerca del riesgo emisor. Esta opinión sobre el riesgo emisor se llama Rating y se presenta con una codificación que varía según la compañía de Rating consultada. Las empresas de Rating más conocidas y fiables son: DBRS, Fitch Rating, Moody's y Standard & Poors (S&P).

La siguiente tabla muestra las categorías utilizados por las empresas de Rating en la calificación de la solvencia de las emisiones de deuda a largo plazo de las entidades. Las calificaciones de DBRS, Fitch y S&P tienen la misma tabla y las categorías suelen ir acompañadas de unos símbolos +,- o la palabra "estable" indicando su tendencia a mejorar, empeorar o mantenerse en los próximos meses, respectivamente; mientras que Moody's mantiene otra tabla de categorías y aplica modificaciones numéricas 1,2,3 a cada categoría genérica. El modificador 1 indica títulos en la banda alta de la categoría, el modificador 2 indica títulos en la banda media de la categoría y el modificador 3 indica emisiones en la banda inferior de cada categoría.

Así una entidad emisora de deuda a largo plazo que tuviese la clasificación A+ para Fitch y Aa3 para Moody's podríamos clasificarlo de acuerdo como sigue: para la agencia Fitch significaría que la emisora de deuda tiene una fuerte capacidad de devolución y traducimos el modificador + como una previsión de mejor, por lo que pronto podría ser AA, mientras que para Moody's esta emisora de deuda presenta una capacidad de pago muy fuerte pero

se encuentra entre los últimos de esta categoría por lo que está más cerca de la categoría A que de la Aaa.

Calificación de la deuda a largo plazo		
DBRS, Fitch y S&P	Moody's	Significado
AAA	Aaa	Capacidad de pago muy elevada.
AA	Aa	Capacidad de pago muy fuerte. Menores márgenes.
A	A	Fuerte capacidad de devolución. Factores de protección susceptibles de empeorar a futuro.
BBB	Baa	Capacidad de pago adecuada. Condiciones desfavorables de negocio pueden deteriorar la capacidad de pago.
BB	Ba	Protección de pago muy ajustada. Futuro incierto.
B	B	Garantía de pago pequeña. Muy vulnerable a condiciones adversas de negocio.
CCC	Caa	Incumplimiento probable. La continuidad en los pagos supeditada a condiciones financieras, económicas y de negocio favorables.
CC	Ca	Muy especulativos. Incumplimientos frecuentes.
C	C	Incumplimiento inminente.
RD/D	-	Incumplimiento efectivo.

Existe otra tabla equivalente para las emisiones a corto plazo que no vamos a recrear, lo único que pretendemos es transmitir la importancia del riesgo emisor en las decisiones de inversión y dar a conocer al lector esta clasificación de la que tanto se está hablando desde el comienzo de la crisis. De hecho, se ha hecho patente que, aunque útiles, los rating no son exactos, tal y como se ha evidenciado en los últimos años con las obligatorias intervenciones por los Estados a entidades financieras que mantenían buenas calificaciones hasta ese momento.

Como el tiempo ha demostrado, no hay forma de evitar el riesgo emisor, por lo que desde la Unión Europea se aconsejó crear sistemas de garantía que cubriesen las pérdidas de los inversores ante la quiebra de la entidad financiera o empresa de servicios de inversión.

Hay que tener muy claro que las garantías dependen del tipo de empresa mediante la que invertimos, es decir, si se trata de una entidad financiera estará adscrita al sistema de garantía de depósitos, mientras que si se trata de una empresa de servicios de inversión estará adscrita al sistema de indemnización de inversores. A modo de ejemplo, las cuentas corrientes y las imposiciones a plazo fijo estarán cubiertas por el sistema de garantía

de depósitos, mientras que las acciones y los bonos estarán cubiertas con el sistema de indemnización de los inversores ante una situación de impago de la empresa de inversión.

Todo esto lo desarrollaremos profundamente en el Capítulo 2, que nos introduce en los sistema de garantía de depósitos, y en el Capítulo 3, que hace lo propio con los sistemas de indemnización de los inversores.

Para completar la protección del inversor, las empresas de servicios de inversión y las entidades financieras están obligadas a cumplir las disposiciones acerca de la protección de los datos personales tanto en recogida como en el almacenamiento y la custodia de estos¹.

Destacar que las inversiones realizadas bajo la figura de seguros no están amparadas por ninguno de estos sistemas, aunque algunos Estados han desarrollado sistemas de garantía de seguros aunque no haya regulación comunitaria al respecto.

1.1. Base jurídica

Como apunte, indicar que el principio jurídico de las Directivas estudiadas en este trabajo viene establecido en el apartado 2 del Artículo 57 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea que dice textualmente:

Aunque procurando alcanzar el objetivo de la libre circulación de capitales entre Estados miembros y terceros países en el mayor grado posible, y sin perjuicio de lo dispuesto en los demás capítulos del presente Tratado, el Consejo podrá, por mayoría cualificada y a propuesta de la Comisión, adoptar medidas relativas a los movimientos de capitales, con destino a terceros países o procedentes de ellos, que supongan inversiones directas, incluidas las inmobiliarias, el establecimiento, la prestación de servicios financieros o la admisión de valores en los mercados de capitales. Se exigirá unanimidad para adoptar medidas en virtud del presente apartado que supongan un retroceso respecto de la liberalización contemplada en la legislación comunitaria sobre movimientos de capitales con destino a terceros países o procedentes de ellos.

¹DO n° L 281, 23. 11. 1995, p. 31. Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de octubre, relativa a la protección de las personas físicas en lo que respecta al tratamiento de datos personales y a la libre circulación de estos datos.

Capítulo 2

Directiva Sistema de Garantía de Depósitos. Directiva 94/19/CE

Ninguna entidad financiera, se encuentre en una situación saneada o no, cuenta con una liquidez suficiente para reembolsar en el acto todos los depósitos o una parte importante de ellos. Es por ello por lo que las entidades financieras corren el riesgo de sufrir crisis de pánico bancario si los depositantes tienen la impresión de que sus depósitos no están seguros y pretenden retirarlos todos a la vez. Esto puede afectar gravemente a toda la economía.

Para tranquilizar a los ahorradores y evitar posibles colapsos en los sistemas financieros, la Comisión realizó una recomendación¹ para establecer **sistemas de garantías de depósitos** en los países miembros; esta recomendación se plasmó en la creación en diversos países de la Unión Europea de fondos de garantía de depósitos. Su finalidad principal consistía en reembolsar hasta un cierto límite (llamado nivel de cobertura o simplemente cobertura) a los depositantes sus capitales aportados a las entidades financieras en caso de que éstas no pudieran hacer frente a los reembolsos solicitados, bien por situación de quiebra o concurso de acreedores, o bien por tener tensiones de tesorería a corto plazo que no permitieran el reembolso en los plazos establecidos. Así se reduce (se elimina para los pequeños ahorradores) el riesgo de impago de las entidades financieras (o riesgo emisor), evitando a los depositantes tener que tomar parte en interminables procedimientos de insolvencia, que normalmente desembocan en el pago de cantidades que no son más que una fracción del crédito inicial. Los sistemas de garantía de depósitos establecidos, al amparo de esta recomendación, resultaron heterogéneos en coberturas, plazos y capitales garantizados.

La Directiva 94/19/CE² (Directiva SGD, modificada posteriormente por la Directiva

¹DO n° L 33 de 4. 2. 1987, p. 16. Recomendación 87/63/CEE de la Comisión, de 20 de diciembre, relativa al establecimiento de sistemas de garantía de depósitos en la Comunidad.

²DO n° L 135 de 31. 5. 1994, p. 5. Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo, de 30 de mayo, relativa a los sistemas de garantía de depósitos.

2009/14/CE³) pretende homogeneizar y dotar de un marco común a todos los sistemas de garantía de depósitos establecidos en los distintos Estados miembros de la Comunidad Europea, para garantizar unos derechos mínimos y comunes a todos los inversores de la Unión Europea. Además, permite a los ahorradores beneficiarse de una cobertura básica de sus depósitos en todos los Estados miembros de la Unión Europea. Sin embargo, la crisis financiera iniciada en verano de 2007 ha generado mucha incertidumbre en torno a la garantía de los depósitos. Por ello, es importante reforzar esta cobertura aumentando el nivel de garantía mínima y estableciendo las bases de un único sistema de garantía de depósitos común para todos los Estados.

2.1. Antecedentes Normativos

En 1986, la Comisión realizó la Recomendación 87/63/CEE⁴ con el fin de establecer un sistema de garantías de depósitos en la Comunidad, aunque no se consiguieron los resultados deseados. A partir de esta recomendación, varios Estados miembros establecieron sistemas de garantía de depósitos de forma dispar.

La Directiva 94/19/CE⁵, creó un marco común para los sistemas de garantía de depósitos, estableciendo un límite mínimo de cobertura de 20.000 euros para cada interviniente en cada entidad de crédito. Además, se permitía a cada Estado miembro elevar esta cantidad a la que creyesen conveniente y afectaría tanto a las entidades residentes en el país como a las sucursales de las entidades residentes en otros Estados miembros. Esta Directiva fue objeto de transposición al ordenamiento jurídico español mediante el Real Decreto 2606/1996⁶, derogando toda la legislación española desarrollada en los años 1980 a 1985 para tal fin. Al amparo de este Real Decreto, conviven en nuestro país 3 fondos de garantía de depósitos⁷, con su legislación financiera particular, uno por cada gran categoría de entidades bancarias: bancos⁸, cajas de ahorros⁹ y cooperativas de crédito¹⁰. Reseñar que existe un fondo de

³DO n° L 68, de 13. 3. 2009, p. 3. Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de marzo, por la que se modifica la Directiva 94/19/CE relativa a los sistemas de garantía de depósitos, en lo que respecta al nivel de cobertura y al plazo de pago.

⁴DO n° L 33 de 4. 2. 1987, p. 16. Recomendación de la Comisión, de 20 de diciembre, relativa al establecimiento de sistemas de garantía de depósitos en la Comunidad.

⁵DO n° L 135 de 31. 5. 1994, p. 5. Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo, de 30 de mayo, relativa a los sistemas de garantía de depósitos.

⁶BOE n° 307 de 21. 12. 1996, p. 38102. Real Decreto, de 20 de diciembre, sobre fondos de garantía de depósitos de entidades de crédito

⁷ver www.fgd.es

⁸BOE n° 44, de 20. 2. 2002, p. 44. Orden ECO/318/2002, de 14 de febrero, por la que se establecen las aportaciones al fondo de garantía de depósitos en establecimientos bancarios.

⁹BOE n° 315, de 31. 12. 2009, p. 112108. Orden EHA/3515/2009, de 29 de diciembre, por la que establecen las aportaciones al fondo de garantía de depósitos en cajas de ahorro.

¹⁰BOE n° 246, de 14. 10. 2003, p. 36785. Orden ECO/2801/2003, de 3 de octubre, por la que se establecen

indemnización a los inversores separado de los anteriores destinado a los clientes de empresas de servicios de inversión, del que hablaremos más adelante en el Capítulo 3.

En verano de 2007 se detectaron indicios de un cambio de tendencia y del fin de la burbuja inmobiliaria, pero no fue hasta 2008 cuando los efectos de la crisis se hicieron patentes. Debido a esta crisis, primero financiera y luego económica, y a las posteriores turbulencias que todavía hoy se sienten, se creó un ambiente de incertidumbre (en algunos casos, miedo) entre los ahorradores europeos, que creó una tendencia de los ahorradores europeos a traspasar sus ahorros de depósitos de entidades financieras de unos Estados a entidades financieras de otros Estados con mayores coberturas, ya que en ese momento había Estados que garantizaban el mínimo de 20.000 euros, otros 100.000 euros por interviniente e incluso Estados como Noruega que garantizaban hasta 240.000 euros. La rápida reacción de los Estados aumentando el importe garantizado por los sistemas de garantía de depósitos, evitó estas migraciones masivas de capital.

En los primeros días de octubre de 2008 se desató una imparable lucha entre los Estados europeos por ganar la confianza de los ahorradores, comenzaron Alemania e Irlanda estableciendo la cobertura ilimitada de los depósitos, por lo que los ahorradores de Inglaterra y de Francia decidieron mover sus ahorros a Irlanda y Alemania respectivamente, acto seguido Inglaterra contrarrestó estos movimientos elevando las garantías de los depósitos a 66.000 euros; pocos días después, Grecia decidió ampliar de forma ilimitada sus garantías. Aunque inicialmente España se mantuvo en la postura de mantener la garantía en 20.000 euros, una inminente fuga masiva de capitales obligó al Gobierno Español a aumentar a 100.000 euros la garantía¹¹. Todo esto ocurrió en los primeros 10 días de octubre de 2008.

Hay que destacar que, aunque se aumente la garantía otorgada por los estados a los depósitos, ante una cadena de quiebras el fondo de garantía de depósitos de un Estado no alcanzaría a cubrir los depósitos garantizados por lo que se tendrían que tomar otras medidas excepcionales, como la intervención de entidades financieras por los gobiernos para su saneamiento y posterior venta o nacionalización. Esto es lo que ocurrió por toda Europa, donde se sucedieron las intervenciones de grandes entidades financieras: Northern Rock y Bradford & Bingley en Inglaterra, Halifax Bank of Scotland en Escocia, Hypo Real Estate en Alemania, Fortis y Dexia en Benelux, Glitnir y Landsbanki en Islandia y Roskilde-Bank en Dinamarca. En estas intervenciones se han utilizado ayudas con fondos provenientes de los Estados, es decir, de los bolsillos de los contribuyentes. Para que no se repita esta situación, se está discutiendo actualmente la creación de un impuesto sobre la banca llamado Tasa de

las aportaciones al fondo de garantía de depósitos en cooperativas de crédito

¹¹BOE nº 246, de 11. 11. 2008, p. 40985. Real Decreto 1642/2008, de 10 de octubre, por el que se fijan los importes garantizados a que se refiere el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, del Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito y el Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores.

Actividades Financieras o FAT por su acrónimo en inglés. Se estudian dos propuestas para dicha tasa: gravar las transacciones financieras en un 0,1 % o aplicando un tipo impositivo del 5 % sobre los ingresos y los salarios de las entidades financieras. El destino de los fondos obtenidos por dicha tasa no está especificado, aunque se barajan tres posibilidades, destinarlo al fondo de garantía de depósitos, a las arcas públicas de cada estado recaudador o, opción que está cobrando fuerza, destinarlo a un fondo de resolución bancaria de próxima creación¹².

Con el fin de tranquilizar a los ahorradores, frenar la escalada de pánico y miedo y evitar la inestabilidad provocada por las diferencias dispares entre las coberturas de los Estados, el 7 de octubre de 2008, el Consejo de la Unión Europea convino en señalar que era necesario restablecer la confianza en el sector financiero e instó a la Comisión a presentar una propuesta adecuada para promover la convergencia de los sistemas de garantía de depósitos y, también, se decidió incrementar la cobertura mínima de los depósitos a 50.000 euros por interviniente en cada entidad financiera a lo largo de toda la Comunidad Europea. Esto llevó a la adopción de la Directiva 2009/14/CE¹³. Además, en dicha Directiva, se establece que los Estados miembros tendrán que aumentar hasta 100.000 euros el nivel de cobertura antes del 31 de diciembre de 2010. Esta Directiva fue objeto de transposición al ordenamiento jurídico español a través del Real Decreto 628/2010¹⁴, aunque en España ya se había establecido el importe mínimo en 100.000 euros, con esta Directiva se obligaba a las entidades de crédito a informar de forma más exhaustiva a los ahorradores acerca de los sistemas de garantía de depósitos.

2.2. Considerandos

Dentro de las consideraciones en las que se basa la Directiva 94/19/CE, vamos a citar aquellas que nos muestran su espíritu de protección a los ahorradores y su interés en la igualdad de los ahorradores en todos los Estados miembros. Indicar que las consideraciones no están numeradas en la Directiva original, por lo que el número asignado en este estudio, para comodidad del lector, se correspondería con el que tendrían en el caso hipotético de estar numeradas; son las siguientes:

(1) *De conformidad con los objetivos del Tratado, resulta conveniente promover un de-*

¹²La Comisión Europea planteó el 7 de octubre de 2010 la creación de esta tasa y se comprometen a presentar la propuesta legislativa antes del verano de 2011 junto con un estudio económico del impacto en las entidades y mercados financieros de las medidas propuestas.

¹³DO n° L 68, de 13. 3. 2009, p. 3. Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de marzo, por la que se modifica la Directiva 94/19/CE relativa a los sistemas de garantía de depósitos, en lo que respecta al nivel de cobertura y al plazo de pago.

¹⁴BOE n° 135, de 3. 6. 2010, p. 47973. Real Decreto, de 14 de mayo, por el que se modifican el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, sobre fondos de garantía de depósitos en entidades de crédito y el Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores.

sarrollo armónico de las actividades de las entidades de crédito en el conjunto de la Comunidad, suprimiendo toda restricción de las libertades de establecimiento y de prestación de servicios y reforzando al mismo tiempo la estabilidad del sistema bancario y la protección de los ahorradores.

- (2) *Paralelamente a la supresión de las restricciones que afectan a las actividades de las entidades de crédito, conviene considerar la situación a que podría dar lugar la indisponibilidad de los depósitos de una entidad de crédito con sucursales en otros Estados miembros; que es imprescindible que se asegure un nivel mínimo armonizado de garantía de depósitos, independientemente del lugar de la Comunidad en que estén éstos ubicados; que la protección de los depósitos es tan esencial como las normas prudenciales para la plena realización del mercado único bancario.*
- (3) *Cuando se produzca el cierre de una entidad de crédito insolvente, los depositantes de las sucursales situadas en un Estado miembro que no sea el del domicilio social de la entidad de crédito deben estar protegidos por el mismo sistema de garantía que los demás depositantes de la entidad.*
- (9) *Los sistemas de garantía de depósitos deben actuar en cuanto se produzca la indisponibilidad de depósitos.*
- (15) *El nivel mínimo garantizado que se establecerá en la presente Directiva no debe dejar una proporción demasiado elevada de depósitos sin protección, tanto en interés de la protección de los consumidores como de la estabilidad del sistema financiero; que, por otra parte, sería inadecuado imponer en toda la Comunidad un nivel de protección que en algunos casos podría alentar una gestión poco segura de las entidades de crédito; que debería tenerse en cuenta el coste relativo a la financiación de los sistemas; que parece razonable establecer el nivel mínimo armonizado de garantía en 20.000 ecus (ahora euros); que para que los sistemas se ajusten a esta cifra podrán ser necesarias unas medidas transitorias limitadas.*
- (16) *Algunos Estados miembros ofrecen a los depositantes una cobertura de sus depósitos más elevada que el nivel mínimo armonizado de garantía establecido por la presente Directiva; que no resulta oportuno imponer a estos sistemas, algunos de los cuales han sido creados recientemente en aplicación de la Recomendación*

87/63/CEE¹⁵, modificaciones al respecto.

- (19) *Se ha optado por el principio de un **límite mínimo armonizado por depositante y no por depósito**; que, desde esta óptica, conviene tener en cuenta los depósitos realizados por depositantes que, o bien no figuran como titulares de la cuenta, o bien no son los únicos titulares; que el límite debe, por tanto, **aplicarse a cuantos depositantes puedan identificarse**; que, no obstante, no debería aplicarse lo anterior a las instituciones de inversión colectiva sujetas a normas específicas de protección que no existen para los depósitos antes señalados.*
- (20) *La **información de los depositantes es un factor esencial para su protección** y debe, por tanto, quedar también sujeta a un mínimo de disposiciones vinculantes; que, no obstante, la utilización no regulada, en la publicidad, de referencias a la cantidad y el alcance del sistema de garantía de depósitos puede afectar a la estabilidad del sistema bancario o a la confianza de los depositantes; que, por consiguiente, los Estados miembros deberían fijar normas que limiten dichas referencias.*

Éstas se amplían en la Directiva 2009/14/CE, con las siguientes consideraciones:

- (1) *El 7 de octubre de 2008, el Consejo determinó de común acuerdo que es una **prioridad restablecer la confianza y el correcto funcionamiento del sector financiero. Se comprometió a tomar cuantas medidas resultasen necesarias para proteger los depósitos de los ahorradores particulares** y se congratuló de la intención de la Comisión de presentar, con carácter urgente, una propuesta adecuada para promover la convergencia de los sistemas de garantía de depósitos.*
- (2) *La Directiva 94/19/CE¹⁶ prevé ya una cobertura básica de los depositantes. No obstante, **las actuales turbulencias financieras exigen una mejor cobertura.***
- (3) *El nivel mínimo de cobertura en vigor, según lo previsto en la Directiva 94/19/CE, asciende a 20.000 EUR, teniendo los Estados miembros la opción de fijar una cobertura más elevada. No obstante, esto ha demostrado no ser adecuado en lo que respecta a un gran número de depósitos en la Comunidad. A fin de mantener la confianza de los depositantes y conseguir una mayor estabilidad en los mercados financieros, resulta*

¹⁵DO n° L 33 de 4. 2. 1987, p. 16. Recomendación de la Comisión, de 20 de diciembre, relativa al establecimiento de sistemas de garantía de depósitos en la Comunidad.

¹⁶DO n° L 135 de 31. 5. 1994, p. 5. Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo, de 30 de mayo, relativa a los sistemas de garantía de depósitos.

oportuno elevar a 50.000 EUR el nivel mínimo de cobertura. A más tardar el 31 de diciembre de 2010, la cobertura del conjunto de los depósitos de cada depositante debe fijarse en 100.000 EUR, a no ser que un informe de impacto realizado por la Comisión, sometido al Parlamento Europeo y al Consejo a más tardar el 31 de diciembre de 2009, concluya que tal incremento y tal armonización no son convenientes ni son financieramente viables para todos los Estados miembros a fin de asegurar la protección del consumidor y la estabilidad financiera en la Comunidad y evitar distorsiones de la competencia entre Estados miembros. En caso de que el informe de impacto revele que dicho incremento y dicha armonización no son oportunos, la Comisión debe presentar al Parlamento Europeo y al Consejo unas propuestas pertinentes.

- (4) *Debe aplicarse el mismo nivel de cobertura a todos los depositantes, independientemente de que la moneda del Estado miembro sea el euro o no. Los Estados miembros que no forman parte de la zona del euro deben tener la posibilidad de redondear las cantidades resultantes de la conversión sin poner en peligro la protección equivalente de los depositantes.*

2.3. Depósitos Garantizados

Los instrumentos financieros garantizados por esta normativa son los depósitos. Para que el término no incurra a error, se entenderá por **depósito** (a efectos de esta normativa) cualquier saldo acreedor que proceda de fondos que se hayan mantenido en cuenta o de situaciones transitorias generadas por operaciones bancarias normales y que una entidad de crédito tenga obligación de restituir en las condiciones legales y contractuales aplicables, así como cualquier pasivo formalizado en un certificado de depósito emitido por esa entidad de crédito¹⁷.

También se consideran depósitos, las acciones de las sociedades hipotecarias ("building societies") del Reino Unido y de la República de Irlanda, que no constituyan fondos propios¹⁸.

Pero, no se considerarán depósitos las obligaciones emitidas por los establecimientos de crédito que se hayan sometidos, en virtud de una ley, a un control público específico destinado a proteger a los obligacionistas, que cumplan que los fondos procedentes de la emisión deberán ser invertidos en activos que cubran suficientemente, durante toda la vida de las obligaciones, los compromisos de la emisión y deberán quedar afectados de forma privilegiada

¹⁷Artículo 1 de la Directiva 94/19/CE.

¹⁸DO n° L 126 de 26. 5. 2000, p. 1. Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de marzo, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio.

al reembolso del principal y al pago de los intereses devengados en caso de fallido del emisor¹⁹.

Destacar que se excluyen de esta garantía los siguientes depósitos²⁰:

- * Los depósitos realizados por otras entidades de crédito por cuenta propia y en su propio nombre.
- * Todos los instrumentos que entren en la definición de "fondos propios"²¹.
- * Los depósitos que se originen en operaciones en relación con las cuales haya habido una condena penal por blanqueo de capitales²².

Aunque el primer y tercer punto, son casos muy particulares que no afectan al cliente particular, es conveniente que nos fijemos en el segundo punto, ya que, en los últimos años, las entidades de crédito están comercializando grandes cantidades de instrumentos que entran en la definición de fondos propios, estos son: aportaciones subordinadas, deuda subordinada, participaciones preferentes, aportaciones al capital social, etc... Cabe destacar que estos instrumentos carecen de garantía por los sistemas de garantía de depósitos.

2.4. ¿Cuándo podemos hacer uso de esta garantía?

Se podrá hacer uso de la garantía en el momento que los depósitos se consideren no disponibles .

Para esto se entenderá por **depósito no disponible**²³, todo depósito que haya vencido y sea pagadero pero que no haya sido pagado por una entidad de crédito con arreglo a las condiciones legales y contractuales aplicables al respecto, cuando:

- i) Las correspondientes autoridades competentes hayan determinado que, en su opinión, la entidad de crédito de que se trate se encuentra de momento, por razones directamente relacionadas con su situación financiera, en la imposibilidad de restituir los depósitos y no parece tener por el momento perspectivas de poder hacerlo. Las autoridades

¹⁹DO n° L 302 de 17. 11. 2009, p. 32. Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM).

²⁰Artículo 2 de la Directiva 94/19/CE.

²¹DO L 126 de 26. 5. 2000, p. 1. Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de marzo, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio.

²²DO n° L 309 de 25. 11. 2005, p. 15. Directiva 2005/60/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de octubre, relativa a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales y para la financiación del terrorismo.

²³Apartado 3 del Artículo 1 de la Directiva 94/19/CE.

competentes tomarán dicha determinación lo antes posible y en cualquier caso a más tardar cinco días hábiles (inicialmente se establecía un periodo de 21 días) después de haber comprobado por primera vez que la entidad de crédito no ha logrado restituir los depósitos vencidos y exigibles.

- ii) O una autoridad judicial haya adoptado una decisión, por razones directamente relacionadas con las circunstancias financieras de la entidad de crédito, que tenga el efecto de suspender la capacidad de los depositantes de reclamar contra dicha entidad, si esto ocurre antes de que haya sido tomada la determinación mencionada en el inciso anterior.

Además se establece un plazo de 20 días hábiles a partir de que el depósito se considere no disponible para que el Fondo de Garantía de Depósitos efectúe el pago de la cantidad garantizada²⁴. Con el fin de mejorar este plazo, se ha encargado al Comité presentar un informe ante el Parlamento y el Consejo acerca de la viabilidad de reducir el plazo de pago a 10 días hábiles, a partir de 2011.

2.5. ¿Hasta qué importe se encuentran garantizados los depósitos?

La respuesta a esta pregunta no es sencilla, ya que, como se ha comentado, depende del Estado en el que se encuentre el depósito, el tipo de depósito y el número de intervinientes, por lo que hay que realizar algunas comprobaciones y unas pequeñas operaciones matemáticas, puesto que se marca un importe máximo de cobertura por interviniente y entidad financiera.

Originalmente, se estableció²⁵ que los sistemas de garantía de depósitos dispondrían que, en el supuesto de depósitos no disponibles, se asegurase una cobertura de hasta 20.000 euros para los depósitos agregados de un mismo depositante, este importe recibe el nombre de **cobertura**. Con el paso del tiempo, este importe ha ido perdiendo valor real, por lo que algunos de los Estados de la Unión ampliaron estas garantías, hecho que propició, como hemos comentado antes, un gran movimiento de capitales al inicio de la crisis financiera del 2007 debido al miedo de los ahorradores por la seguridad de sus depósitos, destinando sus ahorros a los Estados que les aportaban mayores garantías. Por esto, el Parlamento Europeo y el Consejo establecieron²⁶ una ampliación de la cobertura mínima a 50.000 euros y se

²⁴Apartado 6 del Artículo 1 de la Directiva 2009/14/CE que sustituye el Artículo 10 de la Directiva 94/19/CE que establecía inicialmente el plazo de pago en 3 meses.

²⁵Artículo 7 de la Directiva 94/19/CE.

²⁶Apartado 3 del Artículo 1 de la Directiva 2009/14/CE, por el que se modifica el Artículo 7 de la Directiva 94/19/CE.

instó a los Estados miembros a elevar la cobertura a 100.000 euros a más tardar el 31 de diciembre de 2010. El Estado español por medio del Real Decreto 1642/2008²⁷ estableció directamente la cobertura en 100.000 euros de los depósitos agregados de cada depositante por entidad financiera.

Esto quiere decir que, para calcular el importe garantizado y correspondiente a cada depositante, debemos, para cada depósito en el que tenga derecho el depositante, identificar el número de depositantes con derecho en dicho depósito, dividir el capital de cada depósito entre el número de depositantes, con lo que hallamos el capital de dicho depósito asignado a dicho depositante. La garantía se obtiene agregando los capitales asignados a dicho depositante de todos los depósitos que mantenga en la entidad, con un máximo de 50.000 (o límite superior establecido por el Estado miembro, como en el caso de España con un límite de 100.000 euros).

Para entender mejor todos estos conceptos, estudiemos el caso del Sr. López, cliente de la entidad financiera Bank Q.

Antes de estudiar las peculiaridades del Sr. López, primero tenemos que estudiar la situación de la sucursal de la entidad financiera. Si la sucursal de Bank Q, de la que es cliente el Sr. López, se encuentra en el mismo Estado de origen que Bank Q, los depósitos estarán garantizados por el sistema de garantía del Estado de origen. Pero, si la sucursal se encuentra en otro Estado, llamado Estado de acogida, la sucursal habrá podido elegir entre acogerse al sistema de garantías del Estado de origen o del Estado de acogida, siempre y cuando la cobertura ofrecida en el Estado de origen sea superior a la cobertura en el Estado de acogida. En caso contrario, tendrá que garantizar la cantidad mínima establecida en el sistema de garantía del Estado de acogida y podrá acogerse voluntariamente al sistema de garantía del Estado de acogida con el fin de completar la garantía de la que ya disfrutaban sus depositantes en virtud de su pertenencia al sistema del Estado miembro de origen ²⁸.

Consideremos, a modo de ejemplo, dos Estados A y B con sendos sistemas de garantía de depósitos y con límites de cobertura de 70.000 euros y 50.000 euros respectivamente. Supongamos que Bank Q está domiciliada en el Estado A, mientras que la sucursal de la que es cliente el Sr. López está situada en el Estado B. En este caso, al ser mayor la cobertura del Estado de origen, la sucursal de Bank Q podrá elegir a que sistema acogerse, por lo que podrá garantizar 50.000 euros o 70.000 euros, según esta elección. En el caso contrario, en el que el Bank Q estuviera domiciliado en el Estado B, las sucursales de dicho banco situadas en

²⁷BOE n° 246, de 11. 11. 2008, p. 40985. Real Decreto 1642/2008, de 10 de octubre, por el que se fijan los importes garantizados a que se refiere el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, del Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito y el Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores.

²⁸Artículo 4 de la Directiva 94/19/CE.

el Estado B se acogerían al sistema del Estado de origen garantizando 50.000 euros, mientras que las sucursales situadas en el Estado A estarían obligadas a garantizar hasta 70.000 euros pudiendo acogerse voluntariamente al sistema de garantía del Estado de acogida con el fin de complementar la garantía. Para seguir con nuestro ejemplo, consideremos que Bank Q está domiciliada en el Estado A.

Conozcamos ahora los depósitos que mantiene el Sr. López en la sucursal de la entidad de crédito Bank Q:

Producto	Relación	Titulares	Autorizados	Capital	Asignado
Cuenta Corriente	Cotitular	2	1	4.000	2.000
Depósito 1	Primer Titular	4	1	200.000	50.000
Depósito 2	Cotitular	2	3	10.000	5.000
Depósito 3	Autorizado	2	1	62.000	0
Depósito 4	Primer Titular	1	4	3.000	3.000
Acciones de Bank Q	Primer Titular	1	0	10.000	0
Total Asignado					60.000

Para calcular el total asignado al Sr. López, lo primero a tener en cuenta es la relación del cliente con el depósito, ya que, si nuestro cliente es autorizado en algún depósito, no tendrá derechos sobre dicho depósito, por lo que no le corresponde ningún tipo de garantía, esto no quiere decir que el depósito no esté garantizado, sino que la garantía recae sobre los titulares de dicho depósito de forma equitativa. Tampoco tiene derecho sobre las acciones del Bank Q, ya que este tipo de instrumento financiero no está garantizado por los sistemas de garantía de depósitos²⁹, al considerarse fondos propios de la entidad Bank Q.

El total asignado al Sr. López asciende a 60.000 euros, aunque el total garantizado queda limitado a 50.000, salvo aquellos estados que hayan aumentado dicho límite. En el caso de que la sucursal de Bank Q esté situada en el Estado A, los 60.000 euros estarían garantizados, pero si la sucursal se encuentra en el Estado B, tendríamos que saber si la entidad ha decidido mantener la garantía del Estado de origen o acogerse al sistema del Estado de acogida, en este último caso, sólo estarían garantizados 50.000 euros³⁰.

Si Bank Q además realiza funciones de custodia de valores o instrumentos financieros, en caso de no poder restituírselos al cliente, también formarían parte del capital agregado, ya que las garantías del sistema de indemnización a los inversores, que veremos en el Capítulo 3, son asimiladas por el sistema de garantía de depósitos en el caso de entidades financieras. En este caso, hay que aclarar que los sistemas de garantía de depósitos cubren el riesgo de impago de la entidad financiera, pero en ningún caso se cubrirán las pérdidas del valor de la

²⁹Segundo punto del Artículo 2 de la Directiva 94/19/CE

³⁰Apartado 2 del Artículo 4 de la Directiva 94/19/CE

inversión o cualquier tipo de riesgo de crédito.

Capítulo 3

Directiva Sistema de Indemnización de Inversores. Directiva 97/9/CE

Durante los años 90, la continua bajada de los tipos de interés hizo poco atractivos los depósitos bancarios y los pequeños ahorradores se atrevieron a invertir directamente en las empresas utilizando instrumentos financieros, por lo que proliferaron las empresas dedicadas a los servicios de inversión; como estos instrumentos no estaban garantizados por los sistemas de garantía de depósitos, en varios Estados europeos se crearon **sistemas de indemnización a los inversores** para complementar los sistemas de garantía de depósitos dotando de cobertura a otros vehículos de inversión distintos a los depósitos. En el año 1997 la Unión Europea, a través de la Directiva 97/9/CE¹ (Directiva SII) constituyó las bases para un marco regulatorio de los sistemas de indemnización a los inversores de todos los Estados miembros.

La finalidad principal, de los sistemas de indemnización a los inversores, consiste en asegurar una cobertura respecto de los créditos resultantes de la incapacidad de una empresa de inversión para reembolsar a los inversores los fondos que se les adeuda o que les pertenecen y que la empresa tenga depositados por cuenta de aquellos en relación con operaciones de inversión, o restituir a los inversores todo instrumento que les pertenezca y que la empresa posea, administre o gestione por cuenta de aquellos en relación con operaciones de inversión, de acuerdo con las condiciones legales y contractuales aplicables. Para este fin, se crea un fondo de indemnización a los inversores con aportaciones de todas las empresas de servicios de inversión adscritas al sistema.

Aunque muy parecidas en cuanto a la forma, se diferencian de los sistemas de garantía de depósitos (vistos en el Capítulo 2), en los instrumentos a garantizar y en los objetivos de las Directivas; en el caso de la Directiva SGD, prevalece el objetivo de estabilidad bancaria, ya

¹DO n° L 84 de 26. 3. 1997, p. 22. Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo, de 3 de marzo, relativa a los sistemas de indemnización de los inversores.

que los bancos corren el riesgo de verse envueltos en una situación de pánico bancario si los depositantes creen que su dinero no está seguro y tratan de retirarlo todos al mismo tiempo; mientras que la Directiva SII protege a los inversores frente al riesgo de fraude, mala praxis administrativa o errores de gestión como consecuencia de los cuales la empresa de inversión se vea en la imposibilidad de restituir los activos a los clientes.

Vamos a recordar varios ejemplos de entidades de servicios de inversión que han incumplido con sus obligaciones de restitución de fondos y valores por lo que han activado los sistemas de indemnización a los inversores.

Durante los años 90, en España, varias empresas de servicios de inversión quebraron, dejando a sus inversores con la única opción de esperar a la liquidación de la empresa y solicitar la cobertura que, con carácter retroactivo, fue otorgada al fondo de indemnización a los inversores². Comenzó Bolsa 8, Agencia de Valores y Bolsa, S.A. en marzo de 1994; seguida muy de cerca, julio del mismo año, por Broker Balear, Agencia de Valores, S.A.; al año siguiente le tocó el turno a X.M. Patrimonios, Agencia de Valores, S.A.; y unos años más tarde se sumó AVA Asesores de Valores, Agencia de Valores, S.A. a esta particular lista de entidades de servicios de inversión.

Pero sin duda, el ejemplo más sonado de actuación del fondo de indemnización a los inversores fue el de la “Sociedad Gestora de Carteras y Dinero, Agencia de Valores, S.A.”, más conocida como Gescartera, que fue intervenida el 14 de junio de 2001 por la CNMV³, momento en el que se encontraron 92 millones de las antiguas pesetas de los 15.578 millones de pesetas que rezaban en la auditoría realizada por la consultora Deloitte & Touche, es decir, el agujero ascendía a casi 100 millones de euros, de los cuales, 9 millones de euros correspondían a la Mutuality de Previsión Social de la Policía, 3,5 millones a S.A. de Electrónica Submarina, 3 millones a la ONCE, 3 millones a las Agustinas Misioneras Provincia San Agustín y otros 3 millones a la Asociación Pro Huérfanos de la Guardia Civil como inversores más importantes de los más de 1.800 inversores afectados.

Con fecha 10 de octubre de 2001, la CNMV declaró la imposibilidad de Gescartera Dinero, Agencia de Valores, S.A., de cumplir las obligaciones contraídas con los inversores, dándose, por tanto respecto de esta entidad una de las situaciones de incumplimiento requeridas, para que los clientes de Gescartera puedan estar amparados por la cobertura del sistema de indemnización a los inversores⁴, por lo que recibieron 20.000 euros de indemnización, que era el límite de cobertura establecido en ese momento. Actualmente, septiembre de 2010, los inversores, todavía están esperando los recursos interpuestos por las partes para poder

²BOE nº 186, de 4. 8. 2001, p. 28907. Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores.

³Comisión Nacional del Mercado de Valores, ver www.cnmv.es

⁴Apartado 2 del Artículo 2 de la Directiva 97/9/CE

recuperar una cantidad mayor de sus inversiones.

Esta lista tan exclusiva de entidades se completa, este año 2010, con la entidad Sebroker Bolsa, Agencia de Valores, S.A., que ha presentado el concurso voluntario de acreedores, por lo que sus clientes también están cubiertos por el fondo de garantía de los inversores.

Seguro que el lector recuerda ahora otros escándalos de inversiones supuestamente fraudulentas como fueron los destapados en las empresas Forum y Afinsa. Como más adelante veremos estas empresas filatélicas no están amparadas por el sistema de indemnización a los inversores por lo que las inversiones realizadas a través de ellos no tienen ninguna cobertura.

Es pertinente indicar, para completar lo dicho anteriormente, que las inversiones realizadas bajo la figura de seguros, principalmente en entidades aseguradores, tampoco están amparadas; sin embargo, algunos Estados han desarrollado sistemas de garantía de seguros, aunque no haya regulación comunitaria al respecto.

3.1. Antecedentes Normativos

Paralelamente a los sistemas de garantía de depósitos, comentados en el Capítulo 2, se reguló la creación de un sistema de indemnización a los inversores mediante la Directiva 97/9/CE⁵, también llamada Directiva SII, que creaba el marco común para estos sistemas a lo largo de la Comunidad Europea, la cual fue adoptada para complementar la Directiva 93/22/CEE⁶ (Directiva SI), sobre servicios de inversión, que regulaba entonces la prestación de servicios de inversión en la Unión Europea. Posteriormente, la Directiva SI fue sustituida por la Directiva 2004/39/CE⁷ (Directiva MiFID). La Directiva relativa a los sistemas de indemnización de los inversores dispone que los clientes a los que las empresas de inversión (incluidas las entidades de crédito) presten servicios de inversión reciban una indemnización si la empresa se ve en la imposibilidad de restituir el dinero o los instrumentos financieros que mantiene por cuenta del cliente.

La Directiva 97/9/CE se transpicionó parcialmente al ordenamiento jurídico español a

⁵DO n° L 84 de 26 .3. 1997, p. 22. Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo, de 3 de marzo, relativa a los sistemas de indemnización de los inversores.

⁶DO n° L 141, de 11. 6. 1993, p. 27. Directiva del Consejo, de 10 de mayo, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables. Derogada por la Directiva 2004/39/CE.

⁷DO n° L 145, de 30. 4. 2004, p. 1. Directiva del Parlamento y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo.

través de la Ley 37/1998⁸, donde se estableció que los fondos de garantía de depósitos en establecimientos bancarios, en cajas de ahorro y en cooperativas de crédito indemnizarían a los inversores que hayan confiado a una entidad de crédito adherida a ellos recursos dinerarios, valores u otros instrumentos financieros, para su depósito y administración o para la realización de algún servicio de inversión de los contemplados en la Ley 24/1988⁹, pero no fue hasta el Real Decreto 948/2001¹⁰ en el que se estableció el fondo de garantía de inversiones¹¹ y se enumeraron las situaciones cubiertas por este fondo con carácter retroactivo al 1 de julio de 1993, para poder compensar a los inversores de las entidades de servicios de inversión quebradas a partir de dicha fecha y citadas anteriormente.

Se estableció una garantía mínima de 20.000 euros para todos los Estados de la Unión, que permanece vigente hasta nuestros días. Aunque en España, se aumentó a 100.000 euros en el mismo momento que se aumentaron las coberturas de los sistemas de garantía de depósitos¹².

Como apunte jurídico, terminar comentando que todos los Estados miembros cumplieron con los trámites pertinentes para transponer esta Directiva salvo Reino Unido e Irlanda del Norte, con respecto al territorio de Gibraltar, por el que fueron sancionados por el Tribunal de Justicia¹³.

3.2. Considerandos

Dentro de las consideraciones en las que se basa la Directiva 97/9/CE, vamos a citar aquellas que nos muestran su espíritu de protección a los inversores.

Todas las referencias hechas a la Directiva 93/22/CEE se entenderán hechas a la Directiva 2004/39/CE, ya que la Directiva 93/22/CEE¹⁴ ha sido derogada por la Directiva

⁸BOE nº 275, de 17. 11. 1998, p. 37406. Ley, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

⁹BOE nº 181, de 29. 7. 1988, p. 23405. Ley, de 28 de julio, del Mercado de Valores

¹⁰BOE nº 186, de 4. 8. 2001, p. 28907. Real Decreto, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores.

¹¹ver www.fogain.com para más información acerca del fondo de indemnización a los inversores.

¹²BOE nº 246, de 11. 11. 2008, p. 40985. Real Decreto 1642/2008, de 10 de octubre, por el que se fijan los importes garantizados a que se refiere el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, del Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito y el Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores

¹³DO nº C 289, de 29. 11. 2003, p.5. Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Segunda), de 16 de octubre de 2003, en el asunto C-489/01: Comisión de las Comunidades Europeas contra Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte («Incumplimiento de Estado. No adaptación del Derecho interno a la Directiva 97/9/CE. Territorio de Gibraltar»).

¹⁴DO nº L 141, de 11. 6. 1993, p. 27. Directiva del Consejo, de 10 de mayo, relativa a los servicios de

2004/39/CE, también conocida como Directiva MiFID que estudiaremos en el Capítulo 4.

Indicar que las consideraciones no están numeradas en la Directiva original, por lo que el número asignado en este estudio, para comodidad del lector, se correspondería con el que tendrían en el caso hipotético de estar numeradas; y son las siguientes:

- (1) *El 10 de mayo de 1993, el Consejo aprobó la Directiva 93/22/CEE relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables; dicha **Directiva constituye un instrumento esencial para la realización del mercado interior en el sector de las empresas de inversión.***
- (2) *La Directiva 93/22/CEE establece normas prudenciales que las empresas de inversión deben observar en todo momento, incluidas las encaminadas a proteger, en la medida de lo posible, los derechos de los inversores en relación con los fondos o instrumentos que les pertenezcan.*
- (3) *Ningún sistema de supervisión puede ofrecer una garantía completa, particularmente en el caso de que se cometan actos fraudulentos.*
- (4) *La protección de los inversores y el mantenimiento de la confianza en el sistema financiero constituyen un importante aspecto de la realización y el buen funcionamiento del mercado interior en este sector y que, a tal fin, es esencial que cada Estado miembro disponga de un sistema de indemnización de los inversores que proporcione un nivel mínimo armonizado de protección, por lo menos al pequeño inversor, en los casos en que una empresa de inversión no pueda cumplir sus obligaciones respecto de sus clientes inversores.*
- (5) *Los pequeños inversores podrán, por consiguiente, adquirir servicios de inversión de sucursales de empresas de inversión comunitarias o en el marco de una prestación de servicios transfronteriza, con la misma confianza que si se dirigieran a una empresa nacional, conscientes de que se beneficiarían de un nivel mínimo armonizado de protección para el caso en que la empresa de inversión no esté en condiciones de cumplir sus obligaciones respecto de sus clientes inversores.*

- (8) *Debería exigirse que todos los Estados miembros dispongan de un sistema o sistemas de indemnización de los inversores, en el que participen todas estas empresas de inversión; que el sistema de que se trate debería cubrir los fondos o instrumentos depositados en una empresa de inversión en relación con las operaciones de inversión de un inversor que no puedan ser restituidas al inversor cuando una empresa de inversión no esté en condiciones de cumplir sus obligaciones respecto de sus clientes inversores; que esto no prejuzga en modo alguno las normas y procedimientos aplicables en cada Estado miembro para las decisiones que deban adoptarse en caso de insolvencia o de liquidación de una empresa de inversión.*
- (9) *Como la definición de empresa de inversión incluye a las entidades de crédito autorizadas para prestar servicios de inversión; entonces también debe exigirse a dichas entidades de crédito su participación en un sistema de indemnización de los inversores con respecto a sus operaciones de inversión; aunque, no es necesario exigir a dichas entidades de crédito que se adhieren a dos sistemas distintos cuando un único sistema cumpla simultáneamente los requisitos de las Directivas 97/9/CE y 94/19/CE¹⁵; por esto, en el caso de las empresas de inversión que sean entidades de crédito, como puede resultar difícil, en determinados casos, distinguir entre depósitos contemplados en la Directiva 94/19/CE y los fondos depositados en relación con operaciones de inversión, se debe ofrecer a los Estados miembros la posibilidad de determinar cuál de las dos Directivas debe aplicarse a tales depósitos y fondos.*
- (11) *Un nivel mínimo armonizado de indemnización de 20.000 euros por inversor debería ser suficiente para proteger los intereses del pequeño inversor en el caso de que la empresa de inversión no esté en condiciones de cumplir sus obligaciones respecto de sus clientes inversores; por lo que parece razonable, en consecuencia, fijar el nivel mínimo armonizado en 20.000 euros; así, como en la Directiva 94/19/CE, podrían ser necesarias disposiciones transitorias limitadas para permitir que los sistemas de indemnización respeten dicha cifra, lo cual se aplica también a los Estados miembros que, en el momento de la adopción de la presente Directiva, no dispongan de un sistema de ese tipo.*
- (12) *Este mismo nivel fue aprobado mediante la Directiva 94/19/CE.*

¹⁵DO n° L 135 de 31. 5. 1994, p. 5. Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo, de 30 de mayo, relativa a los sistemas de garantía de depósitos.

- (13) *Para incitar al inversor a que dé muestra de discernimiento al elegir la empresa de inversión, es razonable autorizar a los Estados miembros a que exijan al inversor que soporte una parte de la pérdida; aunque, no obstante, **el inversor debe estar cubierto, como mínimo, en un 90 % de su pérdida** siempre que la indemnización abonada no alcance el mínimo comunitario.*
- (19) ***Se debe indemnizar al inversor sin retrasos excesivos**, una vez que se haya verificado la existencia de su crédito; se debe permitir que el propio sistema de indemnización fije un plazo razonable durante el cual se deban presentar las reclamaciones; sin embargo, no debe poder invocarse la expiración de dicho plazo contra el inversor que, por motivos justificados, no haya podido reclamar su crédito en el plazo fijado.*
- (20) ***La información al inversor sobre las modalidades de indemnización constituye un elemento fundamental de su protección**; así se establecía en el artículo 12 de la Directiva 93/22/CEE que imponía a las empresas de inversión la obligación de informar a los inversores, antes de entrar en relación de negocios con ellos, sobre la eventual aplicación de un sistema de indemnización; por consiguiente, conviene que la presente Directiva establezca reglas de información a dichos inversores potenciales sobre el sistema de indemnización que ampara sus operaciones de inversión.*
- (22) ***La presente Directiva exige a todas las empresas de inversión que se adhieren a un sistema de indemnización de los inversores**; las Directivas por las que se regula la admisión de empresas de inversión cuyo domicilio social se encuentre en un país tercero y, en particular, la Directiva 93/22/CEE permiten que los Estados miembros decidan si admiten que las sucursales de dichas empresas de inversión operen en su territorio y en qué condiciones; por lo que dichas sucursales no se beneficiarán del régimen de libre prestación de servicios en virtud del párrafo segundo del artículo 59 del Tratado, ni de la libertad de establecimiento en Estados miembros distintos de aquél en el que estén establecidas; por consiguiente, el Estado miembro que admita a dichas sucursales debe decidir la forma de aplicar los principios de la presente Directiva a dichas sucursales, de conformidad con el artículo 5 de la Directiva 93/22/CEE y teniendo en cuenta la necesidad de proteger a los inversores y de asegurar la integridad del sistema financiero; y por último, es esencial que los inversores que se dirijan a dichas sucursales estén plenamente informados de las disposiciones que les son aplicables en materia de indemnización.*
- (25) *Resulta necesaria una armonización mínima de los sistemas de indemnización de los*

*inversores, con el fin de realizar el mercado interior para las empresas de inversión, ya que permite el **establecimiento de relaciones de mayor confianza entre los inversores y dichas empresas**, muy especialmente cuando se trata de empresas originarias de otros Estados miembros, y evita las dificultades que podrían derivarse de la aplicación, por parte de los Estados miembros de acogida, de disposiciones nacionales en materia de protección de los inversores carentes de coordinación a nivel comunitario; además, una directiva comunitaria vinculante es el único instrumento adecuado para lograr el objetivo perseguido, ante la ausencia generalizada de sistemas de indemnización de los inversores cuyo ámbito de aplicación corresponda al de la Directiva 93/22/CEE; y la presente Directiva se limita a la armonización mínima necesaria, permitiendo que los Estados miembros ofrezcan una cobertura más amplia o elevada si así lo desean y, asimismo, deja a éstos el grado de libertad necesario en lo que se refiere a la organización y financiación de los sistemas de indemnización de los inversores.*

3.3. Características generales de los sistemas de indemnización a los inversores

Al ser el funcionamiento y características de los sistemas de indemnización similares a los sistemas de garantía de depósitos, vamos brevemente a comentar las características de los sistemas de indemnización haciendo especial hincapié en las diferencias.

Para empezar, cada Estado miembro velará por la implantación y el reconocimiento oficial en su territorio de uno o más sistemas de indemnización de los inversores y ninguna de las empresas de inversión autorizadas en dicho Estado miembro podrá efectuar operaciones de inversión sin participar en uno de dichos sistemas¹⁶. Al igual que en los sistemas de garantía de depósitos, las sucursales de entidades de inversión de otros Estados tendrán que garantizar al menos el mismo nivel de cobertura que el establecido en el Estado de acogida, ya sea a través del sistema de indemnización del país de origen y, si este no fuera suficiente, a través del sistema de indemnización del país de acogida¹⁷.

Como ya hemos comentado en el Capítulo 2, las entidades financieras, acogidas al sistema de garantía de depósitos, que además realicen servicios de inversión, no tendrán que acogerse al sistema de indemnización a los inversores, ya que estas actividades estarán cubiertas por el sistema de garantía de depósitos. Es importante destacar que ningún crédito podrá ser objeto de doble indemnización en virtud de ambos sistemas¹⁸.

¹⁶Apartado 1 del Artículo 2 de la Directiva 97/9/CE.

¹⁷Artículo 7 de la Directiva 97/9/CE.

¹⁸Apartado 2 del Artículo 2 de la Directiva 97/9/CE.

Características generales de los sistemas de indemnización a los inversores 29

Una vez que ya tenemos la obligatoriedad para las empresas de servicios de inversión de estar adscritas a un sistema de indemnización a los inversores, tenemos que conocer cuándo puede ejecutarse el derecho a la cobertura de dicho sistema.

Se establece que un sistema dará cobertura a los inversores cuando las autoridades competentes hayan comprobado que, desde su punto de vista, la empresa de inversión de que se trate se encuentra, de momento y por razones directamente relacionadas con su situación financiera, en la imposibilidad de cumplir sus obligaciones derivadas de los derechos de los inversores y no parece tener por el momento perspectiva próxima de poder hacerlo, o cuando una autoridad judicial, por razones directamente relacionadas con la situación financiera de la empresa de inversión, haya dictado una resolución que tenga como efecto suspender la posibilidad de los inversores de hacer efectivos sus créditos contra dicha empresa, si esto último tuviere lugar antes.

Una vez declarada la imposibilidad en el cumplimiento de sus obligaciones por parte de la ESI, se tendrá que calcular el crédito que mantiene la ESI con el inversor. Esto se determinará por referencia al valor de mercado de los instrumentos que pertenezcan al inversor y que la empresa de inversión no pueda reintegrar o restituir en la fecha de la comprobación o la resolución de imposibilidad de reembolso de los fondos y valores por parte de la ESI¹⁹.

Se establecen las mismas directrices que en los sistemas de garantía de depósitos (ver Sección 2.5) para el cálculo del **crédito asignado** a cada inversor en cada empresa de inversión, agregando todas las cantidades resultantes de dividir el crédito de una cuenta entre el número de inversores, independientemente del número de cuentas, de la moneda utilizada y de su localización dentro de la Comunidad²⁰.

En este punto, hay que tener en cuenta que no todos las inversiones están cubiertas; en la Directiva 93/22/CEE se estableció el listado de los instrumentos cubiertos por los sistemas de indemnización a los inversores, pero como esta Directiva fue derogada por la Directiva 2004/39/CE, tendremos que utilizar la lista establecida por esta última que difiere un poco de la inicial. En la Sección 4.8 se puede consultar la relación completa de instrumentos financieros cubiertos por el sistema de indemnización de inversiones. Destacar que en la relación no aparecen los productos considerados depósitos (ver Sección 2.3) ya que están garantizados por el sistema de garantía de depósitos, ni las inversiones articuladas mediante seguros, ni las inversiones en activos no financieros como sellos, inmuebles, etc... que carecen de sistemas de garantías regulados a nivel europeo.

¹⁹Apartado 4 del Artículo 2 de la Directiva 97/9/CE.

²⁰Artículo 8 de la Directiva 97/9/CE.

El importe a restituir al inversor será un porcentaje entre el 90 % y el 100 % del importe total del crédito asignado a cada inversor, sin superar nunca la cantidad establecida como cobertura del sistema de indemnización a los inversores que al menos será de 20.000 euros²¹. El establecimiento de este margen de posible pérdida del 10 % tiene como objetivo que el inversor sea precavido al elegir la empresa de servicios de inversión y recibe el nombre de **Coaseguro**.

A partir del establecimiento de la idoneidad y el importe del crédito, el plazo máximo para efectuar el abono de la indemnización por el sistema de indemnización a los inversores es de tres meses .

²¹Artículo 4 de la Directiva 97/9/CE.

Capítulo 4

Directiva MiFID. Directiva 2004/39/CE

En los últimos años han proliferado una multitud de distintos tipos de productos financieros, destinados al inversor experto y difíciles de entender para el ahorrador medio. Sin embargo, debido a la bajada de los tipos de interés, las excelentes rentabilidades de estos productos y las primas que aportaban, han sido comercializados por las empresas de servicios de inversión y por las entidades financieras entre sus clientes, sin que, muchas veces, los clientes pudieran valorar el riesgo que entrañaban las operaciones en las que estaban invirtiendo: Acciones de Bolsa, Fondos de Inversión, Pagarés, ETF's, Futuros, Opciones, Warrants, Swaps, FRA, Unit Links, CFAs...

Todos hemos visto en los últimos años como algunas de las grandes inversiones, propuestas por los llamados gurús de la economía, se convertían en humo (caso Lehman Brothers), eran directamente humo (caso Bernard Madoff) o no se sabe muy bien que pasó (casos Forum y Afinsa). Aunque en los tres casos los inversores perdieron gran parte o la totalidad de las inversiones sin saber muy bien el porqué, los casos son muy distintos, puesto que la pérdida en el primer caso es debida a que las inversiones no resultaron tan rentables, en el segundo caso se destapaba una gran estafa piramidal y en el tercero, la falta de regulación del sector filatélico permitió un entramado financiero de difícil solvencia.

La Directiva europea 2004/39/CE¹, también llamada Directiva MiFID (por las siglas de su versión en inglés: “Markets in Financial Instruments Directive”), viene a evitar que se den estas circunstancias. Es la normativa que dota a las entidades de prestación de servicios de inversión y productos financieros y a los mercados regulados una regulación común válida

¹DO n° L 145, de 30. 4. 2004, p. 1. Directiva del Parlamento y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo.

en toda la Unión Europea con la finalidad de infundir a los mercados financieros eficiencia y transparencia, haciendo especial hincapié en su relación con los inversores para protegerlos, como más adelante comentaremos. La transposición al ordenamiento jurídico español ha sido realizada a través de la Ley 47/2007².

Desde el punto de vista de la protección del inversor, esta Directiva tiene 3 principios fundamentales:

- 1.- Actuar **honestamente, profesionalmente** y de forma **imparcial** en busca del mayor provecho para el inversor con el fin de evitar la situación de inferioridad con respecto a la entidad de servicios de inversión y productos financieros.
- 2.- Aportar información **clara, completa, apropiada, comprensible y no engañosa** acerca de los servicios de inversión y productos financieros.
- 3.- Analizar las **circunstancias particulares** del inversor para adecuar las inversiones financieras al perfil del inversor.

A partir de ahora nos vamos a centrar en la repercusiones de esta normativa en la protección de los inversores y los mecanismos establecidos para que sea efectiva.

4.1. Antecedentes Normativos

El punto de partida en el ordenamiento jurídico español, se establece en la Ley 24/1988 del Mercado de Valores³, la cual tuvo una enorme importancia ya que establecía la primera regulación, como tal, de los mercados españoles de valores.

Los cambios introducidos más significativos fueron:

- 1) La integración de las cuatro bolsas nacionales a través del Sistema de Interconexión Bursátil (SIBE) que establecía un sistema electrónico de cotización y negociación bursátil de ámbito nacional.
- 2) La representación de los valores mediante anotaciones en cuenta en el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV, ahora Iberclear, después de la fusión entre SCLV y CADE, la Central de Anotaciones).

²BOE nº 304, de 20. 12. 2007, p. 52335. Ley, de 19 de diciembre de 2007, por la que se modifica la Ley 24/1998, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

³BOE nº 181, de 29. 7. 1988, p. 23405. Ley, de 28 de julio, del Mercado de Valores

- 3) La creación de las figuras de Sociedades y Agencias de Valores (y Bolsa) sustituyendo a los Agentes de Cambio y Bolsa.
- 4) Y la creación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) cuyo objetivo es velar por la transparencia de los mercados de valores españoles y la correcta formación de precios, así como la protección a los inversores.

Estos cambios atrajeron la inversión extranjera y favorecieron el crecimiento de los mercados en los siguientes años.

Con la finalidad de modernizar y mejorar los mercados de valores y adaptarse a los nuevos instrumentos financieros se fueron desarrollando diversas reformas, entre las que podemos destacar:

- * Ley 37/1998 de reforma de la LMV⁴.
- * Ley 44/2002 de medidas de reforma del Sistema Financiero⁵.
- * Ley 26/2003 de reforma de la LMV y la Ley de Sociedades Anónimas⁶.
- * Ley 25/2005 de regulación de entidades de capital riesgo⁷.

Paralelamente, el Consejo Europeo, con la finalidad de promocionar la libertad de establecimiento y de prestación de servicios en el ámbito de las empresa de inversión promulgó la Directiva 93/22/CEE⁸ relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociados. En esta Directiva se establecía un procedimiento de reciprocidad con terceros países, marcando las bases del mercado único de servicios y productos de inversión.

Esta Directiva ha sufrido diversos cambios antes de su derogación⁹; los principales cambios vinieron de la mano de las siguientes Directivas:

⁴BOE nº 275, de 17. 11. 1998, p. 37406. Ley, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

⁵BOE nº 281, de 23. 11. 2002, p. 41273. Ley, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero.

⁶BOE nº 171, de 18. 7. 2003, p. 28046. Ley, de 17 de julio, por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas.

⁷BOE nº 282, de 25. 11. 2005, p. 38718. Ley, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras.

⁸DO nº L 141, de 11. 6. 1993, p. 27. Directiva del Consejo, de 10 de mayo, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables. Derogada por la Directiva 2004/39/CE.

⁹Derogada por la Directiva 2004/39/CE

- * La Directiva 95/26/CE¹⁰, que regula los intercambios de información entre las autoridades para todo el sector financiero.
- * La Directiva 97/9/CE¹¹, que establece un sistema de indemnización de los inversores, analizada en el Capítulo 3.
- * La Directiva 2000/64/CE¹² que amplía las normas relativas al intercambio de información confidencial entre terceros países, con el fin de reforzar la estabilidad del sistema financiero.

Pero ha sido la Directiva 2004/39/CE¹³ (Directiva MiFID), la que se ha encargado, entre otras cosas, de establecer un sistema de protección al inversor. Esta Directiva fue aplicada posteriormente por la Directiva 2006/73/CE¹⁴.

La Directiva 2004/39/CE establece el marco para un régimen regulador de los mercados financieros en la Comunidad, que rige, en particular, las condiciones de funcionamiento relativas a la prestación de servicios de inversión y servicios auxiliares y a la realización de actividades de inversión por parte de las empresas de inversión; regula los requisitos de organización aplicables a las empresas de inversión que realizan esos servicios y actividades, y a los mercados regulados; y establece los **requisitos de información** sobre las operaciones con instrumentos financieros, y los **requisitos de transparencia** de las operaciones con acciones admitidas a negociación en un mercado regulado.

Como ya hemos comentado, las Directivas 2004/39/CE y 2006/73/CE se incorporan al

¹⁰DO n° L 168, 18. 7. 1995, p. 7. Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo, de 29 de junio, por la que se modifican las Directivas 77/780/CEE y 89/646/CEE, relativas a las entidades de crédito, las Directivas 73/239/CEE y 92/49/CEE, relativas al seguro directo distinto del seguro de vida, las Directivas 79/267/CEE y 92/96/CEE, relativas al seguro directo de vida, la Directiva 93/22/CEE, relativa a las empresas de inversión y la Directiva 85/611/CEE, sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) con objeto de reforzar la supervisión prudencial.

¹¹DO n° L 84, 26. 3. 1997, p. 22. Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo, de 3 de marzo, relativa a los sistemas de indemnización de los inversores.

¹²DO n° L 290, 17. 11. 2000, p. 27. Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo, de 7 de noviembre, que modifica las Directivas 85/611/CEE, 92/49/CEE, 92/96/CEE y 93/22/CEE del Consejo en lo relativo al intercambio de información con terceros países.

¹³DO n° L 145, de 30. 4. 2004, p. 1. Directiva del Parlamento y del Consejo, de 21 de abril, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo.

¹⁴DO n° L 241, de 2. 9. 2006, p. 26. Directiva de la Comisión, de 10 de agosto, por la que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión, y términos definidos a efectos de dicha Directiva.

ordenamiento jurídico español a través de la Ley 47/2007¹⁵ y el Real Decreto 217/2008¹⁶. Esta Ley, junto con el Reglamento citado, regulan el sistema financiero español actualmente.

Como anécdota jurídica, indicar que hubo pequeños problemas para las transposiciones de estas Directivas al ordenamiento jurídico de los Estados miembros, en particular, el Tribunal de Justicia condenó a la República de Polonia¹⁷ y a la República Checa¹⁸ por incumplimiento de los plazos en la transposición.

4.2. Considerandos

Dentro de las consideraciones en las que se basa la Directiva 2004/39/CE, vamos a citar aquellas que nos muestran su espíritu de protección a los inversores, éstas son:

- (1) *La Directiva 93/22/CEE¹⁹ trataba de establecer las condiciones en que las empresas de inversión y los bancos autorizados podían prestar determinados servicios o establecer sucursales en otros Estados miembros sobre la base de la autorización y supervisión del país de origen. Pretendía armonizar así los requisitos de autorización inicial y funcionamiento de las empresas de inversión, así como las normas de conducta. Preveía también la armonización de algunas de las normas de funcionamiento de los mercados regulados.*

- (2) *En los últimos años ha aumentado el número de inversores que participan en los mercados financieros, donde encuentran una gama mucho más compleja de servicios e instrumentos. Esta evolución aconseja ampliar el marco jurídico comunitario, que debe recoger toda esa gama de actividades al servicio del inversor. A tal fin, conviene alcanzar el grado de armonización necesario*

¹⁵BOE n° 304, de 20. 12. 2007, p. 52335. Ley, de 19 de diciembre de 2007, por la que se modifica la Ley 24/1998, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

¹⁶BOE n° 41, de 16. 2. 2008, p. 8706. Real Decreto, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.

¹⁷DO n° C 113, de 16. 5. 2009, p. 11. Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Octava), de 19 de marzo de 2009, Comisión de las Comunidades Europeas/República de Polonia (Asunto C-143/08) (Incumplimiento de Estado, Directiva 2006/73/CE. No adaptación en el plazo señalado).

¹⁸DO n° C 301, de 22. 11. 2008, p. 13. Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Séptima), de 25 de septiembre de 2008, Comisión de las Comunidades Europeas/República Checa (Asunto C-87/08) (Incumplimiento de Estado, Directiva 2006/73/CE, Medidas de aplicación de la Directiva 2004/39/CE. Requisitos organizativos y condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión. No adaptación del Derecho interno dentro del plazo señalado).

¹⁹DO n° L 141, de 11. 6. 1993, p. 27. Directiva del Consejo, de 10 de mayo, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables

para **ofrecer a los inversores un alto nivel de protección** y permitir que las empresas de inversión presten servicios en toda la Comunidad, ya que se trata de un **mercado único**, tomando como base la supervisión del país de origen. En vista de lo anterior, la Directiva 93/22/CEE debe ser sustituida por una nueva Directiva.

- (3) Debido a que **los inversores dependen cada vez más de las recomendaciones personalizadas**, es conveniente incluir el **asesoramiento en materia de inversión** entre los servicios de inversión sujetos a autorización.
- (5) Es necesario establecer un régimen regulador general para la ejecución de operaciones sobre instrumentos financieros, independientemente de los métodos de negociación empleados, con **el fin de asegurar una buena calidad de ejecución de las operaciones de los inversores y de preservar la integridad y eficiencia general del sistema financiero**. Debe establecerse un marco coherente y ajustado al riesgo que regule los principales tipos de sistemas de ejecución de órdenes empleados actualmente en los mercados financieros europeos. Para ello hay que reconocer la aparición, paralelamente a los mercados regulados, de una nueva generación de sistemas de negociación organizada que deben estar sometidos a ciertas obligaciones para preservar el funcionamiento eficiente y ordenado de los mercados financieros. Para establecer un marco regulador equilibrado, debe disponerse la inclusión de un nuevo servicio de inversión relacionado con el funcionamiento de los sistemas de negociación multilateral (SMN).
- (9) Cuando en el texto se haga referencia a las personas debe entenderse que se incluye **tanto a las personas físicas como a las jurídicas**.
- (10) Deben quedar **excluidas las empresas de seguros** cuyas actividades estén sujetas al oportuno control de las autoridades competentes de supervisión prudencial y a la Directiva 64/225/CEE²⁰, la Primera Directiva 73/239/CEE²¹ y la Directiva 2002/83/CE²².
- (15) Deben **excluirse del ámbito de la presente Directiva los organismos de inversión colectiva y fondos de pensiones**, independientemente de que estén coordinados o

²⁰DO n° L 56, 4. 4. 1964, p. 878. Directiva del Consejo, de 25 de febrero, relativa a la supresión, en materia de reaseguro y de retrocesión, de las restricciones a la libertad de establecimiento y a la libre prestación de servicios.

²¹DO n° L 228, 16.8.1973, p. 3. Primera Directiva del Consejo, de 24 de julio, sobre coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas relativas al acceso a la actividad del seguro directo distinto del seguro de vida, y a su ejercicio.

²²DO n° L 345, 19. 12. 2002, p. 1. Directiva del Consejo, de 5 de noviembre, sobre el seguro de vida.

no a escala comunitaria, y los depositarios o gestores de dichas empresas, ya que están sujetos a normas específicas directamente adaptadas a sus actividades.

- (17) *Las personas que presten los servicios o realicen las actividades de inversión cubiertos por la presente Directiva deben estar sujetas a la autorización de su Estado miembro de origen, con el **fin de proteger a los inversores y a la estabilidad del sistema financiero.***
- (29) *La creciente gama de actividades que muchas empresas de inversión realizan simultáneamente ha incrementado la posibilidad de que **surjan conflictos de intereses** entre estas diversas actividades y los intereses de sus clientes. Es, pues, **necesario establecer normas que garanticen que estos conflictos no perjudiquen los intereses de sus clientes.***
- (31) *Uno de los objetivos de la presente Directiva es la **protección de los inversores.** Las medidas a tal efecto deben ajustarse a las particularidades de cada **categoría de inversores (particulares, profesionales y contrapartes).***
- (34) *La competencia leal exige que los participantes del mercado e inversores puedan comparar **los precios** que los distintos centros de negociación (es decir, los mercados regulados, los SMN y los intermediarios) están **obligados a hacer públicos.** Para ello, se recomienda a los Estados miembros que **eliminen cualquier tipo de obstáculo que pudiera oponerse a la consolidación, en el ámbito europeo, de la información pertinente y su publicación.***
- (43) *Los Estados miembros deben **proteger el derecho a la intimidad de las personas físicas con relación al tratamiento de datos personales** de conformidad con la Directiva 95/46/CE²³.*
- (44) *Con el doble objetivo de **proteger a los inversores** y de asegurar el funcionamiento armónico de los mercados de valores, es preciso garantizar la **transparencia de las operaciones** y velar por que las normas establecidas a tal fin se apliquen a las empresas de inversión cuando éstas operen en los mercados. Para que los inversores o los participantes del mercado puedan evaluar en todo momento las condiciones de*

²³DO n° L 281, 23. 11. 1995, p. 31. Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de octubre, relativa a la protección de las personas físicas en lo que respecta al tratamiento de datos personales y a la libre circulación de estos datos.

una operación sobre acciones que están sopesando y puedan comprobar a posteriori las condiciones en las que se llevó a cabo, deben **establecerse normas comunes para la publicación de los datos de las operaciones sobre acciones ya concluidas y la difusión de los datos de las operaciones sobre acciones que son posibles en aquel momento**. Estas normas son necesarias para garantizar la integración real de los mercados de valores de los Estados miembros, para reforzar la eficiencia del proceso global de formación de precios de los instrumentos de renta variable y para contribuir a la observancia efectiva de las **obligaciones de «ejecución óptima»**. Para ello es preciso disponer de un **régimen global de transparencia** aplicable a todas las operaciones sobre acciones, independientemente de que las realice una empresa de inversión de modo bilateral o se ejecuten a través de mercados regulados o SMN. La obligación impuesta a las empresas de inversión en el marco de la presente Directiva de indicar los precios de compra/venta y de ejecutar una orden al precio indicado no exime a una empresa de inversión de la obligación de encaminar una orden a otro lugar de ejecución cuando esta internalización sea susceptible de impedir que la empresa cumpla las obligaciones de «ejecución óptima».

- (61) Con vistas a la **protección de los clientes** y sin perjuicio del derecho de los consumidores a recurrir a los tribunales, conviene que los Estados miembros alienten a los organismos públicos y privados creados para la resolución extrajudicial de litigios a que cooperen entre sí en la resolución de los litigios transfronterizos, teniendo en cuenta la Recomendación 98/257/CE²⁴. Debe alentarse a los Estados miembros a que, cuando apliquen las disposiciones sobre reclamaciones y procedimientos de recurso en los procedimientos extrajudiciales, se sirvan de los actuales mecanismos transfronterizos de cooperación, en particular de la red de denuncias en el ámbito de los servicios financieros (FIN-Net).
- (71) El objetivo de **crear un mercado financiero integrado en el que los inversores estén realmente protegidos y se garantice la eficiencia y la integridad del mercado en general** exige el establecimiento de normas comunes aplicables a las empresas de inversión, independientemente del país de la Comunidad en que estén autorizadas, que rijan el funcionamiento de los mercados regulados y otros sistemas de negociación para impedir que la opacidad o distorsión de un solo mercado pueda afectar al funcionamiento del sistema financiero europeo en general. Dado que este objetivo puede lograrse mejor a nivel comunitario, la Comunidad puede adoptar medidas, de acuerdo con el principio de subsidiariedad consagrado en el artículo 5 del Tratado. De conformidad con el principio de proporcionalidad enunciado en dicho artículo,

²⁴DO n° L 115, 17. 4. 1998, p. 31. Recomendación de la Comisión, de 30 de marzo, relativa a los principios aplicables a los órganos responsables de la solución extrajudicial de los litigios en materia de consumo.

la presente Directiva no excede de lo necesario para alcanzar dicho objetivo.

Éstas se amplían en la Directiva 2006/73/CE, con las siguientes consideraciones:

- (1) ***La Directiva 2004/39/CE establece el marco para un régimen regulador de los mercados financieros en la Comunidad, que rige, en particular, las condiciones de funcionamiento relativas a la prestación de servicios de inversión y servicios auxiliares y a la realización de actividades de inversión por parte de las empresas de inversión; los requisitos de organización aplicables a las empresas de inversión que realizan esos servicios y actividades, y a los mercados regulados; los requisitos de información sobre las operaciones con instrumentos financieros, y los requisitos de transparencia de las operaciones con acciones admitidas a negociación en un mercado regulado.***

- (3) ***Resulta necesario especificar requisitos y procedimientos de organización concretos para las empresas de inversión que realizan esos servicios o actividades. En particular, deben establecerse procedimientos rigurosos en relación con aspectos tales como la verificación del cumplimiento, la gestión del riesgo, el tratamiento de las reclamaciones, las operaciones personales, la externalización y la detección, gestión y revelación de los conflictos de intereses.***

- (5) *Las disposiciones de aplicación del régimen que regula las condiciones de funcionamiento aplicables a la prestación de servicios de inversión y servicios auxiliares, y la realización de actividades de inversión, deben reflejar el objetivo que subyace a ese régimen. Por consiguiente, han de concebirse de modo que garanticen un elevado nivel de protección de los inversores, aplicado de forma uniforme a través de normas y requisitos claros que rijan la relación entre una empresa de inversión y su cliente. Por otra parte, en lo relativo a la protección de los inversores, y en especial a la provisión de información a los inversores o la obtención de información procedente de estos, debe tenerse en cuenta si el cliente o posible cliente es un cliente minorista o profesional.*

- (26) ***En el cumplimiento de su obligación de elaborar una política de conflictos de intereses conforme a lo dispuesto en la Directiva 2004/39/CE, que identifique las circunstancias que constituyan o puedan dar lugar a un conflicto de intereses, la empresa de inversión debe prestar una atención especial a las actividades de elaboración de informes y asesoramiento en materia de inversión, las operaciones por cuenta propia, la gestión de cartera y la prestación de servicios financieros a empresas, incluida la***

suscripción de valores o la venta en una oferta de valores y el asesoramiento sobre fusiones y adquisiciones. En particular, esta atención especial resulta apropiada cuando la empresa o una persona directa o indirectamente vinculada a la empresa por una relación de control lleve a cabo una combinación de dos o más de esas actividades.

- (41) *La presente Directiva establece que **las empresas de inversión que presten servicios de inversión**, exceptuado el asesoramiento en materia de inversión, **a nuevos clientes minoristas deben celebrar con el cliente un acuerdo básico y por escrito en el que se especifiquen los derechos y obligaciones esenciales de la empresa y del cliente**. Sin embargo, no impone ninguna otra obligación en lo relativo a la forma, el contenido y la ejecución de los contratos de prestación de servicios de inversión o servicios auxiliares.*
- (42) *La presente Directiva **establece exigencias para las comunicaciones publicitarias** solo en lo relacionado con la obligación que figura en el artículo 19, apartado 2, de la Directiva 2004/39/CE de que **la información dirigida a clientes, incluidas las comunicaciones publicitarias, sea imparcial, clara y no engañosa**.*
- (44) *Deben establecerse **requisitos de información apropiados y proporcionados que tengan en cuenta si el cliente es minorista o profesional**. Uno de los objetivos de la Directiva 2004/39/CE es asegurar un equilibrio proporcionado entre la protección de los inversores y las obligaciones de revelación aplicables a las empresas de inversión. Con este fin, es preciso que se incluyan en esta Directiva requisitos de información específicos menos rigurosos en lo relativo a los clientes profesionales que a los clientes minoristas. **Los clientes profesionales estarán, con limitadas excepciones, en condiciones de identificar por sí mismos la información que necesiten para adoptar una decisión con conocimiento de causa, y de pedir a la empresa de inversión que facilite esa información**. Siempre que esos requisitos de información sean razonables y proporcionados, las empresas de inversión deben facilitar información adicional.*
- (45) *Las empresas de inversión deben proporcionar a sus clientes o posibles clientes **información adecuada sobre la naturaleza de los instrumentos financieros y de los riesgos asociados con la inversión en los mismos, de modo que los clientes puedan adoptar cada decisión de inversión sobre la base de una información adecuada**. El nivel de detalle de dicha información puede variar en función de la condición del cliente, esto es, según se trate de un cliente*

minorista o un cliente profesional, así como de la naturaleza y el perfil de riesgo de los instrumentos financieros que se estén ofreciendo, pero esa información no debe ser nunca tan general que se omitan elementos esenciales. Es posible que para algunos instrumentos financieros solo la información que haga referencia al tipo de instrumento sea suficiente, mientras que para otros la información deba ser específica al producto.

- (46) *Las condiciones que debe cumplir la información facilitada por las empresas de inversión a sus clientes y posibles clientes a fin de que sea imparcial, clara y no engañosa deben aplicarse a las comunicaciones destinadas a los clientes minoristas de forma apropiada y proporcionada, teniendo en cuenta, por ejemplo, los medios de comunicación y la información que la comunicación pretende transmitir a los clientes o posibles clientes. En especial, no sería adecuado aplicar estas condiciones a las comunicaciones publicitarias que consten solo de uno o varios de los siguientes elementos: el nombre de la empresa, un logotipo u otra imagen asociada con la empresa, un punto de contacto, una referencia a los tipos de servicios de inversión prestados por la empresa, o a sus honorarios o comisiones.*
- (47) *A efectos de la Directiva 2004/39/CE y de la presente Directiva, debe considerarse que la información es engañosa si puede inducir a error a la persona o personas a las que va dirigida o que puedan previsiblemente recibirla, independientemente de si la persona que facilita la información la considera, o pretende que sea, engañosa.*
- (51) *Cuando una empresa de inversión que preste servicios de gestión de cartera deba proporcionar a los clientes minoristas reales o potenciales información sobre los tipos de instrumentos financieros que pueden figurar en las carteras de los clientes y los tipos de operaciones que pueden llevarse a cabo con dichos instrumentos, esta información debe especificar por separado si la empresa de inversión ha de recibir un mandato para invertir en instrumentos financieros no admitidos a negociación en un mercado regulado, en derivados, o en instrumentos que no sean líquidos o que sean muy volátiles; o realizar ventas en corto, compras con fondos prestados, operaciones de financiación de valores o cualquier operación que implique el pago de margen, el depósito de garantías reales o el riesgo de tipo de cambio.*
- (53) *La información que una empresa de inversión está obligada a proporcionar a un cliente minorista en lo relativo a costes y gastos asociados incluye la información sobre los acuerdos de pago o ejecución del contrato de*

prestación de servicios de inversión y de cualquier otro contrato relacionado con un instrumento financiero que se ofrezca. Con este fin, los acuerdos de pago serán generalmente pertinentes cuando un contrato de instrumentos financieros se dé por concluido con una liquidación en efectivo. Los acuerdos de ejecución serán generalmente pertinentes cuando, a su conclusión, un instrumento financiero requiera la entrega de acciones, bonos u obligaciones, warrant, lingotes u otro instrumento o mercancía.

- (58) *De conformidad con el artículo 19, apartado 4, de la Directiva 2004/39/CE, una empresa debe **evaluar la idoneidad** de los servicios de inversión e instrumentos financieros para un cliente solo cuando preste servicios de asesoramiento en materia de inversión o de gestión de cartera a ese cliente. En el caso de otros servicios de inversión, el artículo 19, apartado 5, de esa Directiva exige que la empresa **evalúe la conveniencia** de un servicio o de un producto de inversión para un cliente, pero solo si el producto ofrecido no se limita a la **ejecución de una orden**, de conformidad con el artículo 19, apartado 6, de esa Directiva (aplicable a los productos no complejos).*
- (60) *Toda recomendación, petición o consejo de un gestor de cartera a un cliente con el propósito de que el cliente dé a ese gestor un mandato que defina su margen discrecional o que modifique tal mandato **debe considerarse una recomendación** en el sentido del artículo 19, apartado 4, de la Directiva 2004/39/CE.*
- (67) *A fin de garantizar que una empresa de inversión obtenga el **mejor resultado posible para el cliente al ejecutar la orden de un cliente minorista** en ausencia de instrucciones específicas de este, **la empresa debe tomar en consideración todos los factores que le permitan ofrecer el mejor resultado posible en relación con la contraprestación total**, constituida por el precio del instrumento financiero y los costes de ejecución. Factores tales como la rapidez, la probabilidad de la ejecución y la liquidación, el volumen y la naturaleza de la orden, el impacto en el mercado y otros costes de transacción implícitos pueden tener prioridad sobre la contraprestación inmediata en términos de precios y costes solo en la medida en que sean esenciales para conseguir el mejor resultado posible en términos de contraprestación total para el cliente minorista.*

4.3. Disposiciones para garantizar la protección del inversor

Antes de ver las medidas impuestas a las empresas de servicios de inversión para garantizar la protección del inversor en sus relaciones con estas entidades, tenemos que indicar que las empresa de servicios de inversión están obligadas a adherirse a un sistema de indemnización de los inversores²⁵, para asegurar una cobertura de las inversiones en caso de imposibilidad de devolución de los capitales o instrumentos por las empresas de servicios de inversión (ver Capítulo 3 para más información acerca de los sistemas de indemnización de los inversores).

La protección del inversor viene desarrollada en la Sección segunda de la Directiva 2004/39/CE, donde se establecen las disposiciones que garantizan la protección del inversor, y consta de seis Artículos:

- * **Artículo 19:** Normas de conducta para la prestación de servicios de inversión a clientes.
- * **Artículo 20:** Prestación de servicios por medio de otra empresa de inversión.
- * **Artículo 21:** Obligación de ejecutar órdenes en las condiciones más ventajosas para el cliente.
- * **Artículo 22:** Normas de gestión de órdenes de clientes.
- * **Artículo 23:** Obligaciones de las empresas de inversión que designan agentes vinculados.
- * **Artículo 24:** Operaciones ejecutadas con contrapartes elegibles.

El Artículo 19 es el más importante para nuestro estudio dado que en él se marcan las bases de la categorización de clientes, del tratamiento de la información, de las normas de conducta y ejecución de órdenes y del establecimiento de los test de idoneidad y conveniencia. Como más adelante veremos, este Artículo ha sido ampliado y matizado en profundidad por la Directiva 2006/73/CE.

El Artículo 20 se centra en la prestación de servicios por una tercera empresa de servicios de inversión; se establece que esta última puede basarse en la información del cliente y los datos proporcionados por la empresa de servicios de inversión inicial. Establece además el reparto de responsabilidades: mientras que la empresa de inversión que remita las

²⁵Artículo 11 de la Directiva 2004/39/CE.

instrucciones será responsable de la adecuación para el cliente de las recomendaciones o asesoramiento proporcionado, la empresa de inversión que reciba las instrucciones u órdenes de clientes a través de otra empresa de inversión seguirá siendo responsable de la realización del servicio o la operación, sobre la base de esta información o recomendaciones.

El Artículo 21 indica la obligatoriedad para la empresa de servicios de inversión de establecer una política de ejecución óptima de órdenes, la cual deberá ser entregada al cliente antes de realizar cualquier servicio. Esta política debe velar por obtener el mejor resultado posible para el cliente en términos de precio, costo y rapidez.

El Artículo 22 amplía el artículo anterior obligando a establecer protocolos para que la ejecución de órdenes se realice de forma eficiente, es decir, que se asegure la ejecución puntual, justa y rápida de las órdenes frente a otras órdenes de clientes e incluso frente a los intereses particulares de la empresa de inversión.

En el Artículo 23 se tratan las obligaciones que deben de cumplir los agentes vinculados, quedando toda la responsabilidad de las acciones del agente en manos de la empresa de inversión que designa al agente. Además debe de realizarse un registro público con todos los agentes vinculados.

Y, por último, en el Artículo 24 se establece la lista de las empresas que pueden categorizarse como contrapartes elegibles. Los conceptos de contraparte elegible y categorización son el tema principal de la siguiente sección; por ahora, sólo tenemos que conocer que por este Artículo, las entidades categorizadas como contrapartes elegibles y que mantengan esta categorización quedan desprovistas del derecho conferido por los Artículos 19 y 20 y parte del 21, es decir, mantienen el nivel mínimo de protección como clientes. Pero vamos a tratar más profundamente estos conceptos, como hemos indicado, en la siguiente sección.

4.4. Clasificación de Inversores

El primer paso en la relación entre una empresa de servicios de inversión y un inversor pasa por que la empresa de servicios de inversión tiene que categorizar al inversor para establecer el nivel de protección y la cantidad de información que debe satisfacer ésta al inversor. Las **categorizaciones** posibles, ordenadas de menor a mayor protección, son: **contraparte elegible**, **cliente profesional** o **cliente minorista**. Esta clasificación se realizará por la empresa de servicios de inversión de acuerdo a los criterios que veremos más adelante y obligatoriamente se informará a los inversores actuales y nuevos sobre su categorización al

amparo de esta normativa²⁶.

Destacar que, aunque se establezcan criterios de clasificación, se puede, a petición de la empresa de servicios de inversión o del propio inversor, modificar a una categoría de mayor protección²⁷, es decir, pasar de contraparte elegible a profesional o minorista, o pasar de profesional a minorista. También es posible, a petición del inversor, pasar de minorista a profesional, pero el trámite es más complicado como comentaremos al final de la sección ya que, al realizarlo, se renuncia a la mayoría de los derechos de protección.

Por esta razón todas las personas físicas o jurídicas pueden categorizarse como clientes minoristas dotándoles de la mayor protección, pero la normativa, para agilizar las operaciones entre inversores cualificados, también establece criterios para poder categorizar a los inversores como contrapartes elegibles o clientes profesionales a los inversores cualificados.

Los inversores que podrán ser reconocidos como **contrapartes elegibles** son²⁸:

- (1) Entidades que deben ser autorizadas o reguladas para operar en los mercados financieros. Debe entenderse que la siguiente lista incluye todas las entidades autorizadas que desarrollan las actividades características de las entidades mencionadas: entidades autorizadas por un Estado miembro conforme a una directiva, entidades autorizadas o reguladas por un Estado miembro sin referencia a una directiva, y entidades autorizadas o reguladas por un Estado no miembro:
 - a) Entidades de crédito.
 - b) Empresas de inversión.
 - c) Otras entidades financieras autorizadas o reguladas.
 - d) Compañías de seguros.
 - e) Organismos de inversión colectiva y sus sociedades de gestión.
 - f) Fondos de pensiones y sus sociedades de gestión.
 - g) Operadores en materias primas y en derivados de materias primas.
 - h) Operadores que contratan en nombre propio.
 - i) Otros inversores institucionales.
- (2) Grandes empresas que, a escala individual, cumplan dos de los siguientes requisitos de tamaño de la empresa:

²⁶Artículo 28 de la Directiva 2006/73/CE que amplía el apartado 3 del Artículo 19 de la Directiva 2004/39/CE.

²⁷Artículo 28 de la Directiva 2006/73/CE.

²⁸Artículo 50 de la Directiva 2006/73/CE que modifica el Artículo 24 de la Directiva 2004/39/CE.

- * total de balance \geq 20.000.000 de euros.
- * volumen de negocios neto \geq 40.000.000 de euros.
- * fondos propios \geq 2.000.000 de euros.

- (3) Gobiernos nacionales y regionales, organismos públicos que gestionan la deuda pública, bancos centrales, organismos internacionales y supranacionales como el Banco Mundial, el FMI, el BCE, el BEI y otras organizaciones internacionales similares.
- (4) Otros inversores institucionales cuya actividad como empresa es invertir en instrumentos financieros, incluidas las entidades dedicadas a la titularización de activos u otras transacciones de financiación.

Las entidades que sean categorizadas como contrapartes elegibles asumen no tener derecho a ningún grado de protección por esta normativa.

Se podrán reconocer como **clientes profesionales** todos los incluidos en la relación anterior. Aparte de estos, otros clientes entre los que se incluyen los organismos del sector público y los inversores minoristas, pueden también estar autorizados a renunciar a parte de la protección que les ofrecen las normas de conducta de las empresas de inversión solicitando que sean categorizados como clientes profesionales.

Las empresas de inversión deben, pues, estar autorizadas a tratar como profesionales a cualquiera de dichos clientes, siempre que se respeten los criterios pertinentes y el procedimiento mencionado a continuación. Sin embargo, no debe considerarse que estos clientes poseen unos conocimientos y una experiencia del mercado comparables a los de la categoría de Contraparte Elegibles.

Esta renuncia a la protección que conceden las normas de conducta solamente se considerará válida si la empresa de inversión efectúa una evaluación adecuada de la competencia, la experiencia y los conocimientos del cliente que le ofrezca garantías razonables, a la vista de la naturaleza de las operaciones o de los servicios previstos, de que el cliente es capaz de tomar sus propias decisiones en materia de inversión y de comprender los riesgos en que incurre.

El criterio de idoneidad, que comentaremos en la Sección 4.6, aplicado a los directivos y gestores de las entidades autorizadas conforme a las directivas del ámbito financiero, podría considerarse un ejemplo de la evaluación de la experiencia y los conocimientos. En el caso de las pequeñas entidades, la evaluación debe efectuarse sobre la persona autorizada a realizar operaciones en nombre de éstas.

Además, en el marco de la evaluación antes citada, debe comprobarse que se cumplen, como mínimo, dos de los siguientes criterios:

- * Que el cliente haya realizado, en el mercado de valores de que se trate, operaciones de volumen significativo con una frecuencia media de 10 por trimestre durante los cuatro trimestres anteriores.
- * Que el valor de la cartera de instrumentos financieros del cliente, formada por depósitos de efectivo e instrumentos financieros, sea superior a 500.000 euros.
- * Que el cliente ocupe o haya ocupado por lo menos durante un año un cargo profesional en el sector financiero que requiera conocimientos sobre las operaciones o los servicios previstos.

Para proceder con la categorización como cliente profesional, éste deberá seguir el siguiente procedimiento:

- i) Deberá declarar por escrito a la empresa de inversión que desea ser tratado como cliente profesional, ya sea en todo momento o con respecto a un servicio de inversión o a una operación determinada, o a un tipo de operación o producto.
- ii) La empresa de inversión deberá advertirle claramente por escrito acerca de las protecciones y de los derechos de indemnización de los que puede quedar privado.
- iii) Debe declarar por escrito, en un documento separado del contrato, que es consciente de las consecuencias de su renuncia a estas protecciones.

Antes de decidir si aceptan la solicitud de renuncia, las empresas de inversión estarán obligadas a adoptar todas las medidas razonables para asegurarse de que el cliente que pide ser tratado como cliente profesional cumple los requisitos expuestos anteriormente.

Se asumirá que el cliente profesional tiene la experiencia profesional y conocimientos necesarios para comprender los riesgos que implica la operación y que el cliente puede soportar financieramente cualquier riesgo de inversión relacionado con los objetivos de inversión de dicho cliente²⁹.

Dada la importancia de la categorización y sus repercusiones, las empresas de inversión deben aplicar políticas y procedimientos internos adecuados, que deberán establecerse por escrito, para categorizar a los clientes, acordes con lo expuesto en los párrafos anteriores.

²⁹Apartado 2 del Artículo 35 de la Directiva 2006/73/CE.

Como conclusión general de esta sección, tenemos que indicar que estas Directivas obligan a categorizar como **clientes minoristas** a prácticamente todos los particulares y pequeños inversores, dotándoles del derecho de mayor protección, ya que las condiciones para clasificar a un inversor como profesional y contraparte elegible, son muy restrictivas.

Como veremos en las secciones siguientes, esto obliga a las entidades de servicios de inversión a actuar de forma óptima velando por los intereses de los clientes, manteniéndoles completamente informados en todo momento y estudiando la adecuación de los productos y servicios de inversión a los conocimientos y experiencia del inversor.

A partir de ahora, nos vamos a centrar en mostrar cómo queda regulada la relación de las entidades de servicios de inversión con los cliente minoristas.

4.5. Ejecución de Órdenes. Test de Conveniencia

Como hemos comentado, en varias ocasiones, partimos de la situación de un cliente minorista interesado en algún servicio o producto de inversión.

Antes de realizar cualquier operación con la entidad de servicios de inversión, ésta tendrá que entregar al cliente la siguiente documentación:

- 1) Información sobre la categoría MiFID asignada al cliente, así como las implicaciones de esta clasificación, el derecho que les asiste de exigir una clasificación distinta y toda la limitación que de ello podría derivarse en cuanto a la protección del cliente. Con las característica de fondo y forma establecidas en los apartados 1 y 2 del Artículo 28 de la Directiva 2006/73/CE.
- 2) Información sobre la **política de gestión de conflicto de intereses** de la Entidad. Con las característica de fondo y forma establecidas en el Artículo 22 de la Directiva 2006/73/CE.
- 3) Información sobre la **política de ejecución y gestión de órdenes**. Con las característica de fondo y forma establecidas en el apartado 2 del Artículo 46 de la Directiva 2006/73/CE.

Una vez que se vaya a realizar una operación con la entidad de servicios de inversión, ésta tendrá que entregar al cliente la siguiente documentación con la suficiente antelación³⁰:

³⁰Artículo 19 de la Directiva 2004/39/CE.

- 4) Información sobre la empresa de inversión y sus servicios. Con las características de fondo y forma establecidas en el Artículo 30 de la Directiva 2006/73/CE.
- 5) Descripción de los productos y riesgos inherentes a los mismos. Con las características de fondo y forma establecidas en los Artículos 31 y 32 de la Directiva 2006/73/CE.
- 6) Información sobre gastos, comisiones e incentivos relacionados con los servicios de inversión. Con las características de fondo y forma establecidas en el Artículo 33 de la Directiva 2006/73/CE.

A partir de ahora utilizaremos el término cliente para referirnos tanto a un cliente, propiamente dicho, como a un posible cliente de una empresa de servicios de inversión o entidad financiera.

Para empezar, se podrá realizar la orden del cliente en una modalidad específica llamada de sólo **Ejecución**, cuando se cumplan las siguientes condiciones³¹:

- 1) Que dichos servicios 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, obligaciones u otras formas de deuda titulizada (excluidas las obligaciones o los valores de deuda titulizada que incluyan derivados), OICVM y otros instrumentos financieros **no complejos**³².
- 2) Que el servicio se preste a iniciativa del cliente.
- 3) Que se haya informado claramente al cliente de que en 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; esta advertencia podrá facilitarse en un formato normalizado.
- 4) Y que la empresa de inversión cumpla las obligaciones establecidas acerca de la política de gestión de conflicto de intereses³³.

En este caso, el cliente firmará una advertencia donde se indicará que la operación se realiza en la modalidad de sólo ejecución y no se ha valorado la experiencia del cliente ni la conveniencia de dicho producto.

³¹Apartado 6 del Artículo 19 de la Directiva 2004/39/CE.

³²En la Sección 4.8 se establece el listado de los productos no complejos.

³³Impuesta por el Artículo 18 de la Directiva 2004/39/CE.

Además, si la operación está relacionada con productos **complejos** (en la Sección 4.8 se establece la lista de productos complejos) no podrá ejecutarse en esta modalidad.

En el caso en el que no se cumpla alguna de las condiciones anteriores. Antes de ejecutar una orden, la empresa de servicios de inversión estará obligada a evaluar la **conveniencia** del producto o servicio demandado; para ello, se les obliga a solicitar al cliente que facilite información sobre sus conocimientos y experiencia en el ámbito de inversión correspondiente al tipo concreto de producto o servicio ofrecido o solicitado³⁴, de modo que la empresa de inversión pueda evaluar si el servicio o producto de inversión previsto es adecuado para el cliente. Además, se exige a las empresas de inversión que, al evaluar si un servicio de inversión resulta apropiado para un cliente, determinen si dicho cliente tiene la experiencia y los conocimientos necesarios para comprender los riesgos que implica en relación con el producto o servicio de inversión ofertado o demandado³⁵.

Todo esto se realiza mediante un formulario llamado **Test de Conveniencia** que debe desarrollarse por la empresa de servicios de inversión teniendo en cuenta que la información relativa a los conocimientos y experiencia del cliente en el ámbito de la inversión incluya, en la medida necesaria a la naturaleza del cliente, la naturaleza y el nivel del servicio que deba prestarse y el tipo de producto u operación previstos, incluida su complejidad y los riesgos inherentes, lo siguiente³⁶:

- a) Los tipos de servicios, operaciones e instrumentos financieros con que está familiarizado el cliente.
- b) La naturaleza, el volumen y la frecuencia de las operaciones del cliente sobre instrumentos financieros y el período durante el cual se han llevado a cabo.
- c) El nivel de educación y la profesión actual o anterior pertinente del cliente.

Hay que destacar que la empresa de inversión tendrá derecho a confiar en la información proporcionada por sus clientes a menos que sepa o deba saber que la información está manifiestamente desfasada, es inexacta o incompleta.

Pero, en ningún momento, la empresa de inversión incitará a un cliente a no facilitar la información requerida.

Sin embargo, en caso de que el cliente decida no facilitar la información solicitada para realizar el test de conveniencia, o no facilite información suficiente en relación con sus

³⁴Apartado 5 del Artículo 19 de la Directiva 2004/39/CE.

³⁵Artículo 36 de la Directiva 2006/73/CE.

³⁶Artículo 37 de la Directiva 2006/73/CE.

conocimientos y experiencia, la empresa de inversión advertirá al cliente de que dicha decisión impide a la empresa determinar si el servicio o producto previsto es adecuado para él. Esta advertencia deberá facilitarse en un formato normalizado³⁷ y su aceptación permitirá realizar ejecutar la orden.

Una vez facilitada toda la documentación, si el Test de Conveniencia indica que el producto no es adecuado para el cliente, la empresa de servicios de inversión está obligada a realizar una advertencia de no adecuación del producto, al igual que antes, la aceptación por parte del cliente de la advertencia permitirá ejecutar la orden.

Una vez se haya ejecutado la orden (con o sin test de conveniencia), la empresa de inversión deberá enviar al cliente un aviso en un soporte duradero confirmando la ejecución de la orden tan pronto como sea posible y a más tardar el primer día hábil tras la ejecución o, si la empresa de inversión recibe la confirmación de un tercero, a más tardar el primer día hábil tras la recepción de la confirmación del tercero³⁸.

Además, el aviso mencionado incluirá toda la siguiente información que sea aplicable y, cuando proceda³⁹:

- a) Identificación de la empresa que informa.
- b) El nombre u otra designación del cliente.
- c) Fecha de ejecución.
- d) Hora de ejecución.
- e) Tipo de orden.
- f) Identificación del centro.
- g) Identificación del instrumento.
- h) Identificador de compra/venta.
- i) La naturaleza de la orden, si no es de compra/venta.

³⁷Apartado 5 del Artículo 19 de la Directiva 2004/39/CE.

³⁸Artículo 40 de la Directiva 2006/73/CE.

³⁹De conformidad con el cuadro 1 del anexo I del Reglamento (CE) n° 1287/2006 publicado en DO n° L 241, de 2. 9. 2006, p. 1. Reglamento Europeo de la Comisión, de 10 de agosto, por el que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las obligaciones de las empresas de inversión de llevar un registro, la información sobre las operaciones, la transparencia del mercado, la admisión a negociación de instrumentos financieros, y términos definidos a efectos de dicha Directiva.

- j) Cantidad. Hay que indicar que, cuando la orden se ejecute por tramos, la empresa de inversión puede facilitar al cliente información sobre el precio de cada tramo o sobre el precio medio. Cuando se proporcione el precio medio, la empresa de inversión facilitará, al cliente minorista que lo solicite, información sobre el precio de cada tramo.
- k) Precio unitario.
- l) Contraprestación total.
- m) Suma total de las comisiones y gastos repercutidos y, cuando el cliente minorista lo solicite, un desglose detallado.
- n) Las responsabilidades del cliente en relación con la liquidación de la operación, incluido el plazo de pago o entrega, así como los datos oportunos de la cuenta cuando estos datos y responsabilidades no se hayan notificado previamente al cliente.
- ñ) Si la contraparte del cliente es la propia empresa de inversión o cualquier persona del grupo de la empresa de inversión u otro cliente de la empresa de inversión, indicación de esta circunstancia, a menos que la orden se haya ejecutado a través de un sistema de negociación que facilite la negociación anónima.

Otro de los puntos importantes y novedosos de la Directiva MiFID es la obligación de ejecutar la orden en las condiciones más ventajosas para el cliente⁴⁰, esto es, se establece que las empresas de inversión deben adoptar todas las medidas razonables para obtener el mejor resultado posible para sus clientes teniendo en cuenta el precio, los costes, la rapidez, la probabilidad de la ejecución y la liquidación, el volumen, la naturaleza o cualquier otra consideración pertinente para la ejecución de la orden. No obstante, en caso de que haya una instrucción específica del cliente, la empresa de inversión ejecutará la orden siguiendo la instrucción específica.

Además, a la hora de ejecutar la orden, las empresas de inversión tienen que tener en cuenta los siguientes criterios para determinar la importancia relativa de los factores enumerados en el párrafo anterior⁴¹:

- a) las características del cliente, incluida su categorización como minorista.
- b) las características de la orden del cliente.
- c) las características de los instrumentos financieros objeto de dicha orden.
- d) las características de los centros de ejecución a los que puede dirigirse esa orden.

⁴⁰Artículo 21 de la Directiva 2004/39/CE.

⁴¹Artículo 44 de la Directiva 2006/73/CE.

Cuando una empresa de inversión ejecute una orden por cuenta de un cliente minorista, **el resultado óptimo** se determinará en términos de contraprestación total, compuesto por el precio del instrumento financiero y los costes relacionados con la ejecución, que incluirán todos los gastos contraídos por el cliente que estén directamente relacionados con la ejecución de la orden, incluidas las tasas del centro de ejecución, las tasas de compensación y liquidación y otras tasas pagadas a terceros implicados en la ejecución de la orden.

A fin de determinar si la ejecución es óptima, siempre que exista más de un centro en competencia para ejecutar una orden en relación con un determinado instrumento financiero, se realizará un estudio al objeto de evaluar y comparar los resultados que el cliente puede obtener según la orden se ejecute en uno u otro de los centros considerados en la política de ejecución de órdenes de la empresa como aptos para la ejecución de esa orden; en esa evaluación se tomarán en consideración las comisiones y los costes de la propia empresa que se deriven de la ejecución de la orden en los diferentes centros aptos para ello.

Además, se exigirá a las empresas de inversión que no estructuren ni carguen sus comisiones de manera que discriminen injustamente entre centros de ejecución.

Para cumplir con todo lo comentado en esta sección acerca de la ejecución de órdenes y el estudio de su conveniencia, se obliga a las empresas de inversión que desarrollen una política de ejecución de órdenes encaminada al fin descrito en los párrafos anteriores⁴² y, como hemos comentado en esta sección, debe entregarse al cliente antes de realizar cualquier operación.

4.6. Asesoramiento. Test de Idoneidad

Hasta ahora, era habitual encontrarnos, en las empresas de servicios de inversión y en las entidades financieras principalmente, a muchos empleados asesorando y aconsejando a los cliente acerca de la contratación de productos financieros. ¿Cuántas veces se ha aconsejado a un cliente invertir en bolsa o fondos de inversión sin aportarle suficiente información?, ¿cuántas veces sin indicarle los riesgos que conlleva?, ¿cuántas veces nos han ofrecido un producto complicado simplemente porque tenían que “colocarlo”?... Esta normativa pretende erradicar estas prácticas en los mercados financieros europeos.

Para empezar, de forma drástica, se prohíbe todo consejo o asesoramiento por parte del **personal no cualificado**⁴³. Para esto, se establece que las empresas de inversión están obligadas a emplear personal con las cualificaciones, los conocimientos y la experiencia necesarios para desempeñar las funciones que se les asignen. Pero, ¿cómo puede saberse si el personal está cualificado?; una de las medidas que están tomando las empresas de servicios

⁴²Apartado 2 del Artículo 21 de la Directiva 2004/39/CE.

⁴³Punto d) del apartado 1 del Artículo 5 de la Directiva 2006/73/CE.

de inversión es aportar de forma interna o a través de consultoras de formación externas la suficiente formación para superar los exámenes de certificación que realizan ciertas entidades reputadas, como pueden ser algunas Escuelas de Negocios o la propia EFPA⁴⁴. Estas entidades, además, obligan a la recertificación cada dos años para mantener actualizados los conocimientos de los empleados acerca de las nuevas disposiciones elaboradas por la Comisión Europea.

Para poder obtener un servicio de asesoramiento o de gestión de carteras, las empresas de servicios de inversión están obligada a evaluar la **idoneidad** de los productos o servicios demandados. Para esto se realiza un **Test de Idoneidad** que, para empezar, debe de cumplir todas las condiciones establecidas para el Test de Conveniencia, indicadas en la Sección 4.5.

A diferencia del Test de Conveniencia, se autoriza, a las entidades de servicios de inversión, a obtener de los clientes la información necesaria para que la empresa comprenda los hechos esenciales sobre el cliente y disponga de una base razonable para creer, teniendo debidamente en cuenta la naturaleza y el grado del servicio prestado, que la operación específica que debe recomendarse o que debe realizarse al prestar un **servicio de gestión de cartera**, cumpla los siguientes criterios⁴⁵:

- i) Responda a los objetivos de inversión del cliente en cuestión.
- ii) Sea de tal naturaleza que el cliente pueda, desde el punto de vista financiero, asumir cualquier riesgo de inversión relacionado coherente con sus objetivos de inversión.
- iii) Sea de tal naturaleza que el cliente cuente con la experiencia y los conocimientos necesarios para comprender los riesgos que implica la operación o la gestión de su cartera.

Destacar que la información relativa a la situación financiera del cliente o posible cliente incluirá, cuando proceda, información sobre la fuente y el nivel de sus ingresos periódicos, sus activos, incluidos activos líquidos, inversiones y bienes inmuebles, así como sus compromisos financieros periódicos.

Y, la información relativa a los objetivos de inversión del cliente o posible cliente incluirá, cuando proceda, información sobre el horizonte temporal deseado para la inversión, sus preferencias en relación con la asunción de riesgos, su perfil de riesgo y las finalidades de la inversión.

Con el Test de Idoneidad se pretende hacer un perfil del cliente para poder concluir qué instrumentos financieros son adecuados y crear una política de inversión personalizada;

⁴⁴ver www.efpa.es, Asociación Europea de Planificadores Financieros.

⁴⁵Artículo 35 de la Directiva 2006/73/CE.

ésta quedará plasmada en un contrato de asesoramiento entre el cliente y la empresa de servicios de inversión. En el Anexo A se muestra un ejemplo de Test de Idoneidad.

Cuando, al prestar el servicio de inversión de asesoramiento en materia de inversión o gestión de cartera, una empresa de inversión no consiga la información requerida de conformidad con lo anteriormente expuesto, la empresa no recomendará servicios de inversión o instrumentos financieros al cliente o posible cliente⁴⁶.

Aparte de la obligación de información que hemos comentado en la Sección 4.5 para cada ejecución de ordenes, se establecen más obligaciones de información en la gestión de carteras⁴⁷; las empresas de inversión que presten el servicio de gestión de cartera a los clientes deben facilitar a cada cliente de este tipo un estado periódico en un soporte duradero de las actividades de gestión de cartera llevadas a cabo por cuenta del cliente a menos que otra persona facilite dicho estado.

Además, se determina que, para clientes minoristas, el **estado periódico** incluirá la siguiente información⁴⁸:

- a) La denominación de la empresa de inversión.
- b) La denominación u otra designación de la cuenta del cliente minorista.
- c) Información sobre el contenido y valoración de la cartera, con datos de cada instrumento financiero en cartera, su valor de mercado, o el valor razonable si no se dispone del valor de mercado, el saldo de caja al principio y al final del período de información, y el rendimiento de la cartera durante el período de información.
- d) La cantidad total de honorarios y gastos devengados durante el período de información, detallando al menos el total de honorarios de gestión y gastos totales asociados con la ejecución, incluida, cuando proceda, una declaración que indique que se facilitará un desglose más detallado si se solicita.
- e) Una comparación del rendimiento durante el período cubierto por el estado con el indicador de referencia del rendimiento de la inversión (si existiera) acordado entre la empresa de inversión y el cliente.
- f) La cantidad total de dividendos, intereses y otros pagos recibidos durante el período de información en relación con la cartera del cliente.
- g) Información sobre otras operaciones de sociedades que otorguen derechos en relación con los instrumentos financieros de la cartera.

⁴⁶Apartado 5 del Artículo 35 de la Directiva 2006/73/CE.

⁴⁷Apartado 1 del Artículo 41 de la Directiva 2006/73/CE.

⁴⁸Apartado 2 del Artículo 41 de la Directiva 2006/73/CE.

- h) Y, para cada operación ejecutada durante el período, la información mencionada en la Sección 4.5 acerca de la información obligatoria en las ejecuciones de órdenes, letras c) a l), cuando proceda, a menos que el cliente elija recibir información sobre operaciones ejecutadas para cada operación individual, en cuyo caso será aplicable lo dicho en la Sección 4.5 acerca de la información obligatoria en las ejecuciones de órdenes.

Hay que tener en cuenta que el informe sobre el estado periódico se facilitará de forma semestral, excepto en los siguientes casos⁴⁹:

- 1) Cuando el cliente lo solicite, el estado periódico deberá facilitarse de forma trimestral.
- 2) Si el cliente elige recibir la información sobre las operaciones ejecutadas para cada operación individual, el estado periódico deberá facilitarse al menos de forma anual.
- 3) Cuando el acuerdo entre una empresa de inversión y un cliente minorista para un servicio de gestión de cartera autorice una cartera apalancada, el estado periódico deberá facilitarse, al menos, de forma mensual.

Se establece, además, el deber de actuar con arreglo al interés óptimo del cliente por parte de las empresas de inversión que realizan la gestión de las carteras y la recepción y transmisión de órdenes⁵⁰; las medidas establecidas para tal fin son similares a las que se establecen para la ejecución de órdenes de forma óptima, ya comentadas en la Sección 4.5.

Para terminar, es bueno matizar qué se entiende por asesoramiento en materia de inversión. Se define el **asesoramiento en materia de inversión** como 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 financieros⁵¹.

Esta definición se completa indicando que, se entenderá por recomendación personal una recomendación realizada a una persona en su calidad de inversor o posible inversor, o en su calidad de agente de un inversor o posible inversor⁵².

Esa recomendación deberá presentarse como conveniente para esa persona, deberá basarse en una consideración de sus circunstancias personales y deberá constituir una recomendación para realizar algunas de las siguientes acciones:

⁴⁹Apartado 3 del Artículo 41 de la Directiva 2006/73/CE.

⁵⁰Artículo 45 de la Directiva 2006/73/CE.

⁵¹Apartado 4 del Artículo 4 de la Directiva 2004/39/CE.

⁵²Artículo 52 de la Directiva 2006/73/CE.

- i) Comprar, vender, suscribir, canjear, reembolsar, mantener o asegurar un instrumento financiero específico.
- ii) Ejercitar o no ejercitar cualquier derecho conferido por un instrumento financiero determinado para comprar, vender, suscribir, canjear o reembolsar un instrumento financiero.

Hay que matizar que una recomendación no se considerará recomendación personalizada si se divulga exclusivamente a través de canales de distribución o al público.

4.7. Principios sobre la Información

El lector habrá podido apreciar que la Directiva MiFID obliga a las entidades de servicios de inversión a entregar una gran cantidad de información a los clientes minoristas, tanto antes como durante el servicio de inversión, indicando, con todo detalle, la información que debe contener cada comunicación al cliente.

Pero la Directiva MiFID va mucho más allá puesto que exige que toda la información, incluidas las comunicaciones publicitarias, dirigidas por la empresa de inversión a los clientes o posibles clientes serán **imparciales, claras y no engañosas**. Acerca de las comunicaciones publicitarias, éstas serán claramente identificables como tales⁵³.

Esto puede parecer muy ambiguo, pero la Directiva 2006/73/CE se encarga de especificar qué se entiende por comunicaciones imparciales, claras y no engañosas; las claves “generales”, que debe de cumplir toda comunicación para ser considerada imparcial, clara y no engañosa, son⁵⁴:

- * La información mencionada incluirá el nombre de la empresa de inversión.
- * Será exacta y, en especial, no destacará los beneficios potenciales de un servicio de inversión o de un instrumento financiero sin indicar también de manera imparcial y visible los riesgos pertinentes.
- * Será suficiente y se presentará de forma que resulte comprensible para cualquier integrante medio del grupo al que se dirige, o para los receptores probables de la información.
- * No encubrirá, minimizará u ocultará puntos, declaraciones o advertencias importantes.

⁵³Apartado 2 del Artículo 19 de la Directiva 2004/39/CE.

⁵⁴Artículo 27 de la Directiva 2006/73/CE.

Se establecen condiciones específicas para determinadas informaciones aportadas con el fin de evitar que el inversor no pueda realizar su elección de inversión con toda la información posible. Estas informaciones a matizar, son las siguientes⁵⁵:

- 1) Cuando la información compare servicios auxiliares o de inversión, instrumentos financieros o personas que presten servicios auxiliares o de inversión, se satisfarán las siguientes condiciones:
 - a) La comparación deberá ser pertinente y presentarse de una manera imparcial y equilibrada.
 - b) Deberán especificarse las fuentes de la información utilizada para la comparación.
 - c) Deberán incluirse los principales hechos e hipótesis utilizados para hacer la comparación.
- 2) Cuando la información indique resultados anteriores de un instrumento financiero, un índice financiero o un servicio de inversión, se satisfarán las siguientes condiciones:
 - a) Esa indicación no deberá ser el elemento más destacado de la comunicación.
 - b) La información deberá incluir datos apropiados sobre resultados en los cinco años inmediatamente anteriores, o sobre todo el período durante el cual se haya ofrecido el instrumento financiero, se haya elaborado el índice financiero o se haya prestado el servicio de inversión si es inferior a cinco años, o un período tan largo como la empresa decida y, en todos los casos, la información sobre resultados deberá basarse en períodos completos de doce meses.
 - c) Se indicará claramente el período de referencia y la fuente de información.
 - d) La información deberá advertir de forma bien visible que las cifras se refieren al pasado y que los resultados anteriores no son un indicador fiable de resultados futuros.
 - e) En los casos en que esta indicación se base en cifras expresadas en una divisa distinta de la utilizada en el Estado miembro de residencia del cliente o posible cliente minorista, la información mencionará claramente la divisa y contendrá una advertencia que prevenga de posibles incrementos o disminuciones del rendimiento en función de las fluctuaciones monetarias.
 - f) Si la indicación se basa en los resultados brutos, deberá revelarse el efecto de comisiones, honorarios u otras cargas.
- 3) Cuando la información incluya o haga referencia a resultados históricos simulados, debe referirse a un instrumento financiero o un índice financiero, y se satisfarán las siguientes condiciones:

⁵⁵Artículo 27 de la Directiva 2006/73/CE.

- a) Los resultados históricos simulados deberán basarse en los resultados históricos reales de uno o más instrumentos financieros o índices financieros que sean idénticos, o subyacentes, al instrumento financiero del que se trate.
 - b) En lo relativo a los resultados históricos reales mencionados en la letra a), deberán cumplirse las condiciones establecidas en el punto 2, letras a), b), c), e) y f).
 - c) La información deberá advertir de forma bien visible que las cifras hacen referencia a resultados históricos simulados y que los rendimientos pasados no constituyen un indicador fiable de resultados futuros.
- 4) Cuando la información contenga datos sobre resultados futuros, se satisfarán las siguientes condiciones:
- a) La información no deberá basarse en resultados históricos simulados ni hará referencia a los mismos.
 - b) Deberá basarse en supuestos razonables respaldados por datos objetivos.
 - c) Si la información se basa en los resultados brutos, deberá revelarse el efecto de comisiones, honorarios u otras cargas.
 - d) Deberá contener una advertencia bien visible de que estas previsiones no representan un indicador fidedigno de resultados futuros.
- 5) Si la información menciona un tratamiento fiscal particular, indicará de manera bien visible que el tratamiento fiscal depende de las circunstancias individuales de cada cliente y puede variar en el futuro.

Y, para terminar, se impone que la información no utilizará el nombre de ninguna autoridad competente de modo alguno que indique o pueda inducir a pensar que dicha autoridad aprueba o respalda los productos o servicios de la empresa de inversión.

4.8. Servicios y Productos MiFID

A efectos de la normativa establecida por la Directiva MiFID y aplicada por la Directiva 2006/73/CE, se aporta la lista de servicios e instrumentos financieros que quedan regulados por esta normativa, también conocidos como servicios y productos MiFID⁵⁶.

Se consideran **servicios y actividades de inversión** (Listado A):

- (1) Recepción y transmisión de órdenes de clientes en relación con uno o más instrumentos financieros.

⁵⁶Que actualiza la lista establecida por la Directiva 93/22/CEE.

- (2) Ejecución de órdenes por cuenta de clientes.
- (3) Negociación por cuenta propia.
- (4) Gestión de carteras.
- (5) Asesoramiento en materia de inversión.
- (6) Aseguramiento de instrumentos financieros o colocación de instrumentos financieros sobre la base de un compromiso firme.
- (7) Colocación de instrumentos financieros sin base en un compromiso firme.
- (8) Gestión de sistemas de negociación multilateral.

Se consideran **servicios auxiliares** (Listado B):

- (1) Administración y custodia de instrumentos financieros por cuenta de clientes, incluidos la custodia y servicios conexos como la gestión de tesorería y de garantías.
- (2) Concesión de créditos o préstamos a un inversor para permitirle la realización de una operación en uno o varios instrumentos financieros, cuando la empresa que concede el crédito o préstamo participa en la operación.
- (3) Asesoramiento a empresas en materia de estructura del capital, estrategia industrial y cuestiones afines, y asesoramiento y servicios en relación con las fusiones y la adquisición de empresas.
- (4) Servicios de cambio de divisas cuando éstos estén relacionados con la prestación de servicios de inversión.
- (5) Informes de inversiones y análisis financieros u otras formas de recomendación general relativa a las operaciones en instrumentos financieros.
- (6) Servicios relacionados con el aseguramiento.
- (7) Los servicios y actividades de inversión, así como los servicios auxiliares del tipo incluidos en los listados A o B relativos al subyacente de los derivados incluidos en el listado C, puntos 5, 6, 7 y 10, cuando éstos se hallen vinculados a la prestación de servicios de inversión o de servicios auxiliares.

Se consideran **instrumentos financieros** (Listado C):

- (1) Valores negociables.

- (2) Instrumentos del mercado monetario.
- (3) Participaciones de organismos de inversión colectiva.
- (4) Contratos de opciones, futuros, permutas («swaps»), acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de derivados relacionados con valores, divisas, tipos de interés o rendimientos, u otros instrumentos derivados, índices financieros o medidas financieras que puedan liquidarse en especie o en efectivo.
- (5) Contratos de opciones, futuros, permutas («swaps»), acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de derivados relacionados con materias primas que deban liquidarse en efectivo o que puedan liquidarse en efectivo a petición de una de las partes (por motivos distintos al incumplimiento o a otro suceso que lleve a la rescisión del contrato).
- (6) Contratos de opciones, futuros, permutas («swaps») y otros contratos de derivados relacionados con materias primas que puedan liquidarse en especie, siempre que se negocien en un mercado regulado o SMN.
- (7) Contratos de opciones, futuros, permutas («swaps»), acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de derivados relacionados con materias primas que puedan ser liquidados mediante entrega física no mencionados en el punto 6 del listado C y no destinados a fines comerciales, que presentan las características de otros instrumentos financieros derivados, teniendo en cuenta, entre otras cosas, si se liquidan a través de cámaras de compensación reconocidas o son objeto de ajustes regulares de los márgenes de garantía.
- (8) Instrumentos derivados para la transferencia del riesgo de crédito.
- (9) Contratos financieros por diferencias.
- (10) Contratos de opciones, futuros, permutas («swaps»), acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de derivados relacionados con variables climáticas, gastos de transporte, autorizaciones de emisión o tipos de inflación u otras estadísticas económicas oficiales, que deban liquidarse en efectivo o que puedan liquidarse en efectivo a elección de una de las partes (por motivos distintos al incumplimiento o a otro suceso que lleve a la rescisión del contrato), así como cualquier otro contrato derivado relacionado con activos, derechos, obligaciones, índices y medidas no mencionados en el presente listado C, que presentan las características de otros instrumentos financieros derivados, teniendo en cuenta, entre otras cosas, si se negocian en un mercado regulado o SMN, se liquidan a través de cámaras de compensación reconocidas o son objeto de ajustes regulares de los márgenes de garantía.

Para terminar la sección, vamos a establecer la distinción entre productos “complejos” y “no complejos”.

Un instrumento financiero se considera “**no complejo**” si cumple los siguiente criterios⁵⁷:

- a) No está incluido en los puntos 4 al 10 del listado C de instrumentos financieros.
- b) No se trata de valores que dan derecho a adquirir o a vender valores negociables o que dan lugar a una liquidación en efectivo, determinada por referencia a valores negociables, divisas, tipos de interés o rendimientos, materias primas u otros índices o medidas. Se entiende por valores negociables a efectos de este punto, las acciones de sociedades y otros valores equiparables a las acciones de sociedades, asociaciones u otras entidades y certificados de depósito representativos de acciones, y obligaciones u otras formas de deuda titulizada, incluidos los certificados de depósito representativos de tales valores.
- c) 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.
- d) No implica responsabilidad real o potencial alguna para el cliente que exceda del coste de adquisición del instrumento.
- e) 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.

Y, por tanto, se considera **producto complejo** en caso contrario.

Para una mejor comprensión, podemos clasificar los productos de inversión más frecuentes; entran dentro de la clasificación de **productos no complejos**:

- * Renta variable admitida a negociación en mercados regulados (acciones y derechos de suscripción preferentes).
- * Instrumentos de mercado monetario (repos y simultaneas).
- * Deuda pública española (letras, bonos y obligaciones del estado) y de cualquier estado miembro.
- * Renta fija privada líquida (bonos, obligaciones y pagarés de empresa).

⁵⁷Artículo 38 de la Directiva 2006/73/CE.

- * Participaciones y acciones de IIC armonizadas por la Directiva OICVM⁵⁸.
- * ETF's (exchange-traded funds).

Mientras que podemos considerar **productos complejos** los siguientes:

- * Participaciones de los fondos propios de la entidad de servicios de inversión (participaciones preferentes, deuda subordinada...)
- * Warrants y Opciones.
- * Futuros negociados en mercados organizados.
- * Derivados negociados en mercados OTC (FRA, IRS, CAP, FLOOR).
- * Contratos financieros atípicos (CFA's).
- * Participaciones y acciones de IIC no armonizadas por la Directiva OICVM. (FII, IICIL, IICIICIL).
- * Productos de renta fija que incorporen un derivado.
- * Renta variable o renta fija cuya frecuencia de venta y liquidación sea reducida o que sea negociada en mercados no regulados.
- * Seguros de cambio (instrumento financiero que no cumple las características para ser considerado un seguro).

Para la definición y características tanto de los productos complejos como no complejos pueden consultar los Capítulos V y VI del Reglamento Europeo 1287/2006⁵⁹ y los manuales *Teoría Económica de la Inversión*, del profesor Rafael Morales-Arce y *Teoría de la Financiación*, del profesor Manuel Sesto.

⁵⁸DO n° L 302 de 17. 11. 2009, p. 32. Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM)

⁵⁹DO n° L 241, de 2. 9. 2006, p. 1. Reglamento Europeo de la Comisión, de 10 de agosto, por el que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las obligaciones de las empresas de inversión de llevar un registro, la información sobre las operaciones, la transparencia del mercado, la admisión a negociación de instrumentos financieros, y términos definidos a efectos de dicha Directiva.

Capítulo 5

El Horizonte próximo en la protección al inversor

El 12 de Julio de 2010, la Comisión transmitió al Consejo un amplio paquete de medidas referente a los sistemas de indemnización y garantía, que consta de dos propuestas de modificación de las Directivas sobre sistemas de indemnización de los inversores¹ y sobre sistemas de garantía de depósitos², y de un Libro Blanco sobre los sistemas de garantía de seguros³. Estas comunicaciones son fruto de los estudios de la Comisión sobre los efectos de la crisis, de los últimos años, en los sistemas de garantía de depósitos y en los sistemas de indemnización a los inversores.

Vamos a comenzar hablando de los sistemas de garantía de depósitos, donde los acontecimientos de 2007 y 2008 demostraron que la estructura fragmentada de los sistemas de garantía de depósitos vigentes no respondió a los objetivos fijados por la Directiva SGD⁴, a saber, mantener la confianza de los depositantes y la estabilidad financiera en momentos de tensión económica. Los aproximadamente 40 SGD que actualmente existen en la UE se dirigen a grupos de depósitos y depositantes distintos con niveles de cobertura diferentes, e imponen obligaciones financieras a las entidades financieras también muy variables, lo que merma los beneficios del mercado interior para entidades financieras y depositantes.

¹Comunicación de la Comisión al Consejo COM(2010) 371 final, de 12 de julio. Propuesta de Directiva del Parlamento y del Consejo, por la que se modifica la Directiva 97/9/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a los sistemas de indemnización de los inversores.

²Comunicación de la Comisión al Consejo COM(2010) 368 final, de 12 de julio. Propuesta de Directiva del Parlamento y del Consejo, relativa a los sistemas de garantía de depósitos (refundición). Número de procedimiento: 2010/0207 (COD).

³Comunicación de la Comisión al Consejo COM(2010) 370 final, de 12 de julio. Libro Blanco, sistema de garantía de seguros.

⁴DO n° L 135 de 31. 5. 1994, p. 5. Directiva 94/19/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 30 de mayo, relativa a los sistemas de garantía de depósitos.

Junto con la refundición de las Directivas SGD y 2009/14/CE⁵, se realizan una serie de modificaciones; la principal, el establecimiento de una red de sistemas de garantía de depósitos que llevase consigo un mecanismo de préstamo mutuo entre los distintos sistemas de garantía de depósitos; ésta sería la primera medida encaminada en la creación de un sistema paneuropeo de garantía de depósitos, que sería una solución rentable, ya que ahorraría costes administrativos por valor de 40 millones de euros al año. Esta es la idea a largo plazo de la Comisión.

Se pretende simplificar y armonizar, lo máximo posible, el ámbito de aplicación: haciéndose extensible a todas las entidades de crédito y todos los sistemas de garantía, se hace extensible la cobertura a todas las empresas independientemente de su tamaño (hasta ahora, las grandes empresas y las PYMES que no tuvieran la opción de presentar balances abreviados no tenían derecho de indemnización), aunque se mantiene la exclusión de los organismos públicos.

La cobertura se fija en 100.000 euros, que se considera la solución óptima en términos de eficacia y rentabilidad, ya que, con esta cobertura el porcentaje de capital de los depósitos admisibles que quedan cubiertos se establece en un 72 % y el número de depósitos íntegramente cubiertos en un 95 % (también llamados **depósitos con cobertura**). Se descarta ampliar la cobertura a 200.000 euros ya que sólo se aumentaría en un 2 % el número de depósitos íntegramente cubiertos mientras que el importe de las dotaciones de las entidades financieras a los SGD sería demasiado grande.

También se reduce, otra vez, el plazo de reembolso de los depósitos a 7 días desde que se establece su no disponibilidad, haciendo innecesaria la intervención de los sistemas de protección social. También se ha prohibido la práctica de compensar las obligaciones con los créditos de los depositantes.

Por último, se ha establecido la obligatoriedad de informar a los depositantes de la cobertura de sus depósitos a través de una hoja informativa aparte, con los datos relativos a la cobertura y al sistema de garantía de depósitos, que deberá de firmarse junto con el contrato del depósito.

La Directiva propuesta, que modifica la Directiva SII⁶, está destinada a mejorar el funcionamiento del mercado único de servicios de inversión, y mejorar la protección y la confianza de los inversores en la UE. En particular, pretende perfeccionar el funcionamiento

⁵DO n° L 68, de 13. 3. 2009, p. 3. Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de marzo, por la que se modifica la Directiva 94/19/CE relativa a los sistemas de garantía de depósitos, en lo que respecta al nivel de cobertura y al plazo de pago.

⁶DO n° L 84 de 26 .3. 1997, p. 22. Directiva 97/9/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 3 de marzo, relativa a los sistemas de indemnización de los inversores.

de la Directiva SII en la práctica, aclarar su ámbito de aplicación, teniendo en cuenta la crisis financiera y los recientes cambios en el panorama regulador de la UE.

Los cambios introducidos vienen a consecuencia de cuatro problemas principalmente:

- * Problemas experimentados en el funcionamiento de la Directiva SII; sobre todo referidos a los plazos de pago, falta de información sobre el alcance y el importe de la cobertura.
- * Inadecuación de la Directiva SII debida a la evolución del sector de los servicios financieros y del panorama normativo de la UE; sobre todo por la falta de cobertura de la responsabilidad civil por violación de las normas de conducta, como por ejemplo, la negligencia en el asesoramiento sobre inversiones y falta de cobertura de los clientes mayoristas.
- * Lagunas en la reglamentación; destacamos la quiebra de un tercero depositario que no está cubierta por la Directiva SII y la falta de cobertura de las inversiones en OICVM.
- * Disparidad entre las coberturas de los clientes de empresas de inversión y los depositarios bancarios; en lo que se refiere a cobertura y coaseguro (limitar porcentualmente entre un 90 % y un 100 % la indemnización a recibir).

Las propuestas establecidas son las siguientes:

Primera, la modificación de la Directiva SII para adaptarla a la Directiva MiFID⁷; ampliando el ámbito de cobertura todos los servicios y productos MiFID⁸; obligando a las empresas que mantengan de facto activos de clientes, a estar adscritas a un sistema de indemnización a los inversores; adaptando la clasificación de los clientes de la Directiva SII a la definición de categorización de la Directiva MiFID (ampliando la cobertura a todos los clientes categorizados como minoristas). Estas medidas permitirán a los inversores minoristas saber que están cubiertos por la DSII sin tener que comprobar los pormenores de la autorización de una empresa. Redundará, además, en una aplicación más uniforme de la DSII en todos los Estados miembros, lo que contribuirá al correcto funcionamiento de la misma.

Segunda, hacer extensiva la indemnización a los inversores cuyos créditos se deriven de la imposibilidad de una empresa de restituirles los instrumentos financieros debido a la quiebra

⁷DO n° L 145, de 30. 4. 2004, p. 1. Directiva del Parlamento y del Consejo, de 21 de abril, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo.

⁸ver Sección 4.8 para la lista completa.

de un tercero depositario. Esta medida permitirá colmar una laguna que plantearía problemas en caso de incumplimiento de un depositario. Las empresas de inversión siguen siendo responsables de tomar todas las medidas oportunas para recuperar los activos de manos del depositario. También se hace extensible a la quiebra del depositario de una OICVM.

Tercera, el establecimiento del nivel de indemnización a un importe fijo de 50.000 EUR. Este nivel se ha fijado de tal forma que se tengan en cuenta los efectos de la inflación en la UE y que se corresponda mejor con el valor medio de las inversiones realizadas por clientes minoristas en la UE. Conviene establecer el nivel de indemnización en un importe fijo, con objeto de evitar arbitrajes y de impedir que la elección de los inversores se vea influenciada por las posibles diferencias de cobertura en distintos Estados miembros. Como algunos Estados miembros ofrecen ahora un nivel de indemnización más alto, se prevé un período transitorio de tres años para permitirles adaptarse al nivel de cobertura de 50.000 EUR.

En el caso de las entidades de crédito, pueden plantearse dudas en cuanto a si los fondos depositados en un banco en el contexto de la prestación de servicios de inversión deben estar cubiertos por la Directiva SII, en lugar de por la Directiva SGD. De cara a aquellas situaciones de posible incertidumbre debido a la naturaleza específica de las entidades de crédito, que pueden realizar una actividad bancaria y prestar también servicios de inversión, se puntualiza que, en los casos dudosos, deberá indemnizarse al inversor con arreglo a la Directiva SGD (que prevé un nivel de cobertura más alto). De esta forma se protegerá eficazmente a los inversores y se limitarán los problemas de desigualdad de condiciones.

Cuarta, la instauración de mecanismos de cooperación entre sistemas de indemnización a los inversores garantizando así una mayor protección a los inversores y fomentando la confianza de los inversores en los servicios de inversión.

Quinta, la eliminación del coaseguro, es decir, eliminar la posibilidad de limitar la indemnización a un porcentaje entre el 90 % y el 100 % del crédito de la inversión.

Sexta, la obligación de que los sistemas abonen provisionalmente una indemnización parcial, basada en una valoración inicial del crédito, si el plazo de pago rebasa un determinado período. El pago parcial ascenderá a una tercera parte de la valoración inicial del crédito. El saldo se abonará posteriormente, una vez comprobado plenamente el crédito. Los sistemas tendrán igualmente que estar capacitados para recuperar los importes abonados provisionalmente, si se comprueba con posterioridad que el crédito no era, de hecho, válido.

Con el fin de ampliar la protección del inversor a más vehículos, se propone también la creación del Libro Blanco, acerca de los sistemas de garantía de seguros que propone un marco de actuación coherente de la UE por lo que respecta a la protección ofrecida por los

sistemas de garantía a los tomadores y beneficiarios de seguros, a fin de prevenir la necesidad de recurrir a los contribuyentes. En particular, propone la adopción de una Directiva con objeto de asegurar la existencia, en todos los Estados miembros, de un sistema de garantía de seguros cuya configuración satisfaga una serie de requisitos mínimos.

Todo induce a pensar que la adopción de un planteamiento coherente a escala de la UE es la mejor manera de arbitrar una solución adecuada a las actuales deficiencias y a la desigual protección de los tomadores de seguros, ya que actualmente 12 Estados mantienen sistemas de garantía de seguros que difieren con frecuencia en cuanto a la cobertura que proporcionan, lo que se traduce en una desigual protección de los tomadores de seguros de unos Estados miembros a otros. Hay asimismo importantes diferencias en otros aspectos de la configuración de los sistemas de garantía de seguros que afectan al alcance de la protección ofrecida, así como a los procedimientos operativos y los mecanismos de financiación.

También está sobre la mesa la creación de un fondo de resolución bancaria, que se utilice en el caso de que una entidad de crédito tenga que ser intervenida por un Estado miembro para evitar su quiebra o su suspensión de pagos. Se plantean dos propuestas para la financiación del fondo, o bien a través de una tasa del 0,1 % en las transacciones financieras, como ya se aplica en Alemania o Francia, o bien, a través de un tipo impositivo del 5 % sobre beneficios y salarios. La Comisión Europea adelantó la propuesta de creación de la tasa que recibirá el nombre de Tasa de Actividades Financieras (FAT) el pasado 7 de octubre de 2010 y se comprometió a presentar una propuesta legislativa a tal fin antes del verano de 2011 en la que se incluya un informe económico del impacto en los mercados y entidades financieras de las distintas posibilidades planteadas para la Tasa.

Espero que el trabajo haya sido de su agrado y a partir de ahora puedan tomar todas sus decisiones de inversión con el pleno conocimiento de sus derechos como inversor comunitario.

Apéndice A

Ejemplo de Test de Idoneidad

El siguiente es un ejemplo real de Test de Idoneidad que realiza actualmente una empresa de servicios de inversión. Consta de 14 preguntas multi-respuesta en las que hay que elegir una de ellas, salvo la pregunta 2 en la que hay que completar una tabla.

1. ¿Nos podría indicar su nivel de formación?
 - a) Sin Estudios.
 - b) Educación Básica.
 - c) Estudios Medios.
 - d) Estudios Superiores.
2. Para saber cuál es el grado de conocimiento y experiencia que usted tiene sobre los productos y servicios de inversión. ¿Podría marcar las respuestas afirmativas? (en caso de dejar en blanco, se considerará como un NO).

	Productos Tipo (1)	Productos Tipo (2)	Productos Tipo (3)	Productos Tipo (4)	Productos Tipo (5)
Ha invertido en los últimos dos años más de una vez en:					
Conoce y entiende las características y los riesgos del producto:					

Listado de Tipos de Productos:

Tipo (1) Productos sin riesgo a vencimiento ni de capital ni de rentabilidad. Ejemplos: Productos con capital garantizado, Letras, IIC Garantizadas Renta Fija y Repos.

Tipo (2) Productos sin riesgo a vencimiento de capital pero si de rentabilidad. Ejemplos: IIC Monetarias, IIC Garantizadas Renta Variable y Bonos del Estado.

Tipo (3) Productos con riesgo de capital conservadores. Ejemplos: Renta Fija Privada, Renta Fija pública extranjera, IIC no Garantizados de Renta Fija y de Renta Variable Fija Mixta y Obligaciones del Estado.

Tipo (4) Productos con riesgo de capital no conservadores. Ejemplos: Renta Variable e IIC no Garantizados de Renta Variable mixta y de Renta Variable.

Tipo (5) Productos Complejos. Ejemplos: Warrants, RF estructurada y Hedge Funds.

3. Especifique el porcentaje de renta variable que le gustaría mantener en su cartera:

- a) 0 %-5 %.
- b) 5 %-20 %.
- c) 15 %-35 %.
- d) 30 %-60 %.
- e) \geq 60 %.

4. Especifique el tramo de nivel de ingresos anuales en el que se encuentra:

- a) \leq 20.000 euros.
- b) 20.000-60.000 euros.
- c) 60.000-300.000 euros.
- d) \geq 300.000 euros.

5. Conocer su principal fuente de ingresos es relevante para adecuar sus inversiones a sus necesidades. ¿ En cuál de estas situaciones se encuentra usted actualmente?:

- a) Sin empleo.
- b) Pensionista.
- c) Autónomo o trabajando por cuenta propia.
- d) Trabajo por cuenta ajena.
- e) Otros (Rentista...)

6. Especifique el porcentaje que suponen sus compromisos periódicos de pago sobre sus ingresos anuales totales:

- a) \geq 50 %.
- b) 50 %-35 %.
- c) 35 %-10 %.

d) $\leq 10\%$.

7. ¿Qué porcentaje, sobre su patrimonio total (sin contar activos no financieros), está pensando en invertir?:

a) Más del 75 %.

b) Entre el 50 % y el 75 %.

c) Entre el 25 % y el 50 %,

d) Menos del 25 %.

8. ¿Como tiene distribuido su patrimonio mayoritariamente? (Excluyendo la vivienda habitual):

a) En activos líquidos (por ejemplo: cuentas corrientes, depósitos, renta fija, variable, etc...).

b) Inversiones (por ejemplo: acciones no cotizadas o participaciones en empresas, bienes tangibles, ...).

c) Bienes Inmuebles.

d) Diversificado.

9. ¿Como espera que evolucione su capacidad de ahorro en los próximos años?:

a) Aumente.

b) Disminuya.

c) No varíe.

10. ¿Cuál es la principal finalidad de su inversión?:

- a) Rentas complementarias.
- b) Desembolso importante previsible.
- c) Consolidar el patrimonio familiar.
- d) Especulativa.
- e) Otras circunstancias.

11. ¿Podría indicarnos el plazo al que desea realizar su inversión?:

- a) Inferior a 1 año.
- b) Entre 1 y 2 años.
- c) Entre 2 y 5 años.
- d) Superior a 5 años.

12. ¿En que intervalo de edad se encuentra usted?

- a) Hasta 35 años.
- b) Entre 36 y 45 años.
- c) Entre 46 y 60 años.
- d) Más de 60 años.

13. ¿Con cual de estas carteras teórica se sentiría usted más identificado?

	Cartera 1	Cartera 2	Cartera 3	Cartera 4	Cartera 5
Potencial Ganancia	4,5 %	6 %	10 %	20 %	30 %
Potencial Pérdida	0 %	-1 %	-5 %	-10 %	-15 %

- a) Cartera 1.
- b) Cartera 2.
- c) Cartera 3.
- d) Cartera 4.
- e) Cartera 5.

14. ¿Qué variación en el valor de su cartera le llevaría a tomar una decisión como: modificar la distribución de su patrimonio, liquidar, dejar de invertir o cambiar de asesor financiero?:

- a) -1 %.

- b) -5 %.
- c) -10 %.
- d) -15 %.
- e) más de un -20 %.

Bibliografía

Legislación Comunitaria

- UE 1 Directiva Europea 64/225/CEE del Consejo, de 25 de febrero, *relativa a la supresión, en materia de reaseguro y de retrocesión, de las restricciones a la libertad de establecimiento y a la libre prestación de servicios.*
- UE 2 Primera Directiva Europea 73/239/CEE del Consejo, de 24 de julio, *sobre coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas relativas al acceso a la actividad del seguro directo distinto del seguro de vida, y a su ejercicio.*
- UE 3 Directiva Europea 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo, *relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables.*
- UE 4 Directiva Europea 94/19/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 30 de mayo, *relativa a los sistemas de garantía de depósitos.*
- UE 5 Directiva Europea 95/26/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 29 de junio, *por la que se modifican las Directivas 77/780/CEE y 89/646/CEE, relativas a las entidades de crédito, las Directivas 73/239/CEE y 92/49/CEE, relativas al seguro directo distinto del seguro de vida, las Directivas 79/267/CEE y 92/96/CEE, relativas al seguro directo de vida, la Directiva 93/22/CEE, relativa a las empresas de inversión y la Directiva 85/611/CEE, sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) con objeto de reforzar la supervisión prudencial.*
- UE 6 Directiva Europea 95/46/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de octubre, *relativa a la protección de las personas físicas en lo que respecta al tratamiento de datos personales y a la libre circulación de estos datos.*
- UE 7 Directiva Europea 97/9/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 3 de marzo, *relativa a los sistemas de indemnización de los inversores.*
- UE 8 Directiva Europea 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de marzo, *relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio.*

- UE 9 Directiva Europea 2000/64/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 7 de noviembre, *que modifica las Directivas 85/611/CEE, 92/49/CEE, 92/96/CEE y 93/22/CEE del Consejo en lo relativo al intercambio de información con terceros países.*
- UE 10 Directiva Europea 2002/83/CE del Consejo, de 5 de noviembre, *sobre el seguro de vida.*
- UE 11 Directiva Europea 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril, *relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID), por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo.*
- UE 12 Directiva 2005/60/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de octubre, *relativa a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales y para la financiación del terrorismo.*
- UE 13 Directiva Europea 2006/73/CE de la Comisión, de 10 de agosto, *por la que se aplica la Directiva 2004/39/CE en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión, y términos definidos a efectos de dicha Directiva.*
- UE 14 Directiva Europea 2009/14/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de marzo, *relativa a los sistemas de garantía de depósitos, en lo que respecta al nivel de cobertura y al plazo de pago.*
- UE 15 Directiva Europea 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio, *por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM).*
- UE 16 Recomendación 87/63/CEE de la Comisión, de 20 de diciembre, *relativa al establecimiento de sistemas de depósitos en la Comunidad.*
- UE 17 Recomendación 98/257/CE de la Comisión, de 30 de marzo, *relativa a los principios aplicables a los órganos responsables de la solución extrajudicial de los litigios en materia de consumo.*
- UE 18 Reglamento (CE) 1287/2006 de la Comisión, de 10 de agosto, *por el que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las obligaciones de las empresas de inversión de llevar un registro, la información sobre las operaciones, la transparencia del mercado, la admisión a negociación de instrumentos financieros, y términos definidos a efectos de dicha Directiva.*

Legislación Española

- ES 1 Ley 24/1988, de 28 de julio, *del Mercado de Valores*.
- ES 2 Ley 37/1998, de 16 de noviembre, *de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores*.
- ES 3 Ley 44/2002, de 22 de noviembre, *de medidas de reforma del sistema financiero*.
- ES 4 Ley 26/2003, de 17 de julio, *por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas*.
- ES 5 Ley 25/2005, de 24 de noviembre, *reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras*.
- ES 6 Ley 47/2007, de 19 de diciembre, *por la que se modifica la Ley 14/1988, del 28 de julio, del Mercado de Valores*.
- ES 7 Orden ECO/318/2002, de 14 de febrero, *por la que se establecen las aportaciones al fondo de garantía de depósitos en establecimientos bancarios*.
- ES 8 Orden ECO/2801/2009, de 3 de octubre, *por la que se establecen las aportaciones al fondo de garantía de depósitos en cooperativas de crédito*.
- ES 9 Orden EHA/3515/2009, de 29 de diciembre, *por la que se establecen las aportaciones al fondo de garantía de depósitos en cajas de ahorros*.
- ES 10 Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, *sobre fondos de garantía de depósitos de entidades de crédito*.
- ES 11 Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, *sobre sistemas de indemnización de los inversores*.
- ES 12 Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, *sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión*.
- ES 13 Real Decreto 1642/2008, de 10 de octubre, *por el que se fijan los importes garantizados a que se refiere el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, del fondo de garantía de depósitos de entidades de crédito y el Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores*.
- ES 14 Real Decreto 628/2010, de 14 de mayo, *que modifica el Real Decreto 2606/1996 sobre fondos de garantía de depósitos en entidades de crédito y el Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores*.

Sentencias

- Sen 1 Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Segunda), de 16 de octubre de 2003, *en el asunto C-489/01: Comisión de las Comunidades Europeas contra Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte («Incumplimiento de Estado. No adaptación del Derecho interno a la Directiva 97/9/CE. Territorio de Gibraltar»)*.
- Sen 2 Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Séptima), de 25 de septiembre de 2008, *Comisión de las Comunidades Europeas/República Checa (Asunto C-87/08) (Incumplimiento de Estado, Directiva 2006/73/CE, Medidas de aplicación de la Directiva 2004/39/CE. Requisitos organizativos y condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión. No adaptación del Derecho interno dentro del plazo señalado)*.
- Sen 3 Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Octava), de 19 de marzo de 2009, *Comisión de las Comunidades Europeas/República de Polonia (Asunto C-143/08) (Incumplimiento de Estado, Directiva 2006/73/CE. No adaptación en el plazo señalado)*.

Otros Textos

- OT 1 Morales-Arce Macías, Rafael. *Teoría Económica de la Inversión*. Unidad didáctica UNED. 2009.
- OT 2 Sesto Pedreira, Manuel. *Teoría de la Financiación*. Editorial Centro de Estudios Ramón Areces, S.A.. 2000.

Índice Terminológico

- Categorización, 46
 - cliente minorista, 50
 - cliente profesional, 48
 - contrapartes elegibles, 47
- Coaseguro, 30
- Cobertura, 15
- Crédito asignado, 29

- Depósito, 13
 - con cobertura, 68
 - no disponible, 14
- Directiva
 - MiFID, 33
 - SGD, 7
 - SII, 21

- Ejecución
 - óptima, 55
 - sólo, 51

- Fondo
 - de garantía de depósitos, 8
 - de indemnización a los inversores, 21
- Fondos propios, 14

- Importe garantizado, 16
- Información
 - orden de ejecución, 53
 - categorización MiFID, 50
 - ESI, 51
 - estado periódico, 57
 - gastos, comisiones e incentivos, 51
 - principios básicos, 59
 - productos y riesgos, 51

- Política
 - de ejecución y gestión de órdenes, 50
 - de gestión de conflicto de intereses, 50
- Producto
 - complejo, 64
 - MiFID, 62
 - no complejo, 64

- Rating, 3
 - calificación, 4
 - empresas de, 3
- Riesgo
 - de conocimiento, 2
 - de información, 2
 - de liquidez del mercado, 2
 - de mercado, 2
 - de reinversión, 2
 - de tipo de cambio, 2
 - de tipo de interés, 2
 - emisor, 2

- Servicio
 - de asesoramiento, 58
- Servicio de asesoramiento, 56
- Servicios
 - auxiliares, 62
 - MiFID, 61
- Sistema
 - de garantía de depósitos, 7
 - de indemnización a los inversores, 21

- Test
 - de Conveniencia, 52
 - de Idoneidad, 56

