

Análisis de la normativa MiFID y perfil del inversor medio bajo sus criterios de evaluación

Analysis of MiFID regulations and profile of the average investor under its evaluation criteria

Jesús ALBARRAL BAREA

jesus.albarral@outlook.es

Universidad Politécnica de Cartagena (España)

F. Javier SÁNCHEZ VIDAL

Javier.sanchez@upct.es

Universidad Politécnica de Cartagena (España)

Recepción: Agosto 2020

Aceptación: Septiembre 2020

RESUMEN

La llegada de la Normativa MiFID en el ámbito financiero europeo supuso un cambio en los planteamientos y relaciones entre las entidades financieras y sus clientes. La expansión económica y la crisis posterior resultaron directamente vinculados a los mercados financieros y afectaron a la inversión colectiva a nivel nacional, europeo y mundial a través de las pérdidas producidas en el valor de las inversiones, y en el deterioro que sufrió su reputación. La crisis financiera de 2008 forzó la aparición de la normativa MiFID II ante la necesidad de mejora en el funcionamiento de los mercados financieros, de las empresas de inversión y en la prestación de los servicios de inversión. El objetivo de este trabajo es analizar las implicaciones de la nueva normativa y mostrar los resultados descriptivos del análisis del perfil de inversor medio que se ve afectado por esta normativa para una muestra comarcal.

Palabras clave: Crisis financiera, MiFID, Protección inversor, Integración financiera europea, características del inversor promedio.

Clasificación JEL: C12, E44, G18, G20.

ABSTRACT

The implementation of the MiFID Regulation in the European Banking systems meant a change in the relationship between the financial institutions and their clients. The economic expansion and the subsequent crisis were directly linked to the financial markets and affected collective investment institutions at a national, European and global levels through the losses produced in the value of the investments, and in the deterioration suffered by its reputation. The 2008 financial crisis led to the appearance of the MiFID II regulations due to the need to improve the functioning of financial markets, investment companies and the provision of investment services. The aim of this work is to analyze the implications of the new legislation and to show the results of a descriptive analysis of the average investor affected by this regulation for a local sample.

106

Keywords: Financial crisis, MiFID, Investor protection, European financial integration, average investor's characteristics.

Clasificación JEL: C12, E44, G18, G20.



1. INTRODUCCIÓN

La economía, tanto en el contexto internacional, como en el nacional, mostró hasta 2008 un ciclo alcista, que en el caso español se produjo a un ritmo mayor y que tuvo una incidencia determinante en la composición de los activos por parte de los inversores y en el volumen de esta inversión ya que el incremento en la renta disponible lo posibilitaba. Hasta 2008 se produce un traspaso de los tradicionales depósitos hacia productos más complejos, y esta circunstancia tuvo lugar en un entorno donde esta expansión en escala y diversidad de las inversiones no estuvo acompañada por una mejor formación de los inversores. A esto hay que unir la tradicional asimetría informativa entre las entidades financieras y los clientes, derivada de una falta de transparencia en el marco de esta relación.

La crisis económica, iniciada en 2008, evidenció estos desequilibrios y se puso de manifiesto, por un lado, la sobrevaloración de esos activos y por otro, el hecho que la información financiera que las entidades financieras ofrecían al mercado no estaba reflejando la realidad de los riesgos asumidos. En este contexto, la protección al inversor es una de las bases fundamentales sobre las que debe asentarse la prestación de servicios financieros y, por tanto, el funcionamiento de los mercados financieros. Tal y como puso de manifiesto la crisis de 2008, la falta de transparencia en estos mercados derivó en una creciente desconfianza hacia las instituciones financieras y la operativa de estos.

107

En esta línea, los Estados miembros de la Unión Europea han ido regulando la actividad en los mercados de capitales, así como la prestación de servicios por parte de las entidades de inversión y por las entidades de crédito. Actualmente la regulación se fundamenta en lo que se conoce como paquete MiFID, un conjunto de normas que emanan de la Directiva 2004/39/CE (Parlamento Europeo, 2004), relativa a los Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID, por sus siglas en inglés), y su posterior revisión en la Directiva 2006/73/CE (Parlamento Europeo, 2006).

Con la elaboración del presente artículo se pretende, por un lado, analizar las circunstancias del entorno económico bajo las cuales se desarrollan las normativas comunitarias MiFID, en sus dos propuestas de 2006 y 2014, así como su análisis y sus efectos prácticos en la relación de las instituciones financieras y sus clientes. Por otro, este proyecto, realizará una investigación de campo, sobre una muestra de inversores particulares, con el objetivo de establecer hipótesis acerca del perfil del inversor medio y en qué medida el desarrollo de la normativa MiFID puede resultar positivo para la mejora de esta relación.

2. ANTECEDENTES Y CONTEXTUALIZACIÓN

La llegada de la Normativa MiFID en el ámbito financiero de la Unión Europea ha supuesto un cambio radical en los planteamientos y relaciones entre Entidades Financieras y sus clientes, pero no se entendería fácilmente sin realizar previamente un análisis del entorno socioeconómico del sistema financiero europeo durante los últimos años. La expansión económica y la crisis posterior resultaron directamente vinculados a los mercados financieros, es decir, afectaron a la inversión colectiva y a los fondos de pensiones a nivel nacional, europeo y mundial a través de las pérdidas producidas en el valor de las inversiones, y en el deterioro que sobre productos y entidades sufrió su reputación (Fundación IVERCO, 2010).

2.1. Los años de expansión económica: análisis del período 2000-2008

A finales de 2007, la economía española presentaba catorce años de crecimiento económico ininterrumpido, el país alcanzó el objetivo de incorporarse a la Unión Económica y Monetaria (UEM) desde su inicio, en 1999, cumpliéndose los criterios de convergencia exigidos de estabilidad de precios, tipos de interés, tipos de cambio y déficit público.

En el periodo 95-18, el crecimiento español muestra una tasa de variación total superior al de sus socios europeos, 64,51% frente al 49,72%. Respecto a la media de la Unión Europea, la economía española mostró un crecimiento medio anual del PIB real de un 3,57% entre los años 1995 y 2008, mostrando la citada convergencia ya que el resto de los países europeos lo hacían a una tasa del 2,39%. Como resultado, el PIB per cápita español, en relación con la media de la UE28, y medido en términos de Paridad de Poder Adquisitivo (PPA), alcanzo el 95 % en 2008.

Este ciclo expansivo, según Myro (2017), tuvo algunos efectos no deseables, como la acumulación de fuertes desequilibrios macroeconómicos y financieros. La incorporación a la Eurozona supuso la desaparición del ajuste de los tipos de cambio frente al resto de países del área y la eliminación de una política monetaria independiente. La incorporación a un área de mayor estabilidad macroeconómica derivó en una reducción de los tipos de interés de la economía española, acentuada por la política monetaria expansiva que predominó durante este período. El resultado fue un importante impulso expansivo para nuestro país, que favoreció un aumento del gasto de los distintos agentes, con un crecimiento del endeudamiento de los hogares y empresas. No obstante, las bases de este incremento están relacionadas con un modelo de crecimiento que tenía un peso importante en el sector inmobiliario.



Así pues, el crecimiento de la financiación al sector privado se concentró especialmente en el sector inmobiliario, que en dicho período registró tasas medias anuales de variación del 20 % en el crédito para adquisición de vivienda y del 29 % en el caso del crédito a las empresas de construcción y servicios inmobiliarios. Esta expansión del sector inmobiliario, y de la financiación asociada a este, provocó un exceso tanto en el ritmo de construcción de viviendas como en sus precios, sentando las bases de la llamada “burbuja inmobiliaria”, que provocaría la crisis posterior. Todo ello, en lo que se refiere a la demanda de viviendas, estuvo favorecido por unas expectativas de obtención de rentas futuras, el fácil acceso por parte de los clientes al crédito hipotecario y el aumento de la población asociado a la fase expansiva. La dinámica alcista de los precios contribuyó también al dinamismo de esta demanda, provocando unas mayores expectativas de revalorización de los inmuebles y facilitando un incremento de la oferta de crédito respaldada por esa evolución de los precios y de los activos inmobiliarios (Banco de España, 2017).

A nivel internacional, este período de expansión económica se caracterizó por una inflación y volatilidad moderadas, tipos de interés muy bajos junto con escasez de activos “seguros” en el mundo, exceso de liquidez a escala mundial y desequilibrio global de financiación, es decir, existencia de países con grandes superávits comerciales que aportaron los activos para satisfacer el exceso de liquidez. En un contexto nacional, se acumularon desequilibrios muy importantes en términos de endeudamiento del sector privado, incremento de la dependencia de la financiación externa, aumento del peso del sector inmobiliario en la economía, sobrevaloración del precio de los activos inmobiliarios y pérdida de competitividad, con el consiguiente deterioro de las cuentas con el exterior (Myro, 2017).

109

Como indica el Banco de España (2017), los agentes económicos no valoraron la importancia de estos desajustes, todo ello en un contexto de mayor estabilidad macroeconómica consecuencia de la incorporación a la Eurozona y por tanto, dificultaba distinguir entre efectos permanentes y coyunturales de esta. Esta infravaloración del nivel de riesgo se hizo extensiva a las valoraciones de muchos activos financieros, y la discriminación respecto a la calidad crediticia de los distintos agentes y productos financieros resultó claramente insuficiente.

Las cajas de ahorros mostraron un mayor protagonismo en este crecimiento del crédito, ayudándose de una expansión geográfica que muchas de estas entidades ya venían realizando durante la década anterior. Así, según datos del Banco de España (2017), entre 2000 y 2007 el crédito concedido por las cajas de ahorros creció un 266 %, frente al incremento algo más moderado del concedido por los bancos (182 %), concentrándose además en construcción y actividades inmobiliarias, para el caso de las empresas no financieras, y en crédito para la adquisición de vivienda, para los hogares.

Como indica el Banco de España (2017), este crecimiento de la actividad crediticia por parte de las entidades de crédito se materializó por encima de las principales fuentes de financiación, depósitos, y en particular los de clientes, y emisiones en el mercado de valores, como cédulas y titulizaciones. Esto motivó que las entidades buscaran fuentes alternativas de captación de recursos para financiar la fuerte expansión crediticia, observándose en estos años un crecimiento muy significativo de la emisión de activos titulizados, con tasas de variación interanual superiores al 40 %, principalmente en forma de titulizaciones hipotecarias (que en el caso de las cajas representan más del 80 % del total de activos titulizados, mientras que en los bancos se sitúan alrededor del 50 %).

Así pues, en el periodo descrito, las cuentas de las entidades de depósito españolas presentaban resultados saneados, con un rápido crecimiento del crédito y una reducida morosidad. Por ello el gasto en dotaciones a provisiones por insolvencias fue muy bajo en términos relativos al volumen de crédito. No obstante, en el caso de las Cajas de Ahorro, conforme expandían su actividad fuera de su ámbito geográfico original se incrementaba la red de sucursales y de los gastos de estructura. Todo lo indicado estaba acompañado de un relajamiento en los criterios de concesión de crédito y una serie de desequilibrios derivados del elevado peso que en el proceso expansivo presentaba el sector de la promoción y construcción inmobiliarias (Banco de España, 2017).

2.2. Los años de crisis: análisis del período 2008-2013

En el contexto internacional, este periodo se caracterizó por un aumento de los tipos de interés reales desde 2006 y un precio del crudo en máximos históricos, lo que desembocó en un desorden financiero mundial, marcado por el colapso del mercado hipotecario en EE.UU en julio de 2007 y una crisis de solvencia bancaria desde 2008 con aparición de activos tóxicos, fuerte contracción de la actividad productiva mundial y circularidad en el contagio de la crisis entre deuda bancaria y deuda soberana en la Zona euro.

Durante este periodo se produce en España una caída del PIB, que una vez más, muestra la mayor profundidad de los ciclos económicos españoles respecto a la media de sus socios europeos, presentando tasas medias más bajas cuando el ciclo es recesivo (-1,85% español frente a -0,15% en la UE28). Esta caída en la actividad económica y la caída del gasto interior dieron paso al inicio del proceso de corrección de los desequilibrios acumulados durante la fase de expansión anterior, esto es, el déficit exterior, la competitividad, el sobredimensionamiento del sector inmobiliario y el excesivo nivel de endeudamiento (Myro, 2017).

Centrándonos en estas dos últimas circunstancias, y más concretamente en el ajuste en el sector inmobiliario, indicar que se redujo notablemente la inversión en nuevas viviendas, que retrocedió un 35 % entre 2007 y 2010, y el empleo en el sector de la construcción cayó en cerca de un millón de personas, contribuyendo de manera definitiva a la brusca caída del empleo. La oferta no evolucionó en este ajuste de la misma forma, ya que se



siguieron construyendo y terminando las viviendas iniciadas antes del comienzo de la crisis, generando un exceso de oferta que presionó a la baja los precios (Banco de España, 2017).

En un contexto internacional, en el año 2010 se iniciaba una nueva fase alcista, y la economía española presentaba caídas del PIB menores que las del periodo anterior de crisis y se había iniciado la corrección lenta de los principales desequilibrios acumulados durante el período de expansión. A pesar de esto, las tensiones financieras en los mercados europeos tras la crisis griega, primero, y la irlandesa, después, afectaron de forma significativa su posible recuperación.

Se produjo un importante crecimiento del diferencial de rentabilidad de la deuda soberana española a diez años con respecto a la alemana (prima de riesgo) y llegó a situarse por encima de los 200 puntos básicos a finales de 2010. En estas circunstancias, se dificultaba la obtención de financiación en los mercados mayoristas por parte de las entidades financieras, debiendo acudir a la ayuda que prestaba el Banco Central Europeo y provocando una caída en los índices de confianza de empresas y familias y el consiguiente freno para la reactivación del gasto privado (Banco de España, 2017).

En este periodo, la política fiscal española, se centra en el Plan de Consolidación Fiscal 2010-2013, que tenía como principal objetivo la corrección del deterioro sufrido por las cuentas públicas durante los primeros años de la crisis, motivado por una caída importante de la actividad económica y los ingresos públicos, y un gasto publico que no mostraba la reducción que acompañara esta circunstancia.

111

A pesar de la ralentización en los ritmos de caída de la actividad económica y empleo, a mediados de 2011 aparecen nuevas tensiones en los mercados financieros de la Eurozona, que provocan un incremento en la incertidumbre agregada en el conjunto de la zona del euro, afectando negativamente al crecimiento del conjunto del área. En nuestro país, las tensiones afectaron principalmente a las Administraciones Públicas y a las entidades bancarias (Banco de España, 2017).

El período 2007-2011 presenta una caída del crédito acompañada de un fuerte incremento de la morosidad, principalmente en el destinado al sector de la construcción y actividades inmobiliarias, con un incremento de las condiciones financieras aplicadas a este tipo de clientes, cuya situación se deterioraba progresivamente por la imposibilidad de liberarse de sus cargas financieras mediante la liquidación de sus inmuebles. El rápido crecimiento de las ratios de morosidad se presentaba con mayores índices en el caso de las cajas (9,3 %) que en el de los bancos (6,8 %). También aumentó durante el período la distancia entre bancos y cajas en términos de ratios de cobertura y capacidad de generación de beneficios (Banco de España, 2017).

La crisis financiera modificó el comportamiento de las entidades de crédito en relación con sus existencias de deuda pública, que empezaron a aumentar como activo que

reemplazaba al crédito a empresas y familias, debido en gran medida a las continuas bajadas de los tipos de interés oficiales de intervención (tipos a los que los bancos centrales financiaban a las entidades financieras) y al incremento del deterioro del crédito al sector privado, que afectaron negativamente a las cuentas de resultados de las entidades financieras y en mayor medida en aquellas con mayor exposición al sector de promoción inmobiliaria y construcción (Banco de España, 2017).

Por todo ello surgió la necesidad de que las entidades del sector bancario dispusieran de la capacidad financiera necesaria que favoreciera la necesaria reestructuración ordenada del sistema bancario nacional, y así mediante el Real Decreto-ley 9/2009, de 26 de junio, se creó el FROB. Este organismo nació con dos objetivos: gestionar los procesos de reestructuración de entidades de crédito que no hubieran sido capaces de superar sus dificultades y reforzar los recursos propios de las entidades de crédito participantes en procesos de integración que así lo necesitaran y solicitaran.

Se producen distintas medidas que regulaban una estrategia general para reforzar la solvencia y, en el caso que fuese necesario, para reestructurar las entidades financieras en tales circunstancias: en estos años, los cambios en el sistema financiero se centraron en el sector de Cajas de Ahorros, que experimentó una transformación radical, bien como consecuencia de proceso de integración, bien por la intervención directa del Banco de España. En total, se vieron afectadas 42 de las 45 entidades existentes a finales de 2007 (Banco de España, 2017).

Dentro del periodo considerado, indicar que en el año 2012 y primera parte del año 2013, la situación macroeconómica aceleró su empeoramiento, registrándose una caída en el PIB real del 4,2 % en estos dos años. El sector financiero también incrementó de forma notable su inestabilidad, con un aumento significativo de la morosidad, una importante caída en el crédito concedido y una creciente incertidumbre sobre la solvencia de algunas entidades y, por extensión, del sector bancario en su conjunto.

La reducción del crédito puso en evidencia la necesidad de desapalancamiento tanto del conjunto del sector de hogares como del de las empresas no financieras, junto con el impacto de la debilidad de las perspectivas económicas sobre la demanda y sobre la calidad crediticia de los prestatarios. Los bancos españoles acudían a los mercados mayoristas con unas condiciones de financiación cada vez peores, lo que se reflejó en mayores exigencias de sus políticas crediticias y en el mantenimiento de unos tipos de interés del crédito relativamente elevados, si se tiene en cuenta el carácter notablemente expansivo de la política monetaria del Banco Central Europeo. La implementación de los planes de reestructuración bancaria pudo haber contribuido también a restringir la oferta crediticia (Banco de España, 2017).



En 2014 se confirma el retorno de la economía española a tasas de crecimiento del PIB y del empleo positivas, e incluso superiores a las de la Eurozona. Como indica el Banco de España (2017), “el tono más expansivo de la política monetaria del Eurosistema, la mejoría en su transmisión al conjunto de la UEM y los avances en esta hacia un mercado bancario único, junto con la progresiva recuperación económica en nuestro país, favorecieron una mejora muy notable de la confianza y de las condiciones de financiación de los distintos agentes nacionales.” Podemos concluir que, en el transcurso de estos años de expansión económica, se dieron dos circunstancias importantes para el análisis a efectuar en el presente trabajo: el crecimiento de productos financieros, tanto en tipología como en cantidad, y la entrada del pequeño inversor en unos mercados financieros cada vez más complejos.

Este comportamiento no vino acompañado de un incremento de la formación y experiencia de estos, y provocó el incremento de las inversiones en activos que eran generalmente desconocidos, persiguiendo únicamente obtener cierta rentabilidad. Con este cambio y con la llegada de la crisis financiera, se pusieron de manifiesto una serie de deficiencias en el funcionamiento del mercado, en particular en la ausencia de protección suficiente para los nuevos inversores, de un lado, y la ausencia de controles efectivos, de otro.

113

3. DIRECTIVA SOBRE MERCADOS DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS (MIFID)

En un contexto donde el mercado financiero europeo acompaña la integración de la Unión Monetaria en un único mercado de capitales, y donde la convergencia de los mercados bancarios nacionales es uno de los objetivos principales, se aprueba la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, el 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros (en adelante, MiFID) (Parlamento Europeo, 2004).

La directiva MiFID es uno de los pilares del “Plan de Acción de Servicios Financieros”, un proyecto aprobado en mayo 1999 por la Comisión Europea destinado a eliminar los obstáculos para la creación de un mercado único de servicios financieros en el año 2005 y que contiene más de 40 leyes de rango europeo o Directivas que afectan a todos los ámbitos del sector financiero: servicios financieros a clientes particulares (directivas de crédito al consumo, hipotecas, pagos domésticos o de comercio electrónico, entre otras); servicios financieros al por mayor, es decir, grandes inversores y mercados de capital (directivas de OPAs o de Fondos de inversión, entre otras) y regulación de las infraestructuras básicas del sistema financiero o que ayudan en la prevención del crimen e infracciones.

Dentro de la normativa pre-MiFID, en España, la protección del inversor estaba anteriormente incluida en el Real Decreto sobre normas de actuación en los mercados de

valores y sus órdenes de desarrollo (Real Decreto 629/1993 de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios.). No obstante con la entrada en vigor de la citada normativa europea, se elevaban las obligaciones de las entidades financieras, tanto en el fondo como en la forma. La Ley 47/2007 de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, fue la encargada de la transposición de MiFID a nuestro ordenamiento jurídico.

Podemos sintetizar los objetivos principales del nuevo ordenamiento en tres:

- Proporcionar mayor protección al inversor: MiFID exige a las empresas que prestan servicios de inversión de la Unión Europea que sigan unas determinadas normas para la defensa de los intereses de sus clientes. Para ello, establece normas que marcan las condiciones para prestar servicios de inversión (autorizaciones, información, conocimiento del cliente...) y también introduce exigencias concretas para que las entidades puedan valorar a cada cliente a través de la “conveniencia” e “idoneidad” de una inversión en función de diversos factores.
- Mejorar la transparencia en la prestación de servicios: MiFID establece una normativa que clarifique la ejecución de órdenes de manera que las entidades de inversión deberán informar mejor a los clientes tanto sobre los trámites previos a la ejecución de estas en los mercados financieros como sobre los trámites posteriores.
- Estimular la competencia en el sector financiero: MiFID establece la posibilidad de que las empresas de servicios de inversión actúen en otros países miembros de la UE sin barreras gracias al “pasaporte transfronterizo”. Este aspecto, favorece el desarrollo de nuevos nichos de mercado presentados como nuevas alternativas de negocio: plataformas electrónicas privadas operadas por empresas de inversión, que harán intermediación entre ellas sin pasar por un mercado oficial (los “Sistemas multilaterales de negociación”) y operadores que negocien posiciones por cuenta propia de forma frecuente y organizada de manera interna (los “Internalizadores sistemáticos”).

114

3.1. Concepto de asesoramiento de inversiones

La Directiva MiFID, define asesoramiento en materia de inversión como la serie de recomendaciones personalizadas a un cliente, bien por iniciativa de éste o por parte de la entidad de inversión, relativas a una o más operaciones consistentes en la adquisición de instrumentos financieros. En este sentido, una recomendación personal es 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 inversor” (Artículo 52 de la Directiva 2006/73/CE). Por otra parte, ésta deberá clasificarse como conveniente para ese cliente, deberá tenerse en cuenta sus circunstancias personales y deberá constituir una recomendación para realizar algunas de las siguientes acciones (Pereda de Pablo, 2009):

- Comprar, vender, suscribir, canjear, reembolsar, mantener o asegurar un instrumento financiero específico.



- Ejercitar o no ejercer cualquier derecho conferido por un instrumento financiero determinado para comprar, vender, suscribir, canjear o reembolsar un instrumento financiero.

En octubre de 2009 el Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR, 2009), publicó un documento (Question & Answers - Understanding the definition of advice under MiFID) que, a través de un diagrama estructurado en preguntas y respuestas, proporciona los criterios para entender en qué casos nos encontramos ante la prestación del servicio de asesoramiento de inversiones y en cuáles no (Pereda de Pablo, A.R., 2009). Estas cuestiones pueden resumirse en dos fundamentales:

- Que exista una recomendación sobre instrumentos financieros concretos, ya sea explícita o implícita. Entendiendo que una recomendación debe incluir un elemento de opinión por parte de quien presta el servicio, descartándose lo que suponga únicamente una información o explicación de las características y riesgos de una operación o servicio financiero. En consecuencia, la recomendación se contrapone a la transmisión de información o datos objetivos. En general, transmitir información objetiva sin hacer ningún comentario o juzgar su valor o relevancia a los efectos de la decisión del inversor, no es una recomendación (Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2010).

115

En este sentido, es importante distinguir que entre los tres tipos de recomendaciones destacadas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Sólo las denominadas *recomendaciones personalizadas* están bajo el ámbito de este servicio de asesoramiento, quedando fuera las *generales* y las de *asesoramiento genérico*. Las primeras se caracterizan por tratarse de propuestas que deben dirigirse a un inversor concreto y que se presentará como idónea para ese inversor basándose en sus circunstancias personales, de forma explícita o implícita (Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2010).

- La recomendación efectuada debe calificarse como idónea al cliente realizando un análisis de sus circunstancias personales. Para que se cumpla con este requisito basta con que se dé al menos una de las siguientes situaciones: la recomendación se presenta como conveniente o esta se basa en una consideración de las circunstancias personales del cliente, incluyendo estas tanto información objetiva como subjetiva en relación con sus intereses y necesidades (Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2010).

3.2. Tipología de activos financieros

Es importante remarcar en este punto que, por un lado, no todos los productos financieros son regulados por el MiFID, y por otro, indicar que no se recoge una definición general de lo que se considera instrumento financiero en esta normativa. No obstante, en la Sección C del Anexo I de la Directiva 2004/39/CE (Parlamento Europeo, 2004), se recoge

un listado con los productos financieros que se consideran afectados por esta regulación y que se resumen a continuación:

- Valores negociables, instrumentos del mercado monetario y participaciones de organismos de inversión colectiva.
- 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.
 - Materias primas que deban liquidarse en efectivo o que puedan liquidarse en efectivo a petición de una de las partes, o en especie, siempre que se negocien en un mercado regulado o SMN, o mediante entrega física.
 - 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, así como cualquier otro contrato derivado relacionado con activos, derechos, obligaciones, índices y medidas no mencionados anteriormente.
- Instrumentos derivados para la transferencia del riesgo de crédito y contratos financieros por diferencias.

116

Pues bien, a pesar de esta concreción, algunos autores sostienen la existencia de productos financieros no incluidos y que no está clara su inclusión en la normativa analizada: depósitos estructurados, Repos, los "unit-linked", los contratos en divisas, los contratos derivados para cobertura de riesgo de tipo de interés o tipo de cambio contratados conjuntamente con cualquier préstamo, o los contratos de préstamos de valores (Carrascosa y Guisasola, 2008).

Aunque se tratará más adelante, el objetivo de la evaluación de la conveniencia es aportar un amparo adecuado a los inversores en la venta de productos a clientes minoristas que no tengan la experiencia y/o formación necesarias para entender las características y riesgos asociados a dichos productos, y estos requisitos de conveniencia se aplicarán teniendo en cuenta si el producto se considera complejo o no complejo. Por tanto, se hace fundamental aclarar las diferencias entre estos dos tipos de productos.

De este modo, la Directiva 2006/73/CE, establece que para considerar un instrumento como no complejo, debe verificar que "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", que "no implica responsabilidad real o potencial alguna para el cliente que exceda del coste de adquisición del instrumento" y que "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”.

Explícitamente, la citada regulación, identifica como instrumentos no complejos los siguientes:

- Las acciones admitidas a cotización en un mercado regulado o en un mercado equivalente de un tercer país.
- Instrumentos del mercado monetario (incluyendo letras del Tesoro, pagarés y certificados de depósito, con excepción de los librados singularmente).
- Obligaciones y otras formas de deuda titulizadas, exceptos aquellas que incluyan derivados implícitos.
- Acciones y participaciones en Instituciones de Inversión Colectiva armonizadas a nivel europeo.

En este mismo sentido, La CNMV estableció una serie de pautas para considerar un producto no complejo, y por lo tanto, un producto complejo sería cualquier otro que no cumpliera con estas (Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2010):

- Se pueden reembolsar de forma frecuente a precios conocidos por el público. En general, siempre es fácil conocer su valor en cualquier momento y hacerlos efectivos.
- El inversor no puede perder un importe superior a su coste de adquisición, es decir, a lo que invirtió inicialmente. En este sentido, se descartan los productos derivados.
- Existe información pública, completa y comprensible para el inversor minorista sobre las características del producto.

117

3.3. Clasificación de clientes

Para que las entidades adopten las medidas adecuadas para la protección de cada tipo de inversor, MiFID establece la obligación de clasificar a todos los clientes de las entidades en las siguientes categorías:

- *Cliente minorista*: Se trata de un inversor al que se aporta un mayor grado de protección, ya que dispone de menor formación y experiencia en materia financiera. En determinadas circunstancias, este puede solicitar ser considerado como *Cliente Profesional*, con el fin de poder acceder a la contratación de productos dirigidos a esta categoría de clientes.
- *Cliente profesional*: Se trata de aquel cliente que posee la experiencia, la formación y la cualificación necesaria para tomar sus propias decisiones de inversión y para valorar correctamente los riesgos que existen en dichas decisiones, y por tanto conforme a la normativa, requiere una protección menor.
- *Contrapartes elegibles*: Lo conformarían aquellos clientes que tienen el máximo conocimiento, experiencia y capacidad financiera. El nivel de protección que MiFID les otorga es el menor.

3.4. Test de idoneidad y test de conveniencia

Como ya se ha anticipado, las entidades financieras están obligadas a obtener determinada información de sus clientes para evaluar la idoneidad o conveniencia de los productos que se ofrezcan. A tal fin, las entidades deben poner a disposición de los clientes dos tipos de documentos, el test de idoneidad y el test de conveniencia.

3.4.1. Test de idoneidad

Se establece que cuando se preste el servicio de asesoramiento en materia de inversión o de gestión de carteras, la entidad obtendrá la información necesaria sobre los conocimientos y experiencia del cliente sobre la situación financiera y los objetivos de inversión de este. Incluiríamos en esta exigencia a los clientes potenciales, en el ámbito de inversión correspondiente al tipo de producto o de servicio concreto de que se trate. Todo ello con el objetivo de que la entidad pueda recomendar los servicios de inversión e instrumentos financieros que más le convengan. Cuando la entidad no obtenga esta información, no recomendará servicios de inversión o instrumentos financieros al cliente o posible cliente.

118

Las entidades que presten los servicios de asesoramiento en materia de inversión y gestión de carteras deberán obtener de sus clientes, a través de este test, la información necesaria para determinar razonablemente estas recomendaciones de inversión (asesoramiento en materia de inversión) o las decisiones de inversión (gestión discrecional de carteras). Estas recomendaciones deben responder a los objetivos de inversión del cliente y, además:

- Son de naturaleza tal que el cliente puede asumir, desde el punto de vista financiero, cualquier riesgo de inversión que sea coherente con sus objetivos de inversión.
- Son de naturaleza tal que el cliente cuente con los conocimientos y experiencia necesarios para comprender los riesgos que implican.

Como establece la normativa MiFID, la entidad debe acreditar la evaluación de idoneidad realizada a través del test indicado. Es importante indicar que el servicio de asesoramiento en materia de inversión, se puede prestar en diferentes contextos según indica la Comisión Nacional del Mercado de Valores (2010):

- *Asesoramiento recurrente*. En este tipo de asesoramiento el cliente tiene una relación continuada con su asesor que periódicamente le presenta recomendaciones de inversión. El asesoramiento en materia de inversión a clientes que pertenecen a un segmento comercial separado (banca privada o banca personal) se sitúa en este contexto recurrente, haciéndose necesario el seguimiento de las recomendaciones.
- *Asesoramiento puntual o venta asesorada*. En general, la relación comercial con el cliente no se desarrolla en el ámbito del asesoramiento, sin embargo, esporádicamente, la entidad puede realizar al cliente recomendaciones de



inversión. En este ámbito, incluiríamos el segmento comercial genérico (banca comercial o banca universal), cuando se presentan recomendaciones de inversión en el ámbito de la idoneidad. En este ámbito puntual, por la propia naturaleza del mismo, el cliente no debería esperar que la entidad realizase el seguimiento indicado en el punto anterior.

Cuando una operación no pueda considerarse idónea para el mandato recibido del cliente, deberá informarse claramente al cliente de dicha circunstancia y facilitarle una recomendación por escrito (o de forma fehaciente), en el sentido de que su recomendación es que el cliente no realice dicha operación (Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2010). Si el cliente solicita por propia iniciativa una inversión determinada, la normativa establece que estas operaciones se realizarán fuera del ámbito del asesoramiento de idoneidad. En estos casos la entidad deberá extremar los controles para advertir claramente al cliente que sus operaciones se están realizando fuera del citado entorno normativo.

3.4.2. Test de conveniencia

El objetivo del análisis de conveniencia es que la entidad obtenga los datos necesarios para valorar si, en su opinión, el cliente tiene los conocimientos y experiencia necesarios para comprender la naturaleza y riesgos del servicio o producto ofrecido, advirtiéndole en aquellos casos en que juzgue que el producto no es adecuado. La entidad, no estará obligada a evaluarla siempre que se den unas condiciones, entre las que se encuentra que el servicio se preste a iniciativa del cliente.

119

En este sentido, se puede considerar que existe una comunicación personalizada y que el servicio se presta a iniciativa de la entidad cuando se establece contacto directo y personal con el cliente, por cualquier medio, y dicha comunicación contiene una invitación o pretende influir en el cliente con respecto a un instrumento financiero específico o a una operación específica. Si el cliente ordena la compra de un instrumento financiero no complejo sin mediar invitación o indicación alguna previa del personal comercial que le atiende la iniciativa es del cliente y si es este último el que incita al inversor a adquirirlo, en lugar de presentar diversas alternativas, debe considerarse que la iniciativa es de la entidad.

Para efectuar el análisis de conveniencia, la entidad debe analizar tres factores, para determinar si el cliente tiene los conocimientos y experiencia necesarios para entender las características y riesgos que incorpora un instrumento:

- La naturaleza, el volumen y la frecuencia de las transacciones del cliente sobre instrumentos financieros y el periodo durante el que se hayan realizado, es decir su experiencia inversora previa.
- El nivel de estudios, la profesión actual, y en su caso las profesiones anteriores que resulten relevantes, es decir su nivel general de formación y experiencia profesional.

- Los tipos de instrumentos financieros con los que esté familiarizado el cliente, es decir su nivel general de conocimientos financieros.

Para analizar estos factores la entidad puede basarse en información de la que ya disponga, por ejemplo, las operaciones que haya realizado el cliente a través de la propia entidad, o bien preguntar al cliente cuando no disponga de esos datos, por ejemplo, las operaciones que el cliente haya realizado a través de otra entidad. En general, el mecanismo establecido por las entidades para obtener los datos necesarios del cliente, cuando la información no puede obtenerse internamente, es la realización de cuestionarios o test de conveniencia.

La entidad debe estar en todo caso en condiciones de poder acreditar la evaluación de conveniencia realizada, excluyendo la posibilidad de autoevaluación por parte del cliente. Cuando se realicen cuestionarios, una forma de conseguirlo es realizándolos por escrito, separadamente de la orden de compra, y recabar la firma del cliente, o a través de otro soporte que permita dejar constancia fehaciente de ello.

3.5. Principio de ejecución óptima

El principio de ejecución óptima incluido en el MiFID, es otro elemento importante para asegurar la protección del inversor. Podemos definirlo como “el deber de obtener en todo momento el mejor resultado para el cliente. En este sentido, además del precio, deberían tenerse en cuenta otros factores, entre los que cabe destacar: Costes, incluyendo tanto el coste de oportunidad de la ejecución como todos los costes derivados de la misma (comisiones, tarifas, etc.), momento de ejecución, velocidad de ejecución, oportunidad de mejora de precio, anonimato de las contrapartes aspectos relacionados con la compensación y liquidación de las órdenes.” Esta definición, por tanto, tiene una doble perspectiva (Financial Services Authority, 2006):

- El mejor resultado no se limita a la consideración del precio, si no que entran en juego otros aspectos, así podemos incluir variables como los costes de la operativa, limitándose no sólo al análisis de los costes explícitos sino también a los implícitos, el volumen y la posibilidad de obtener un precio inferior por el este, la velocidad en los casos en los que la entidad espere que haya un movimiento adverso del mercado de especial relevancia y cualesquiera otras consideraciones que puedan ser relevantes para la ejecución de la orden.
- Esta obligación no se configura solo como una obligación de resultado (no se exige que se obtenga el mejor resultado posible) sino más bien como una obligación de adoptar lo razonable para desarrollar procesos que, cuando se lleven a cabo ejecuciones de órdenes, permitan obtener los mejores resultados posibles.

3.6. Obligación de informar

El origen de esta circunstancia hay que buscarlo en la teoría de la asimetría entre clientes y empresas de inversión. La información “asimétrica” nos indica que una de las partes en



una relación o transacción económica tiene menos información que otra. En los mercados financieros, esta circunstancia es determinante ya que provoca la ineficiencia y la inestabilidad de estos. Los agentes o intermediarios financieros, obtienen un conocimiento incompleto o limitado del perfil del inversor, y por otra parte, el asesor financiero dispone de mayor información acerca de los productos y servicios y de los riesgos asociados que el cliente.

Este aspecto de obligar a las entidades a suministrar información suficiente es uno de los elementos esenciales y novedosos que se incluyen en la normativa MiFID en lo referente a los deberes generales de comportamiento de la entidad financiera, es decir, esta debe comportarse con diligencia y transparencia cuidando el interés del cliente. La Directiva nos indica en su artículo 27 las condiciones que ha de cumplir la información para considerarla clara, imparcial y no engañosa:

- La información debe ser exacta, suficiente y ser comprensible para el integrante medio del grupo al que se dirige o los receptores probables.
- No debe destacar los beneficios potenciales sin indicar de manera imparcial y visible los riesgos pertinentes, ni encubrir, minimizar u ocultar advertencias importantes.

121

Podemos clasificar las obligaciones de información según el momento en que se producen: *Pre-contractuales* (obligación de informar sobre la entidad financiera y sus servicios, el servicio de gestión de carteras, los instrumentos financieros, la salvaguarda de activos, los costes y los gastos, la política de ejecución de órdenes y la política de conflictos de interés), *Contractuales* (cumplimiento de las obligaciones citadas anteriormente) y *Post-contractuales* (información sobre el servicio de gestión de carteras y los instrumentos financieros de los clientes).

3.7. Gestión de conflictos de interés

La Normativa MiDIF establece que, para determinar la existencia de un conflicto de interés se ha de tener en cuenta “como criterio mínimo, si la empresa de inversión o una persona competente, o una persona directa o indirectamente vinculada a la empresa (...) se encuentra en alguna de las siguientes situaciones (...)”:

- Puede obtener un beneficio, o evitar una pérdida, a expensas del cliente.
- Existe un interés en un determinado resultado en la prestación de un servicio distinto del propio interés del cliente o existen incentivos para favorecer los intereses de otros clientes sobre los del cliente en cuestión.
- Desarrolla la misma actividad que el cliente.
- Existe un incentivo para llevar a cabo la operación diferente de la propia comisión habitual por el servicio (Artículo 21 de la Directiva 2006/73/CE).

Así pues, y según la misma norma, las empresas de inversión deben desarrollar políticas eficaces de gestión de los conflictos de interés, incluyendo en estas las circunstancias que puedan dar lugar a un conflicto de intereses que tenga el riesgo de menoscabar los

intereses de uno o más clientes, y los procedimientos y medidas que habrán de adoptarse para solucionar esos conflictos.

Todas las medidas incluidas en la normativa MiFID y desarrolladas anteriormente, eran numerosas. Podemos resumir las principales dificultades que su puesta en marcha suponía para entidades y Estados afectados (Rodríguez, 2012):

- Existían obligaciones cuya puesta en marcha exigía nuevos desarrollos informáticos, pero cuya novedad no era grande y cuyo contenido era de clara interpretación.
- Las obligaciones derivadas de conceptos realmente nuevos, entre las que destacarían todas las obligaciones derivadas del procedimiento de «mejor ejecución», y que obligó a la CNMV a dar apoyo informativo.
- Existencia de obligaciones que, por novedosas, pero sobre todo por la dificultad de concreción y materialización de algunos conceptos, provocarían controversias tanto en el supervisor como a las entidades.

4. SEGUNDA DIRECTIVA RELATIVA A LOS MERCADOS DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS: MIFID II

Como se ha podido inferir en el análisis realizado en el punto anterior, la normativa MiFID supuso una revolución en la relación entre las Entidades financieras y sus clientes en el ámbito europeo. No obstante, la crisis financiera provocó que aflorara la necesidad de mejora en el funcionamiento de los mercados financieros (principalmente, de falta de transparencia) y de las empresas de inversión (principalmente, en relación con el sistema de gobierno corporativo), así como en la prestación de los servicios de inversión. En este contexto, la Comisión Europea, propone en 2011 una reforma que solucione estos problemas y se propone:

- Un Reglamento con los nuevos requisitos en relación a la provisión de transparencia al público, información sobre transacciones a las autoridades competentes, requisitos para autorización y funcionamiento a los proveedores de data services, la obligada negociación de derivados en mercados organizados y actuaciones específicas de su supervisión.
- Una Directiva que modifique los requisitos para la prestación de servicios de inversión, las excepciones para no aplicar la Directiva, los requisitos organizativos y las normas de conducta para entidades que presten servicios de inversión y para mercados, las facultades de las autoridades y las normas aplicables a países terceros. (Rodríguez, 2012)

Así pues, se impulsó la reforma de la legislación descrita, y en junio de 2014 se publicó en el Diario Oficial de la Unión Europea (DOUE) la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2015, relativa a los mercados de



instrumentos financieros -conocida como MiFID II-, y el Reglamento (UE) n° 600/2014 del Parlamento Europeo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros -MiFIR- que sustituirían los hasta esa fecha en vigor. En el caso de España, sería en septiembre de 2018 cuando se publicó en el BOE el Real Decreto-ley 14/2018, por el que se transpone a la normativa española los preceptos de la Directiva 2014/65/UE, la MiFID II.

La propia Directiva MiFID II ofrece una justificación de la redacción de la norma cuando declara que “la crisis financiera ha dejado al descubierto algunos puntos débiles en el funcionamiento y la transparencia de los mercados financieros. Existe una necesidad de fortalecer el marco regulador de los mercados de instrumentos financieros, también cuando la negociación tiene lugar en mercados extrabursátiles, con el fin de aumentar la transparencia, mejorar la protección de los inversores, reforzar la confianza, abordar los ámbitos no regulados y garantizar que se den a los supervisores las competencias necesarias para desarrollar sus cometidos” (Directiva 2014/65/UE).

4.1 Test de idoneidad y test de conveniencia

Los contenidos principales en relación con estos test de MiFID I se mantienen en la nueva norma. No obstante, se producen mejoras asociadas a lo relativo a la información y a la diferenciación entre productos complejos y no complejos. Respecto al test de idoneidad, la nueva Directiva exige que se obtenga más información acerca de la situación financiera del cliente y sobre su capacidad para soportar pérdidas, sus objetivos de inversión, destacando la información acerca del nivel de tolerancia al riesgo del mismo. Por otra parte, se obliga a las entidades a remitir al cliente el informe acerca de cómo la recomendación o el asesoramiento en cuestión encajan con las características determinadas en el test de idoneidad (Álvarez, 2018).

123

En referencia al test de conveniencia, las principales modificaciones, como ya se ha anticipado, aparecen en relación con el concepto de producto complejo. La relevancia de esta distinción, recordamos, está en relación con la no obligación de realizar el test de conveniencia en las órdenes de mera ejecución, siempre que se cumplieran determinados requisitos. Pues bien, en esta nueva Directiva todo producto cuyas características no le permitan subsumirse en la definición de producto no complejo, será considerado complejo, añadiendo criterios nuevos a los ya incluidos en la MiFID para la consideración de producto no complejo (Álvarez, 2018):

- No incluye una cláusula o condición que altere de forma fundamental la naturaleza o el riesgo de la inversión o del perfil de pago.
- No incluyen gastos de salida que puedan hacer a la inversión no líquida.

No obstante, si, a pesar de no ser productos complejos, la prestación de varios servicios aumenta la complejidad de la operación, de tal modo que pueda dificultar la comprensión de los riesgos que esta entraña, se deberá practicar el test de conveniencia.

4.2 Principio de ejecución óptima

Las principales modificaciones en relación con el principio de ejecución óptima se centran en el establecimiento de medidas necesarias para que se pueda garantizar el cumplimiento de este principio. Para ello, las entidades de inversión debían mejorar los sistemas de control, como prueba para los clientes de que este se efectuaba de forma efectiva en lo referente a los procesos relativos a las órdenes de ellos (Arranz, 2013). Independientemente de lo descrito, se introducen algunos cambios más:

- Los centros de ejecución estarán sujetos a la obligación de publicar, con carácter anual, información sobre la calidad de sus ejecuciones, incluyendo, al igual que ya tenían que hacer las empresas de inversión, información relativa al precio, los costes, la velocidad y la probabilidad de ejecución de órdenes relativas a cada instrumento financiero.
- Las empresas de inversión tienen la obligación de publicar, con carácter anual, sus cinco centros de ejecución más empleados, indicando la calidad de la ejecución de las transacciones en cada uno de esos centros.
- Las empresas de inversión estarán sujetas a las obligaciones de poner a disposición del cliente de forma “clara y suficientemente detallada”, así como transmitirse de forma que pueda ser entendida de forma clara por el cliente, su política de ejecución.
- Las empresas de inversión ya no solo deberán demostrar al cliente que están cumpliendo con su propia política de ejecución, sino que deberán poder demostrarlo ante las autoridades nacionales competentes. Además, estas empresas no podrán recibir ningún tipo de remuneración por dirigir las órdenes a un determinado centro de ejecución.

4.3 Obligación de informar

Las novedades de MiFID II relativas a la obligación de informar de las empresas de inversión se centran, fundamentalmente, en tres aspectos:

- Información relativa a los instrumentos financieros: Se deberán incluir advertencias y orientaciones acerca de los riesgos inherentes a los instrumentos o estrategias de inversión en cuestión y se deberá incluir referencias y un ejemplo de los posibles impedimentos o restricciones a la desinversión.
- Información adicional que se ha de aportar en el caso de prestar un servicio de asesoramiento de inversión: Se deberá incluir si el asesoramiento es independiente o no, si está basado en un análisis amplio de los distintos instrumentos y productos existentes en el mercado o si, por el contrario, se ha realizado con base en los instrumentos y productos emitidos por la propia entidad o por otras vinculadas a esta y si se va a realizar un seguimiento de la idoneidad del producto.
- Información sobre los costes y gastos asociados al servicio: Se deberán incluir tanto en el caso de la inversión como de los servicios auxiliares, así como los pagos que deban realizarse a terceros, debiéndose entregar, si así lo exige el

cliente, información sobre la totalidad de costes y cargos desglosada por conceptos.

5. PERFIL DEL INVERSOR A TRAVES DE LA APLICACIÓN DEL TEST DE CONVENIENCIA E IDONEIDAD: ANÁLISIS ESTADÍSTICO

En el siguiente análisis se pretende establecer las principales pautas que se pueden relacionar con las características y perfiles de un inversor respecto a la idoneidad y la conveniencia de realizar una inversión en productos clasificados como complejos, basando este en los test de idoneidad y conveniencia que se recoge en la normativa MiFID y descritos en los apartados anteriores. Para la realización de los siguientes análisis, se ha procedido a utilizar una muestra compuesta por 79 personas que manifiestan su intención de realizar una inversión en los denominados productos complejos y que acceden a la realización del test de conveniencia e idoneidad. Estas 79 personas pertenecen al mercado bancario local de Cartagena (Murcia).

Se diseñó un cuestionario elaborado a partir de las principales cuestiones que la normativa MiFID recomienda incluir en estos test y que sirva como un instrumento válido y fiable y así, realizar las mediciones oportunas. Los datos se recogieron expresamente para este trabajo y la información comprende diversos bloques de variables de carácter cualitativo: variables relativas al perfil socio-demográfico (edad, género, nivel académico e ingresos), variables incluidas en cuestiones relativas a la formación y conocimientos del inversor de los mercados financieros y sus posibles riesgos, y por último, cuestiones relativas a las características de la inversión a realizar (horizonte temporal, pérdidas a asumir para deshacer la posición, porcentaje de esta sobre su patrimonio y efecto de estas pérdidas en su situación patrimonial).

125

5.1 Análisis descriptivo de las variables

Como podemos observar en la Tabla 1, los datos recogidos en la muestra se reparten casi equitativamente entre hombres y mujeres (51,9% y 48,1% respectivamente), y si atendemos a la edad de los encuestados, casi el 90% se corresponden con encuestados de más de 35 años.

Es importante destacar que estamos analizando el perfil del inversor, y parece lógico considerar que es a partir de esta edad cuando en general los individuos disponen de capacidad económica para plantearse invertir en cualquier tipo de activo financiero. De este segmento, los inversores de la muestra se reparten casi por igual entre los intervalos de 36 a 50 años, 50 a 65 y más de 65 años.

Tabla 1: Tabla de contingencia entre Intervalos de edad y Género

% del total		GENERO		Total
		Hombre	Mujer	
Intervalo edad	Hasta 35 años	6,3%	6,3%	12,7%
	De 36 a 50 años	15,2%	12,7%	27,8%
	De 51 a 65 años	15,2%	15,2%	30,4%
	Mas de 65 años	15,2%	13,9%	29,1%
	Total	51,9%	48,1%	100,0%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la muestra

Respecto al nivel formativo de los encuestados, destacar un porcentaje mayoritario de individuos con Enseñanza Obligatoria (43%), que se corresponden principalmente con el intervalo de edad mayor de 65 años. La franja entre 36 y 65 años, concentran la mayor parte de estudios de Bachiller (24,1%), y como cabía esperar, el perfil universitario se corresponde con edades entre 36 y 50 años. Solo un 2,5% de los encuestados tenían formación complementaria relativa a los mercados financieros (véase la tabla 2).

Tabla 2: Tabla de contingencia entre Nivel formativo y Edad.

% del total		Intervalo edad				Total
		Hasta 35 años	De 36 a 50 años	De 51 a 65 años	Mas de 65 años	
Formacion	Educacion obligatoria		1,3%	15,2%	26,6%	43,0%
	Bachiller	2,5%	12,7%	11,4%	2,5%	29,1%
	Universidad	10,1%	12,7%	2,5%		25,3%
	Mercados financieros		1,3%	1,3%		2,5%
	Total	12,7%	27,8%	30,4%	29,1%	100,0%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la muestra

Analizando ahora las cuestiones planteadas en el cuestionario, relativas a los ingresos de los participantes en la encuesta, destacamos que el 90% de los futuros inversores muestran cierta estabilidad por tratarse mayoritariamente de ingresos por rentas del trabajo, pensión o rendimientos periódicos de inversiones. Como podemos desglosar en la siguiente tabla (Tabla 3), un porcentaje que se acerca al 80%, dispone de ingresos inferiores a 30.000 €, un 17,7% entre esta cantidad y 50.000 € y el 2,5% los tiene superiores a 50.000 €.



Tabla 3: Distribución de frecuencias de la variable Ingresos.

	Frecuencia	Porcentaje
Hasta 18000	28	35,4
18000-30000	35	44,3
30000-50000	14	17,7
Mas de 50000	2	2,5
Total	79	100,0

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la muestra

Para evaluar el nivel de conocimiento que tienen los encuestados en relación al funcionamiento y los riesgos que se derivan de las inversiones en activos financieros se han planteado cuatro cuestiones acerca de los posibles riesgos y consecuencias de la inversión ante: Problemas de solvencia de la entidad emisora, problemas de liquidez del activo, consecuencias del riesgo del mercado de inversión y, por último, los riesgos de efectuar la inversión en moneda distinta al Euro (véase tabla 4).

Tabla 4: Resumen de frecuencias en las cuestiones relativas al nivel de conocimiento sobre los riesgos existentes.

127

Conocimiento consecuencias problemas solvencia en inversion	Frecuencia	Porcentaje
Si	79	100,0

Conocimiento consecuencias problemas liquidez en inversion	Frecuencia	Porcentaje
No	2	2,5
Si	77	97,5
Total	79	100,0

Conocimiento consecuencias riesgo del mercado en inversion	Frecuencia	Porcentaje
Si	76	96,2
No	3	3,8
Total	79	100,0

Conocimiento consecuencias problemas moneda extranjera en inversion	Frecuencia	Porcentaje
Si	57	72,2
No	22	27,8
Total	79	100,0

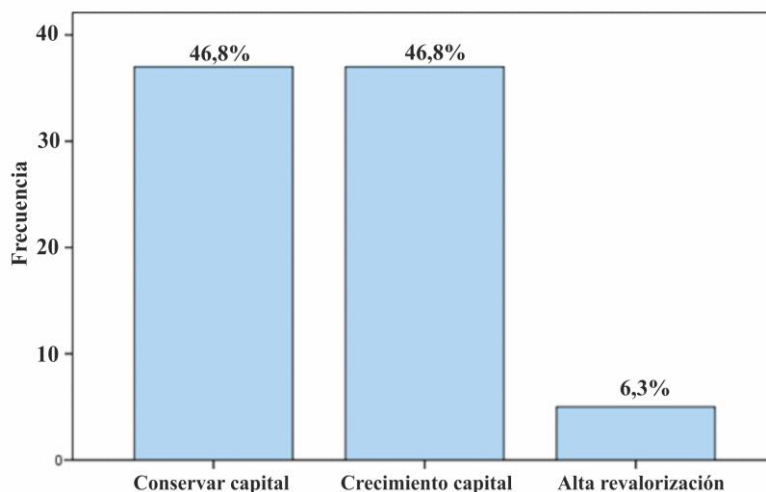
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la muestra

Podemos concluir con el análisis de los datos, que el 100% de los encuestados dispone de conocimientos suficientes respecto a la primera cuestión, y presenta porcentajes superiores al 95%, los que conocen las consecuencias de falta de liquidez o riesgo de

mercado. Resulta llamativo que la mayor frecuencia de desconocimiento (27,8%) se corresponde con la cuestión que introduce la moneda extranjera y las consecuencias de las variaciones en el Tipo de Cambio en el importe invertido, lo que nos induce a considerar este tipo de inversiones como más sensibles respecto a la idoneidad de su realización. El cuestionario presenta diversas preguntas destinadas a evaluar las características de la inversión a realizar, relacionándola con el perfil del inversor y sus ingresos:

- **Objetivo de la inversión:** Solo un 6,3% tiene como fin de la inversión la obtención de una alta rentabilidad, y según los datos muestrales tanto el objetivo de conservar capital (perfil conservador) como el de obtener un incremento del capital (perfil más moderado) se reparten el resto con niveles similares en torno al 46%. Una vez más, destaca el perfil medio conservador del inversor (véase gráfico 1).

Gráfico 1: Resumen de frecuencias relativas al objetivo de la inversión a realizar.

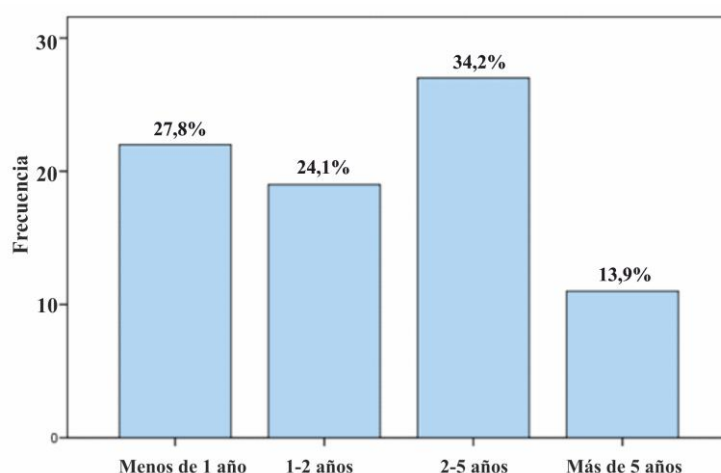


Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la muestra

- **Horizonte temporal de la inversión:**

Una de las variables a considerar cuando analizamos el perfil del inversor, es la duración prevista de la inversión. Inicialmente, cuanto mayor sea este horizonte temporal, más conservadora es la estrategia. En este sentido y como se observa en el gráfico 2, en los datos derivados de la muestra, se produce un reparto más equitativo entre las distintas opciones incluidas en el cuestionario. Solo el 13,9% se plantea una duración superior a 5 años, y destaca con un 34,2% una duración entre 2 y 5 años.

Gráfico 2: Resumen de frecuencias relativas al horizonte temporal de la inversión a realizar.



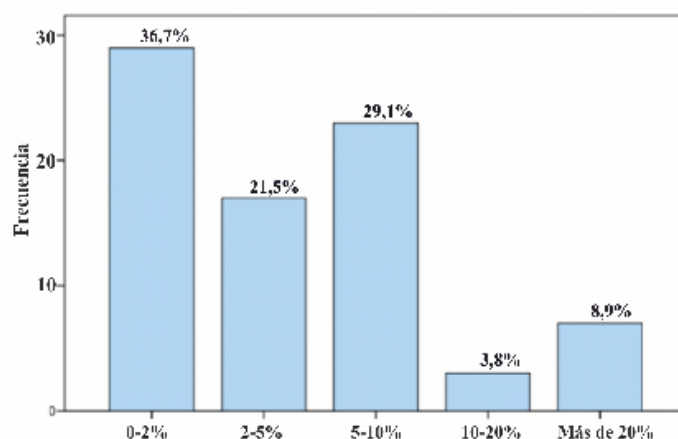
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la muestra

- ¿Cuál sería el descenso que se debería producir en la inversión para plantearse deshacer la posición total o parcial de lo invertido?

Como se aprecia en las frecuencias expuestas en el gráfico 3, el perfil medio del inversor solo en un porcentaje acumulado del 12,7% se muestra dispuesto a mantener la inversión con pérdidas superiores al 10% del importe invertido. Es decir, en general estamos ante un perfil conservador-moderado de media.

129

Gráfico 3: Resumen de frecuencias relativas al descenso en la inversión para deshacer posición.

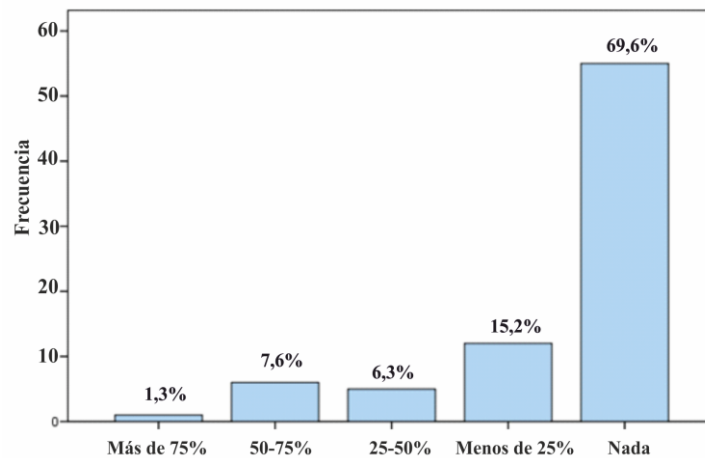


Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la muestra

- ¿Qué parte de la inversión se podría necesitar antes de 12 meses?

En general estamos en presencia de un individuo que afronta su inversión siendo consciente que es deseable la no urgencia en necesitar el importe en un periodo razonable de tiempo. Según el Gráfico 4, un porcentaje del 70% no necesitara este importe antes de un año, y por tanto está en disposición de conservar su posición en caso de pérdidas coyunturales.

Gráfico 4: Resumen de frecuencias relativas al importe de la inversión que podrá necesitar antes de un año.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la muestra

- ¿Qué porcentaje representa el importe de la inversión sobre el patrimonio del inversor, y cuál sería la pérdida máxima a asumir sin que afecte a la forma de vida de este?

130

Respecto al importe que este inversor medio dedicaría a la inversión, un 84,8%, dedicara un máximo del 30% de su patrimonio, dato que refleja un perfil medio moderado/conservador. Solo un 15,2% de los encuestados se plantea superar este límite. La conveniencia de afrontar una inversión, también depende de la pérdida máxima que no afectaría a la situación patrimonial, y en nuestra encuesta, un 88,6% del total, estima que este porcentaje estaría por encima de 20% de pérdidas, siendo las superiores al 30%, un 75,9% de la muestra (véase tabla 5).

Por último, y en función de las distintas opciones marcadas por el encuestado, el analista debe establecer los criterios de conveniencia e idoneidad, para calificar el perfil del cliente. En la encuesta se han considerado distintos perfiles:

- Conveniente avanzado: muestran un carácter cortoplacista y tiene como principal objetivo el crecimiento patrimonial, por lo que admite una exposición significativa al riesgo.
- Conveniente conservador: inversores a largo plazo que no quieren asumir riesgos que supongan perder una parte pequeña de su capital.
- Conveniente avanzado experto: muestra características similares al anterior, pero añadiendo un alto grado de formación o experiencia en mercados financieros.
- Conveniente moderado: este inversor muestra un mayor grado de tolerancia al riesgo, dispuesto a asumirlo a cambio de obtener rentabilidades superiores.
- No conveniente: se descarta la conveniencia de que el cliente efectúe la inversión analizada.



Tabla 5: Resumen de frecuencias relativas al % de inversión respecto a patrimonio y % de pérdida máxima a asumir.

% que supone la inversión respecto a ingresos	Frecuencia	Porcentaje
60-80%	5	6,3
30-60	7	8,9
Menos 30%	67	84,8
Total	79	100,0

% pérdida a asumir	Frecuencia	Porcentaje
0-10%	6	7,6
10-20%	3	3,8
20-30%	10	12,7
Mas de 30 %	60	75,9
Total	79	100,0

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la muestra

Los resultados se muestran en la siguiente tabla y ponen de manifiesto, como ya se ha ido anticipando, una mayoría de inversores con un perfil moderado y conservador, con un 36,7% y 40,5% respectivamente. Según la encuesta, un 10,1% se consideran no convenientes, y se consideran con un perfil avanzado un total de 12,7% (véase tabla 6).

131

Tabla 6: Resumen de frecuencias relativas al resultado de la encuesta para establecer el perfil del inversor.

	Frecuencia	Porcentaje
Conveniente avanzado	7	8,9
Conveniente conservador	32	40,5
Conveniente avanzado experto	3	3,8
Conveniente moderado	29	36,7
No conveniente	8	10,1
Total	79	100,0

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la muestra

Resumiendo, según los datos tratados, el análisis descriptivo nos indica un perfil medio del inversor que se correspondería con el de un individuo con formación académica media, con suficientes conocimientos de los mercados financieros. Que dispone de unos ingresos medios de 20.000 euros, dispuesto a invertir un máximo del 30% de su patrimonio por un periodo de entre 2 y 5 años y que solo está dispuesto a ceder pérdidas máximas del 10%, derivándose un perfil medio moderado o conservador y que presenta conveniencia como resultado del test.

5.2 Análisis estadístico inferencial

En este punto se pretende relacionar las variables incluidas en la encuesta con los resultados finales que recomienda el analista. Para ello, se estudiarán las distintas tablas de contingencia entre las distintas variables y dicha recomendación, así como los resultados del Test Chi-cuadrado de dependencia entre estas, que nos indicará si las distintas respuestas no están más relacionadas con un perfil inversor concreto que con otro. En este contexto, indicar que las variables socio-demográficas de los individuos (género, edad, nivel académico o conocimientos sobre los mercados financieros) no están relacionadas con el resultado final del cuestionario y no se incluyen en la tabla 7, es decir, nos centraremos en las características de la inversión y las variables asociadas a esta, que sí están relacionadas con la recomendación final a través del citado test de dependencia.

Según los resultados de este análisis, existen cuatro variables que determinan y son dependientes con las recomendaciones del experto respecto al perfil y la conveniencia de la inversión. Los datos agrupados de estas variables y su relación con la recomendación del analista se muestran en la siguiente tabla combinada, que incluye el resultado del test de dependencia. Las cuatro variables nos muestran un p-valor inferior a 0,0001 y por tanto rechazaríamos la hipótesis nula de independencia entre estas y los resultados finales y recomendación del analista (véase tabla 7).

- **Horizonte temporal:** Una duración entre 1 y 2 años se relaciona significativamente con un resultado de conveniente conservador, que se transforma en moderado si el límite de este horizonte se amplía a 5 años. Los perfiles avanzados se corresponden con duraciones superiores a este plazo. Por último, si este límite se fija antes de un año, no se recomienda la inversión.
- **Descenso de la inversión para deshacer posición:** Si este descenso tiene un límite superior del 5%, el perfil correspondiente es el de conservador, que pasa a ser moderado si el resultado de la cuestión está entre el 5% y el 10%. Como sería de esperar, se clasifica como avanzado si el porcentaje mínimo es del 20%, y descartaríamos la conveniencia si no se quiere superar el 2%.
- **Porcentaje de la inversión sobre patrimonio:** En este caso, y a pesar de mostrar dependencia, los resultados son más difusos. Porcentajes entre un 30% y un 60%, están relacionados con el resultado de no conveniencia de la inversión.
- **Porcentaje de pérdida para que afecte a la situación patrimonial:** Una proporción máxima del 20%, está relacionada con un diagnóstico de no conveniente. Un porcentaje superior a este está más relacionado con resultados de inversión conveniente.

Como conclusión al análisis efectuado, indicar que resulta evidente que las preguntas del test de conveniencia y de idoneidad, impuesta por la normativa MiFID, están relacionadas con la clasificación final del perfil inversor del cliente y sirve para efectuar una



recomendación correcta acerca de la conveniencia de ofrecer a los clientes de productos complejos.

Tabla 7: Resumen de frecuencias relativas a la relación de la variable Recomendación con las que presenta relación de dependencia.

		Recomendación				
		Conveniente avanzado	Conveniente conservador	Conveniente avanzado experto	Conveniente moderado	No conveniente
		Frecuencia	Frecuencia	Frecuencia	Frecuencia	Frecuencia
Horizonte temporal	Menos de 1	0,00%	17,72%	0,00%	1,27%	8,86%
	1-2	1,27%	18,99%	0,00%	2,53%	1,27%
	2-5	1,27%	2,53%	0,00%	30,38%	0,00%
	Mas de 5	6,33%	1,27%	3,80%	2,53%	0,00%
Test Chi-cuadrado		p-valor<0,00001 Se rechaza hipótesis nula de independencia				
Descenso en inversión para deshacer posición	0-2 %	0,00%	24,05%	0,00%	2,53%	10,13%
	2-5 %	0,00%	15,19%	0,00%	6,33%	0,00%
	5-10%	1,27%	1,27%	0,00%	26,58%	0,00%
	10-20%	2,53%	0,00%	0,00%	1,27%	0,00%
	Mas de 20%	5,06%	0,00%	3,80%	0,00%	0,00%
Test Chi-cuadrado		p-valor<0,00001 Se rechaza hipótesis nula de independencia				
% que supone la inversión respecto al patrimonio	60-80%	0,00%	1,27%	0,00%	0,00%	5,06%
	30-60	0,00%	3,80%	0,00%	0,00%	5,06%
	Menos 30%	8,86%	35,44%	3,80%	36,71%	0,00%
	80-100%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Test Chi-cuadrado		p-valor<0,00001 Se rechaza hipótesis nula de independencia				
% perdida a asumir	0-10%	0,00%	1,27%	0,00%	2,53%	3,80%
	10-20%	0,00%	1,27%	0,00%	0,00%	2,53%
	20-30%	0,00%	7,59%	0,00%	1,27%	3,80%
	Mas de 30 %	8,86%	30,38%	3,80%	32,91%	0,00%
Test Chi-cuadrado		p-valor<0,00001 Se rechaza hipótesis nula de independencia				
TOTAL		79				

133

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la muestra

6. CONCLUSIONES

El objetivo principal que se pretende con este trabajo es, por un lado, analizar las circunstancias del entorno económico bajo las cuales se desarrollan las normativas comunitarias MiFID, en sus dos propuestas de 2006 y 2014, así como su análisis y sus efectos prácticos en la relación de las instituciones financieras y sus clientes.

Dada la incidencia que el contexto económico y, sobre todo, el de los mercados financieros ha tenido en el nacimiento y desarrollo posterior de la normativa MiFID, el trabajo se inició con un análisis del entorno económico nacional e internacional en el ámbito financiero para situar y contextualizar la llegada de este tipo de normativa, prestando especial atención a las distintas fases expansivas y recesivas observadas en los últimos años.

Posteriormente se han desarrollado los aspectos fundamentales de este marco normativo, tanto en su primera iniciativa en 2006, como su posterior revisión en 2014, desglosando

en ambos casos los elementos más importantes y que condicionan la relación entre las instituciones financieras y sus clientes. Como se ha comprobado, ambas nacen con un objetivo prioritario, reforzar la protección al inversor, estableciendo una serie de elementos que aportan eficacia, transparencia y seguridad a la relación de estos con las entidades de inversión. Destacar que con la llegada de la crisis económica y sus efectos sobre entidades y sobre todo, sobre el colectivo de inversores, se hizo necesaria una revisión de la Directiva MiFID, para corregir y mejorar la ya existente.

Por último, se efectuó la realización de un análisis estadístico, a través de la realización de una encuesta a distintos inversores y su posterior estudio desde un punto de vista descriptivo e inferencial y donde se han establecido el perfil medio del inversor de productos complejos y se ha contrastado la eficacia de los test de idoneidad y conveniencia, elementos fundamentales del MiFID, para clasificar a los posibles clientes y evaluar la conveniencia de efectuar la inversión, ya que efectivamente las respuestas a las distintas preguntas están significativamente relacionadas con los diversos perfiles, con lo que se demuestra que los grupos así clasificados son estadísticamente distintos. Estos grupos muestran valores significativamente distintos en el carácter temporal de la inversión, la exposición patrimonial consecuencia de la inversión a realizar o los retornos o rentabilidades esperadas. Así cobra una especial importancia la efectiva recopilación de estos datos por parte de las entidades financieras a través de los test de conveniencia e idoneidad descritos en este trabajo.

134

BIBLIOGRAFÍA

ÁLVAREZ ALBA¹, J. (2018). “MiFID II: Incorporación en las entidades financieras.” Cuadernos del Tomás. ISSN 1889-5328, N°. 10. Págs. 49-75. Disponible en: <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=6573027> [Consulta: 15-05-2020].

ARRANZ PUMAR, G. (2013). “La reforma de la MiFID y la mayor protección del inversor minorista”. Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos. Fundación de Estudios Financieros. Págs. 175-183. Disponible en: https://www.ieaf.es/p/item/download/871_f03d7b8f425c4d4d530a2f1562e83e7b [Consulta: 02-07-2020].

BANCO DE ESPAÑA. (2017). *Informe sobre la crisis financiera y bancaria en España, 2008-2014*. Disponible en: <https://www.bde.es/bde/es/secciones/informes> [Consulta: 22-05-2020].

CARRASCOSA, A. Y GUIASOLA, B. (2008). “Cuestiones prácticas en la aplicación del MiFID”. Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos.



Disponible en: <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=2983983>
[Consulta: 10-07-2020].

CESR, COMITÉ EUROPEO DE REGULADORES DE VALORES. (2009). *Understanding the definition of advice under MiFID*- Disponible en: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/10_293.pdf
[Consulta: 15-07-2020].

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES. (2010). *Guía sobre la prestación del servicio de asesoramiento en materia de inversión*. Departamento de supervisión ESI-ECA. Disponible en: <http://www.cnmv.es/Portal/Legislacion/Guias-Tecnicas.aspx> [Consulta:18-07-020].

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES. (2010). *Guía sobre catalogación de los instrumentos financieros como complejos o no complejos*. Departamento de supervisión ESI-ECA. Disponible en: <http://www.cnmv.es/Portal/Legislacion/Guias-Tecnicas.aspx>[Consulta:10-07-020].

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES. (2010). *Guía de actuación para el análisis de la conveniencia y la idoneidad*. Departamento de Supervisión ESI-ECA. Disponible en: <http://www.cnmv.es/Portal/Legislacion/Guias-Tecnicas.aspx> [Consulta:18-07-020].

135

FINANCIAL SERVICES AUTHORITY. (2006). “MiFID: clasificación de productos”. Sitio web de Financial de Treasurers. Disponible en: https://www.treasurers.org/ACTmedia/mifid_classification.pdf [Consulta: 10-07-2020].

FUNDACIÓN INVERCO. (2010). *El impacto de la crisis económica y financiera en la inversión colectiva y en el ahorro-previsión*. Disponible en: www.inverco.es/archivosdb/el-impacto-de-la-crisis-economica-y-financiera
[Consulta: 15-07-2020].

MYRO, RAFAEL. (2017). *Crecimiento económico y cambio estructural*. Lecciones de economía española. Civitas Thomson Reuters. Madrid.

PARLAMENTO EUROPEO. (2004). *Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros*. Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=celex%3A32004L0039> [Consulta: 06-06-2020].

PARLAMENTO EUROPEO. (2006). *Directiva 2006/73/CE de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, 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. Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=celex%3A32006L0073> [Consulta: 15-07-2020].

PEREDA DE PABLO, A.R. (2009). “El concepto de asesoramiento de inversiones en MiFID tras la publicación del Question & Answers de CESR”. *Revista de derecho del mercado de valores*, ISSN 1888-4113, N°. 7. Págs. 355-364. Disponible en: <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=3297841> [Consulta: 12-05-2020].

RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ DE CASTRO, P. (2012). “La reforma de la MiFID: protección del inversor”. *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos*. Disponible en: <https://www.fef.es/papeles-de-la-fundacion/item/download>. [Consulta: 25-05-2020].

SÁNCHEZ DAZA, A. (2001). “Información asimétrica y mercados financieros emergentes”. *Análisis Económico*, vol. XVII, núm. 34, segundo semestre, 2001, pp. 35-66. Universidad Autónoma Metropolitana Unidad Azcapotzalco Distrito Federal, México. Disponible en: <https://www.redalyc.org/pdf/413/41303402.pdf> [Consulta: 10-04-2020].

