

MiFID II: Incorporación en las entidades financieras

JAVIER ÁLVAREZ ALBA¹

Centro de Estudios Financieros (CEF)
javicici16@gmail.com

SUMARIO

La Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros, *MiFID*, *Markets in Financial Instruments Directive* por sus siglas en inglés, fue una norma implementada en el año 2004 a través de un proceso de decisión por parte del Consejo de la Unión Europea y el Parlamento Europeo que introduce un mercado único en materia de regulación para el sector financiero en 28 Estados de la Unión Europea y 3 Estados del Área Económica Europea. Con ello, el Regulador Europeo pretende completar el mercado de servicios financieros, respondiendo a los cambios tecnológicos que entraban a formar parte del sistema, así como una mayor protección al inversor fomentando la equidad, transparencia y eficacia. En 2010 se produce una consulta de revisión por parte de la Comisión Europea sobre esta primera norma para la creación de MiFID II, que pretendía una mayor transparencia junto con una mayor protección a través de cambios importantes como la prohibición de las retrocesiones o los conocimientos necesarios para informar a un cliente. En este trabajo, se aborda la entrada en vigor de MiFID II en España a partir de 2018 en las Entidades Financieras, su impacto en el modelo de negocio de las mismas, y las consecuencias para los clientes.

Palabras clave: MiFID II, protección, modelo de negocio, segmentación, transparencia.

¹ Javier ÁLVAREZ ALBA es Graduado en Economía por la Universidad de Salamanca. Actualmente es estudiante del Máster en Banca y Asesoría Financiera en el Centro de Estudios Financieros (CEF).

SUMMARY

The Markets in Financial Instruments Directive, MiFID, was a standard implemented in 2004 through a decision process by the Council of European Union and the European Parliament that introduces a single market in terms of regulation for the financial sector in 28 European Union members and also 3 members of Economic European Area. With this, the European Regulator intends to complete the financial services market responding to the technological changes that became part of the system, as well as greater protection for the investor by promoting equity, transparency and efficiency. In 2010 there is a review consultation by the European Commission on this first rule for the creation of MiFID II, which sought greater transparency together with greater protection through important changes such as the prohibition of retrocessions or the necessary knowledge to inform a customer. In this work, the entry into force of MiFID II in Spain as of 2018 in the Financial Institutions, its impact on the business model and the consequences for customers is addressed.

Key words: MiFID II, protection, business model, segmentation, transparency

1. INTRODUCCIÓN

En pleno nacimiento de la crisis financiera, los organismos europeos consideraron oportuno lanzar una regulación que englobe los servicios financieros de manera que no se produzcan irregularidades a la hora de comercializar estos productos. MiFID, por sus siglas *Markets in Financial Instruments Directive* es una directiva que se traspone a los 28 estados miembros de la Unión Europea y que entra en vigor el 1 de Noviembre de 2007. Con ello, se pretendía que las entidades financieras que operaban en el espacio europeo fuesen más competitivas entre sí, mejorando la transparencia y la eficiencia en los mercados financieros europeos además de tener muy en cuenta la posición del inversor, que con esta regulación saldrá reforzada.

En definitiva, la norma surge para la protección del cliente controlando aspectos de las entidades como pueden ser una mayor información a los clientes sobre lo que están contratando, recogida de información acerca de los productos convenientes para el cliente o qué servicios son idóneos para él.

Tras varios años de aplicación de la normativa MiFID I y en uno de los peores escenarios de la historia tras la crisis que se vivió mundialmente, surge la necesidad de reforzar el marco regulatorio que se venía practicando, de manera que se incluyesen mejoras cuya necesidad se ha evidenciado en estos últimos años. La normativa de MiFID II entró en vigor el 3 de Enero de 2018, y según la CNMV, los objetivos básicos en los que mejora a la anterior normativa son la canalización de la negociación que se realiza al margen de los entornos organizados, mayor transparencia en la fase previa y posterior a la negociación y mayores controles sobre la negociación algorítmica, entre otros.

Dentro de los mayores cambios que se producen con el Reglamento y que afectan de manera directa a las entidades financieras y su funcionamiento, toman importancia la prohibición de las retrocesiones por parte de las gestoras a los comercializadores, lo que hace que figuras como los agentes y las EAFI's tengan un mayor protagonismo en el entorno del asesoramiento financiero, que podrá ser independiente o dependiente, la mayor transparencia en la información, que se traduce en un conocimiento en todo momento de las tarifas que se le aplican al cliente en toda la transacción, y con ello también una mayor preparación de las personas que pueden asesorar a los clientes, que deben contar con una certificación oficial para ello.

Estos cambios han traído mucha polémica en parte porque los costes que supone su implementación afectarán a los balances de las entidades. Sólo las comisiones que se aplicaban, aportaban a los beneficios anuales cerca de 1000 millones de euros, según la CNMV. En este trabajo, se abordarán las cuestiones que comprenden la regulación, la mejora de los aspectos para clientes y entidades y los inconvenientes que supone para cada uno. Se tratará de poner en evidencia por qué es importante esta regulación para el sistema financiero y qué retos futuros podemos proponer para mejorar la misma.

2. MIFID II: NORMATIVA Y EVOLUCIÓN

2.1. ¿QUÉ ES MIFID II? NORMATIVA

El 3 de Enero de 2018 entra en vigor la normativa MiFID II (*Markets in Financial Instruments Directive*) que es la Directiva 2014/65/UE que tiene por objeto principal regular las condiciones de autorización y funcionamiento de las Empresas de Servicios de Inversión (ESI), incluyendo la libertad de establecimiento y prestación de servicios en la UE.

- La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) resume los objetivos de esta directiva que mejora a su predecesora, MiFID I², en cuatro puntos:
- Persigue que la negociación organizada se desarrolle en plataformas reguladas.

2 MiFID I: La Directiva 2004/39/CE relativa a los mercados de instrumentos financieros reguló a nivel de la UE la prestación de servicios de inversión por las empresas de servicios de inversión y entidades de crédito así como el funcionamiento de los mercados.

- Introduce reglas sobre negociación algorítmica.
- Mejora la transparencia y la supervisión de los mercados financieros, incluidos los mercados de derivados y aborda determinadas carencias de los mercados de derivados sobre materias primas.
- Refuerza la protección del inversor y las normas de conducta así como las condiciones de competencia en la negociación y la liquidación de instrumentos financieros.

Por su parte, MiFIR es el Reglamento UE 600/2014 referido a los mercados financieros que establece las obligaciones entre las partes en la fase de negociación de la prestación de servicios financieros, así como vela por una transparencia en la fase previa y posterior en relación con las autoridades competentes y los inversores. Dentro de las principales novedades de la nueva regulación tenemos:

- Se extiende el control sobre otros productos y actividades. Se establecen normas específicas sobre conflictos de interés y deja la puerta abierta a Estados Miembros para imponer restricciones.
- Se prohíben los incentivos.
- Se refuerza la protección del inversor: para ser independiente, el asesoramiento se debe de hacer sobre un amplio rango de productos (no solo los que oferte la entidad) y se debe abstener de recibir incentivos de terceros.
- Se crea una estructura de mercado denominada OTF (*Organised Trading Facilities*) para bonos, derivados y otros productos estructurados.
- Traerá mayor transparencia en materia de asesoramiento.
- Mejora el gobierno corporativo y se promueve una formación obligatoria del personal que esté capacitado para asesorar en materia de inversión. Se deberá certificar con un título la cualificación del personal.
- Mayor intervención de los Supervisores con capacidad para prohibir ciertos productos o actividades financieras con mayores sanciones.

2.2. EVOLUCIÓN FINANCIERA EN LA UNIÓN EUROPEA. EL PASO DE MIFID A MIFID II: CAMBIOS REGULATORIOS Y NORMATIVOS

A partir de septiembre de 2008 se desató la mayor crisis financiera de los últimos 90 años. Sin entrar a valorar el impacto en la economía y en los mercados financieros, la crisis resultaría determinante para el desarrollo e implantación de la Directiva MiFID I y posteriormente MiFID II objeto del presente trabajo.

Consolidada como uno de los pilares fundamentales del Plan de Acción de Servicios Financieros de la Unión Europea³, nace con el objetivo de un mayor control del sector financiero a través de dos vías: la primera es fomentar la transparencia y la igualdad dentro de los mercados financieros; la segunda, la protección del inversor a través de una mayor supervisión de los intermediarios financieros.

En España ya existía un Real Decreto, concretamente el Real Decreto 629/1993 del 3 de mayo⁴ sobre las normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios, que determinaban la obligación de actuar de buena fe y con imparcialidad. No obstante como es de esperar, la normativa MiFID superaba todas las expectativas de esta anterior norma siendo más exhaustiva en las obligaciones de las entidades.

MiFID se desarrolla sobre cuatro aspectos fundamentales; impacto sobre la Entidad, impacto sobre los Clientes, impacto sobre los Servicios e impacto sobre los profesionales que se dedican a asesorar. En el caso de clientes, y se abordará en profundidad en los siguientes capítulos, se establecía una nueva clasificación de los clientes: clientes minoristas, profesionales y contraparte elegible que, hasta entonces, simplemente se dividía en clientes institucionales y “el resto” de clientes que no lo eran.

Otro de los aspectos que MiFID pretende regular tiene que ver con la prestación de servicios, y es la inclusión del asesoramiento como servicio prestado al inversor, la inclusión asimismo de los test de idoneidad y conveniencia, que daban un mayor conocimiento tanto de las expectativas como de los conocimientos con los que el cliente cuenta a la hora de invertir, una limitación de dónde las entidades podían cobrar incentivos y dónde no así como diferentes puntos donde realizar una mejor ejecución en la gestión de las órdenes de los clientes.

3 Conocido como PASF, fue un programa de trabajo presentado por la Comisión Europea en el año 1999 que sienta los pilares de un nuevo marco de impulso al Mercado Único Europeo en el terreno de los servicios financieros destinados a consumidores.

4 Con objeto de contribuir a la transparencia de los mercados y a la protección de los inversores, así como de disponer de una ordenación más completa de las relaciones entre éstos y las entidades que actúan en los mercados de valores, se desarrollan en este Real Decreto las previsiones que la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, contiene en sus artículos 38, 44, 78 y 86, estableciéndose las normas de conducta de los intervinientes en los mercados de valores y las normas que rigen las relaciones entre clientes y entidades en las operaciones contratadas por ambos. Entre éstas, las condiciones que, en aras de una mayor claridad, deben cumplir las órdenes sobre valores, las normas fundamentales sobre los registros obligatorios que las entidades receptoras de órdenes sobre cualesquiera valores deben mantener y los documentos que servirán de soporte a las relaciones entre clientes y entidades.

MiFID II llegaba a España además de con una gran renovación en las entidades financieras, con un retraso de un mes desde que se debió poner en marcha. Dentro de las dificultades que supuso la implantación de la Directiva, hay que destacar en primer lugar y como es lógico, la exigencia de nuevos desarrollos informáticos que consistían en ofrecer al cliente mayores puntos de información así como su nueva clasificación. Por otro lado, la “mejor ejecución” de los nuevos procesos donde la CNMV hizo un gran esfuerzo para solucionar todas las incógnitas que se derivaban: como ejemplo, el hecho de que se tuviesen que realizar test de conveniencia e idoneidad para un mayor conocimiento del cliente o un mayor control de los incentivos que las entidades podían cobrar suponía un quebradero de cabeza tanto para entidades como para supervisor.



Figura 1: *Evolución de la Normativa*. Fuente: elaboración propia

Los órganos supervisores como la CNMV o el Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR⁵) han lanzado numerosas guías y manuales con el fin de evitar inquietudes. Una de las más importantes es la normativa que se conoce como Nivel II (Directiva 2006/73/CE por la que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo⁶), que trataba de explicar que los incentivos que las entidades financieras cobraban están dirigidos a mejorar la calidad del servicio. Este no es más que uno de los ejemplos de conceptos que suponían confusión y que hacían

5 Comité de Reguladores Europeos de Valores (CESR) es un comité independiente de reguladores europeos cuyas funciones se basan en mejorar la coordinación entre los reguladores de valores.

6 Directiva 2006/73/CE 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 de dicha Directiva

que, en este caso, se implementasen nuevos documentos en los que no quedaba claro la interpretación que se debía de seguir en cuanto a “mejora de la calidad del servicio prestado” como la publicada por el CESR *Inducements: Report in good and por practices*.

Por otro lado, otra de las novedades que supuso muchos interrogantes tanto para las entidades financieras como para los órganos supervisores fue el asesoramiento en materia de inversión que está sujeto a normas MiFID. En este aspecto, la CNMV presentó una carta “Condiciones de comercialización de instrumentos financieros del mercado de valores” que trata de delimitar el servicio de asesoramiento financiero frente a la comercialización de productos con respecto a la que la Ley del Mercado de Valores⁷ establece que la comercialización de servicios de inversión y la captación de clientes no constituyen un servicio, sino que son actividades previas al mismo que se preste. Por tanto, en esta diferenciación entre el servicio de asesoramiento y la comercialización se distingue básicamente el uso del test de idoneidad en el primero, y el de conveniencia en el segundo o incluso ninguno en caso de comercialización de productos con el cliente.

En este sentido la norma hace ver que el asesoramiento en materia de inversión consiste en que el cliente sea consciente de su situación financiera, sus objetivos de inversión y la experiencia que tiene, y por eso se implementa el test de idoneidad, algo para lo que MiFID no extiende al resto de servicios que ofrece la banca.

Por otro lado, la comercialización no sólo consiste en la realización de un test de conveniencia, sino que incluye un mayor volumen de información a incorporar por el cliente y la entidad financiera de carácter voluntario, como pueden ser los catálogos de productos.

Por tanto, si hablamos de asesoramiento, hay que tener claro que no consiste en que la entidad financiera proporcione información sobre precios o cláusulas que suponga la compra de un determinado producto, pues esto son servicios previos al asesoramiento, el cual genera verdaderamente una estructura de costes y beneficios tanto para el cliente como para la entidad y que consiste en una recomendación personalizada de lo que se vaya a hacer.

Fue a través de una primera publicación de CESR en 2009 titulada como *MiFID complex and non complex financial instruments at the Directive's appropria-*

7 Esta ley tiene por objeto la regulación de los sistemas españoles de negociación, liquidación y registro de instrumentos financieros, estableciendo a tal fin los principios de su organización y funcionamiento, las normas relativas a los instrumentos financieros objeto de negociación y a los emisores de esos instrumentos, la prestación en España de servicios de inversión y el establecimiento del régimen de supervisión, inspección y sanción

*teness requirements*⁸ y a través de la CNMV en 2010 con su Guía sobre la catalogación de instrumentos financieros como complejos o no complejos⁹ cuando se estableció una clasificación de productos entre complejos y no complejos.



Figura 2: *Productos Complejos y No Complejos*. Fuente: elaboración propia

La normativa MiFID además de establecer una clasificación en materia de productos complejos y no complejos, atendiendo al nivel de protección que se pretende para el inversor, define que siempre que se opera con productos no complejos y a través de la propia iniciativa del cliente, es un servicio que se entiende como “sólo ejecución” y por tanto no es necesario un test de conveniencia. Parece entenderse

⁸ CESR publicó en noviembre de 2009 un documento de preguntas y respuestas en el que detalla en qué categoría deberían incluirse determinados instrumentos financieros

⁹ Documento complementario al de CESR donde se establecen diversos productos de carácter financiero y su clasificación.

que la clasificación de los productos para ser comercializados bajo el régimen de “sólo ejecución” o no, debe desprenderse en si los clientes conocen esta operativa o no, si conocen el riesgo de pérdidas o ganancias que conlleva.

Una vez han transcurrido tres años desde el establecimiento de MiFID, los Organismos Europeos y, concretamente, la Comisión Europea comienza a cuestionar una reforma de ciertos aspectos de la Directiva. Se reconoce una gran contribución de MiFID creando un mercado financiero mucho más competitivo e integrado, pero también se asume una necesidad de reforzar ciertas debilidades.

También es cierto que en el momento en el que se cuestiona reforzar la Norma, la crisis está asentada en la gran mayoría de países, lo que hace que verdaderamente no se vean las consecuencias que ha producido en el mercado financiero. La introducción de nuevos productos financieros y métodos de integración hace que la Comisión Europea se fije una serie de objetivos a conseguir con la revisión:

- Hacer frente a las nuevas exigencias tecnológicas además de los cambios que se han producido en los mercados financieros y sus estructuras.
- Extender la normativa MiFID a aquellos segmentos del mercado que quedaban fuera del anterior reglamento. En este sentido, se hace referencia expresamente a los depósitos estructurados.
- Mejorar la transparencia y supervisión de los mercados de materias primas (*Commodities*).
- Uno de los más importantes, reforzar la protección del inversor en relación a los instrumentos más complejos y a los que se introducen, sobre todo, estableciendo mejoras en la prestación del servicio de asesoramiento y a la información que necesitan. En relación con el servicio de asesoramiento deben reforzarse las medidas cuando éstas se presten de forma continuada: deben acotarse o estrecharse aquellas condiciones en las que los servicios se prestan con el menor nivel de protección (procedimiento de sólo ejecución).

En Diciembre de 2010 la Comisión Europea publicó una consulta sobre la normativa de MiFID contando con el asesoramiento técnico del CESR. El 20 de Octubre de 2011 la Comisión Europea publica su propuesta de revisión de MiFID con dos propuestas básicas¹⁰:

Una que incluye fundamentalmente un Reglamento con los nuevos requisitos de mayor transparencia al inversor, información a las autoridades competentes, la

10 http://europa.eu/rapid/press-release_IP-11-1219_es.htm Enlace al comunicado de prensa de la Comisión Europea sobre las propuestas de revisión de la Directiva 2004/39/CE MiFID.

obligada negociación de derivados en mercados organizados y una supervisión más específica.

Una directiva que modifica los requisitos para la prestación de servicios de inversión, las excepciones que no aplican la Directiva, requisitos organizativos y las normas de conducta para las entidades que presten los servicios de inversión.

Como novedad en la nueva propuesta y un aspecto importante que tomará mucho peso es la prohibición total de los incentivos (comisiones o beneficio que provenga de un tercero) en el caso de que sea un asesoramiento independiente y siempre que haya gestión de carteras. Esta última es la novedad que tiene mayor impacto en el aspecto de los incentivos por la cantidad de carteras que se gestionan en régimen de “arquitectura abierta”, aquel en la que un intermediario financiero realiza una distribución de productos de diferentes gestoras. Hay una valoración positiva de esto por parte del CESR, en la cual argumenta que en ausencia de pago al proveedor de incentivos, la calidad del servicio debería aumentar ofreciendo mejores tramos de calidad del mismo servicio para cobrar esa diferencia que dejó de cobrarse.

Si hablamos de novedades en materia de asesoramiento, hay que comentar que es obligatorio que las entidades informen al cliente del mayor o menor análisis de mercado realizado y si la prestación del servicio se va a realizar de forma continuada o no. La principal consecuencia es el aumento del coste de la prestación del servicio, que elevará las tarifas y serán sufragadas por el cliente. Además, se incluyen una serie de productos que pasan a formar parte de productos no complejos:

- Acciones admitidas a negociación en un mercado regulado, excluyendo acciones de instituciones de inversión colectiva no-UCITS.
- Bonos y deuda titulizada admitidos a negociación en un mercado regulado, excluyendo aquellos que llevan un derivado implícito.
- Instrumentos del mercado monetario.
- Acciones en instituciones de inversión colectiva UCITS.
- Otros instrumentos financieros no complejos.

Según una propuesta de ESMA en el desarrollo de la categoría de “otros instrumentos financieros no complejos” se pretende restringir el servicio de “sólo ejecución” a un número reducido de instrumentos financieros, de forma que el test de conveniencia se pueda aplicar a la mayoría de productos.

3. IMPLICACIONES DE LA DIRECTIVA MIFID II

3.1. IMPLICACIONES DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS

Una vez se ha hecho referencia a la evolución que ha tenido la normativa en España, se tratará las implicaciones que sobre los distintos elementos de las entidades financieras tiene la Directiva Europea.

3.1.1. *Registros*

En primer lugar, una de las novedades que incluye la normativa es la supervisión de los registros en la entidad. Tenemos por un lado las obligaciones a cumplir en cuanto a los registros mínimos y por otro lado las comunicaciones que se establecen entre la entidad y el cliente.

Antes de la renovación de MiFID ya se contemplaba la obligación por parte de las empresas de llevar una serie de registros de los servicios y operaciones realizadas (al menos de los cinco años anteriores al presente ejercicio). Los nuevos requerimientos tienen que ver con un acceso informático a la información que se recoge en los registros, siempre que el cumplimiento de los mismos sea independiente de la tecnología que se utilice como soporte. Además, según la Resolución de la CNMV del 7 de Octubre sobre los registros mínimos¹¹ se incrementa el listado de registros mínimos obligatorios.

Por otro lado, según el artículo 16 de la normativa MiFID II¹² se pone de manifiesto la obligación de grabar todas las conversaciones y comunicaciones (en el soporte que sea) de las operaciones que se realizan por cuenta propia y las operaciones de recepción y transmisión de órdenes (denominadas RTO) además de aquellas cuya intención sea la de negociación por cuenta propia o prestación de RTO's a los clientes. Se establecen los siguientes requisitos en materia de organización para que las empresas de inversión cumplan correctamente con los objetivos anteriormente marcados:

11 Resolución de 7 de octubre de 2009, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre los registros mínimos a mantener por las empresas que presten servicios de inversión y en virtud de la presente Resolución, se publica la lista de registros mínimos a mantener por las empresas que presten servicios de inversión, que se acompaña como anexo.

12 Artículo 16 Ap 7: "El registro incluirá las grabaciones de las conversaciones telefónicas o comunicaciones electrónicas relativas, al menos, a las operaciones realizadas cuando se negocia por cuenta propia y la prestación de servicios que estén relacionados con la recepción, transmisión y ejecución de órdenes de clientes."

- Supervisión y control efectivo por parte de la alta dirección de la entidad.
- Contar con una política de grabación de conversaciones telefónicas y comunicaciones electrónicas, por escrito, y adecuada al tamaño de la entidad.
- Contar con medidas que sean neutrales desde un punto de vista tecnológico.
- Mantener y actualizar de forma periódica un registro de todos aquellos empleados a los que se les ha facilitado dispositivos móviles propiedad de la entidad o, dispositivos propios que han sido autorizados por la entidad para uso profesional.
- Seguimiento y revisión periódica de los registros de órdenes y operaciones, incluyendo las órdenes telefónicas, para asegurar que se cumple con las obligaciones de MiFID II en materia de registros.
- Sobre los encuentros que se realicen de forma presencial, la Normativa se pronuncia de forma que se puedan realizar notas o actas que reflejen el motivo de la negociación.

3.1.2. *Incentivos*

Por otro lado, en cuanto a las comisiones y honorarios que se pagan o perciben por la empresa de servicios de inversión (conocidos como incentivos) estarán prohibidos según el artículo 24 de la Normativa¹³ siempre que se preste un servicio de asesoramiento independiente o gestión discrecional de carteras, y además en caso de haber incentivos por parte de terceras entidades a la hora de prestar servicios, la entidad debe integrar las cantidades percibidas a los clientes sin poder compensar dichos incentivos en forma de costes.

Es necesario proporcionar información a los clientes de los incentivos que la Entidad percibe y que abona al cliente, informando periódicamente sobre las transferencias que se realicen en concepto de incentivos pagados por terceros. Se permite la recepción de determinados beneficios no monetarios con condición de menores siempre que no tengan la capacidad de influir en el comportamiento del que los recibe de forma que se afecte al interés del cliente.

13 Artículo 24 Ap 7, b): “la empresa de servicios de inversión no aceptará y retendrá honorarios, comisiones u otros beneficios monetarios o no monetarios abonados o proporcionados por un tercero o por una persona que actúe por cuenta de un tercero en relación con la prestación del servicio a los clientes. Serán comunicados con claridad y excluidos de lo dispuesto en la presente letra los beneficios no monetarios menores que puedan servir para aumentar la calidad del servicio prestado al cliente”

En los servicios que no incluyan servicios de asesoramiento independiente o de gestión discrecional de carteras, el cobro de incentivos sigue estando permitido (siempre que se revelese al cliente la existencia de estos incentivos antes de contraer un acuerdo para la prestación del servicio y que aumente la calidad del mismo, en favor de los intereses del cliente). La Normativa MiFID II establece en su artículo 11 que para el cobro de incentivos se deben cumplir los requisitos siguientes:

- Como hemos dicho, deben justificarse mediante la prestación de un servicio adicional o de mayor calidad “*Quality Enhancement*” que sea proporcional a los incentivos que se perciben, como por ejemplo:
- Si se presta un servicio de asesoramiento no independiente, un acceso a la amplia gama de instrumentos financieros idóneos para el cliente, incluyendo un número de productos que no tengan vínculos con la entidad financiera que los comercializa.
- Si se presta un servicio de asesoramiento no independiente, tener la posibilidad al menos, de forma anual, de evaluar la idoneidad de los instrumentos en los que se invierte, “*Asset Allocation*”.

Ofrecer al cliente una amplia gama de instrumentos financieros que se adecuen a sus necesidades, incluyendo productos de terceros que no tengan una vinculación directa con la entidad. Además, ayudar al cliente a tomar decisiones de inversión, ajustando aquellos productos en los que ha invertido teniendo en cuenta los rendimientos que se obtienen de los mismos.

- No deben beneficiar a la entidad que comercialice los productos sin que exista un beneficio tangible para el cliente.
- Deben justificarse mediante la prestación de un beneficio recurrente para el cliente, en el caso de que los incentivos se reciban de forma recurrente.

Además, las entidades deben tener evidencias sobre el cumplimiento de los requisitos de la mejora de calidad del servicio a través de una serie de listas internas en las que se establezca la totalidad de incentivos que se perciben de terceros en referencia a inversiones. Deben informar sobre los incentivos pagados o recibidos, por lo que tienen la obligación de proporcionar de forma previa a la prestación del servicio los incentivos que se van a recibir. Por último, se debe informar al cliente sobre el total de los incentivos recibidos en relación a los servicios de inversión prestados.

3.1.3. *Gobernanza de producto*

MiFID II establece diversas obligaciones dirigidas a las empresas de servicios de inversión que actúan como fabricantes de productos financieros y a las entidades que sean distribuidoras de productos fabricados por las primeras. La Normativa diferencia entonces entre las obligaciones de los fabricantes de productos y los distribuidores de los mismos:

Las empresas que diseñen o fabriquen productos de inversión, MiFID II establece un proceso de mantener, gestionar y revisar periódicamente la aprobación de los nuevos productos, que tiene que contemplar los siguientes puntos:

- La detección de conflictos de interés.
- La delimitación del público objetivo o segmento de la población al que se va a dirigir el producto en cuestión.
- Llevar a cabo escenarios de simulación de sus productos.
- Seguimiento de productos de forma periódica.

Con respecto a las entidades que actúan como distribuidores de instrumentos financieros, MiFID II establece lo siguiente:

- Tener los procedimientos adecuados para asegurar que los productos y servicios recomendados se ajustan a las necesidades del público objetivo.
- Obtener información necesaria de los fabricantes respecto a los productos que comercializa.
- Realizar un seguimiento periódico.

Es necesario que haya un flujo de información adecuado entre la entidad fabricante y la entidad distribuidora. Además de que la entidad fabricante deba informar sobre la adecuación a determinado público objetivo, es también la entidad distribuidora la que debe proporcionar información al fabricante acerca de la experiencia que se está teniendo con el producto.

3.1.4. *Información a clientes*

Los requisitos de información están recogidos en el artículo 24 de MiFID II¹⁴. Principalmente, la información facilitada sobre los instrumentos financieros de-

14 Artículo 24: Principios generales e información a los clientes.

berá incluir advertencias y recomendaciones sobre los riesgos asociados al producto financiero en cuestión, es decir, deberán incluir todos los impedimentos o restricciones de inversión y sus consecuencias. Debe incluir información sobre si el producto está diseñado para clientes minoristas o profesionales, y además, se debe incluir información acerca de su funcionamiento, tanto en condiciones de mercado positivas como negativas.

La información sobre la naturaleza y el servicio de asesoramiento que se presta (en caso de ser asesoramiento independiente, la prohibición de recibir incentivos). También se debe introducir información acerca del rango de instrumentos analizados y su proceso de selección, si la gama de productos se limita a instrumentos financieros emitidos o facilitados por entidades que tengan una vinculación directa con la entidad que nos vende el servicio o cualquier relación que se derive del asesoramiento. Además, se debe incluir si se realizará o no una evaluación de la idoneidad de los instrumentos financieros para el cliente.

En cuanto a la información de los gastos, se comprende los costes y gastos que están asociados a los instrumentos financieros y a sus servicios de inversión facilitándose de forma agregada, para que el cliente pueda comprender el efecto acumulativo del rendimiento de su inversión. Si el cliente lo desea, se proporcionará una lista con todos los costes y gastos. Sobre los productos que incorporen el KIID¹⁵ de PRIIPs¹⁶ o KIID de UCITS¹⁷ sólo se incluirá la información que no venga en estos últimos documentos.

3.1.5. *Idoneidad y conveniencia*

La evaluación de la Idoneidad para la prestación de servicios de asesoramiento se refuerza con la nueva directiva en el artículo 25¹⁸, de forma que se exige obtener una mayor información sobre la situación financiera del cliente (evaluando la solvencia o capacidad económica de hacer frente a las pérdidas) y por otro lado, tener en cuenta la tolerancia del cliente sobre el riesgo que tolera en la inversión.

15 Key Investor Document: Documento de Datos Fundamentales para el Inversor (DFI en Español).

16 Packaged Retail and Insurance-Based Investment Products: productos de inversión minorista empaquetados.

17 Collective Investment in Transferable Securities: directiva que establece las condiciones bajo las cuales un fondo domiciliado en un Estado Miembro puede comercializarse en otro.

18 Artículo 25: Evaluación de la idoneidad y conveniencia e información a los clientes.

Se mantiene la obligación de evaluar la conveniencia del producto mediante el análisis de los conocimientos y la experiencia del cliente en el ámbito financiero, afectando también a la evaluación de la idoneidad que hemos citado anteriormente.

Para el servicio de ejecución o recepción y transmisión de órdenes se mantiene la posibilidad de que no se realice la evaluación de la idoneidad en los casos de:

- Los productos que se comercialicen sean no complejos.
- El producto se solicite a instancia del cliente.
- Se informe al cliente de no tener necesidad de evaluar la conveniencia del producto.
- Se tomen las medidas exigidas por MiFID II para evitar conflictos de interés.

La normativa MiFID II establece unas pautas más claras para que las empresas recaben mayor información relevante para llevar a cabo las evaluaciones además de los estudios de los instrumentos que se consideran no complejos para poder establecer todas aquellas acciones que generen un valor añadido para el cliente. ESMA además ha ratificado en su *Technical Advice to the Commission* un aspecto importante, y es que se mantiene la obligación de contar con unos registros relativos a la evaluación de la conveniencia, que deberán contar con el resultado mismo de la conveniencia del cliente, cualquier advertencia en la que se valorase que el producto no era adecuado para el cliente y cualquier advertencia al cliente cuando no proporciona la información necesaria para llevar a cabo el test de conveniencia.

3.1.6. *Asesoramiento independiente y asesoramiento no independiente*

Uno de los aspectos que más calado ha tenido en las Entidades Financieras ha sido la delimitación del tipo de asesoramiento que se presta a los clientes. MiFID II añade al concepto de asesoramiento (entendido como la prestación de recomendaciones personalizadas al cliente) los adjetivos de “independiente” y de “no independiente”:

Para que el servicio de asesoramiento sea considerado como Independiente, según el artículo 24 Ap 7¹⁹, se debe cumplir lo siguiente:

19 Artículo 24 Ap 7: Principios generales e información a los clientes [...] Cuando la empresa de servicios financieros informe al cliente de que el asesoramiento en materia de inversión que se presta es de forma independiente.

- Que se evalúe una gama lo suficientemente grande de instrumentos financieros que estén disponibles en el mercado y que no se limiten únicamente a los que emite la entidad financiera que nos prestará el servicio de asesoramiento. Con esto se busca que el objetivo de inversión del cliente se ajuste a una oferta competitiva adecuada.
- La más importante condición de este tipo de asesoramiento: no se podrá aceptar o recibir ningún tipo de incentivo abonado por terceros en relación con el servicio prestado al cliente.

En su *Technical Advice to the Commission*, ESMA ha tratado de definir más profundamente qué se entiende por una amplia gama de instrumentos financieros:

- Una selección diversificada de instrumentos por emisor y que no se limite a los emitidos por la propia entidad.
- El número de instrumentos debe ser proporcional al alcance de los servicios de asesoramiento que se ofertan por parte del asesor independiente.
- Se debe ofrecer una variedad de instrumentos lo suficientemente representativa de las opciones que se barajan en el mercado.
- Los criterios para comparar los instrumentos deben incluir el riesgo, los costes asociados y la complejidad que tienen.

Siempre que no sea posible realizar el proceso de selección de instrumentos financieros debido al alcance del modelo de negocio de la entidad financiera, no se podrá considerar el asesoramiento como independiente.

El asesoramiento no independiente será aquel que no cumpla los requisitos que se han comentado. El hecho de que muchas familias españolas tengan una capacidad de inversión por lo general baja, ha planteado a las entidades a partir de cuánto capital se considera viable ofrecer un asesoramiento independiente tradicional. Prácticamente la mitad del ahorro de las familias está en inversiones muy conservadoras, lo que hace, que con un entorno de tipos de interés extremadamente bajos, la gestión de activos de baja o nula rentabilidad no justifica el pago de los servicios de un asesor financiero profesional. La comercialización de fondos está concentrada en la banca. Esta circunstancia hará que se tienda a un modelo de asesoramiento mixto: no independiente y de arquitectura guiada.

3.1.7. *Conocimientos y experiencia*

Una de las novedades que la Normativa MiFID II incluye y que en MiFID I no se incluía es la necesidad de tener una serie de conocimientos y experiencia por parte del personal que presta el asesoramiento en materia de inversión.

La existencia de nuevos productos de inversión con una mayor complejidad de comprensión por parte del público en general junto con una mala distribución de los mismos años atrás ha puesto de manifiesto la necesidad de que las personas que realizan actividades de comercialización posean un nivel de conocimientos y competencias acorde a los productos que se ofrecen. Los Órganos Europeos sabiendo de una carencia de formación y experiencia en las entidades financieras introduce en la Normativa requerimientos que exigen a las mismas que las personas que presten servicios de inversión o auxiliares dispongan de una serie de conocimientos y competencias específicas que permitan un cumplimiento de las obligaciones.

Según el artículo 25 de la normativa: “ *Los Estados miembros exigirán a las empresas de servicios de inversión que aseguren y demuestren a las autoridades competentes que lo soliciten, que las personas físicas que prestan asesoramiento o proporcionan información sobre instrumentos financieros, servicios de inversión o servicios auxiliares a clientes en nombre de la empresa de servicios de inversión disponen de los conocimientos y las competencias necesarias para cumplir sus obligaciones de acuerdo con el artículo 25 y el presente artículo*”.

El objetivo básico es el de establecer una serie de parámetros mínimos para evaluar por parte de las entidades financieras, los conocimientos y competencias de las personas físicas que asesoren a los clientes. Con criterio general, estos conocimientos que se exigen al personal deberán permitirles cumplir con lo dispuesto en los requerimientos legales y regulatorios, destacando como novedad, la exigencia de un periodo mínimo de 6 meses de experiencia en funciones de similar naturaleza. Por último, las entidades deberán llevar a cabo una revisión de los conocimientos y competencias de los empleados que puede ser llevado a cabo de forma interna o externa según lo determine el regulador nacional.

3.1.8. *Conflictos de interés*

Como se ha comentado anteriormente, la mala comercialización de los productos financieros en los años atrás ha provocado que la normativa ponga en el foco de mira los conflictos de interés entre las entidades y los clientes.

Se exige por tanto a través del artículo 23 de MiFID II²⁰ que las entidades tomen las medidas necesarias para detectar y prevenir o gestionar los conflictos de interés que surgiesen de la prestación de servicios de inversión o auxiliares, incluidos los causados por la recepción de incentivos por parte de terceros o por la propia remuneración de la empresa de servicios de inversión.

Cuando las medidas organizativas adoptadas no sean suficientes para evitar el riesgo de perjuicio se deberá revelar al cliente la naturaleza o el origen del conflicto de interés para poder mitigar el riesgo, facilitándose al cliente en un soporte duradero y con todo detalle, para que éste pueda tomar una decisión acerca del servicio de asesoramiento.

Para evitar conflictos de interés entre los analistas que elaboran los informes de inversión y personas con responsabilidad en el servicio de inversión, la Norma requiere la existencia de una separación física entre los analistas y las demás personas competentes cuyas responsabilidades puedan entrar en conflicto con los intereses de los clientes finales. Además de esto, la Normativa otorga importancia al establecimiento de medidas adicionales de identificación y prevención o gestión de los conflictos de interés cuando se prestan los servicios de aseguramiento y colocación.

En este aspecto, la entidad debe contar con un proceso centralizado en el que se identifiquen las operaciones de aseguramiento y colocación, así como un registro de las instrucciones de los clientes con la información relativa a las mismas, estableciéndose un asesoramiento en la estrategia de *corporate finance* en que se explique al cliente cuáles son las alternativas de financiación disponibles, la duración y el proceso necesarios para la consecución de objetivos, entre otros. Se deberá contar con un sistema de control y de procedimiento cuando la entidad coloque en los tramos minoristas una emisión por la que se están recibiendo honorarios.

En cuanto a las remuneraciones, no se debe incentivar a las personas responsables de la prestación de los servicios de inversión así como a los que comercializan los instrumentos financieros, velando por la correcta proporción entre remuneración fija y remuneración variable, teniendo en cuenta las quejas y reclamaciones de los clientes, el cumplimiento de la normativa aplicable, etc.

20 Artículo 23, Ap 1: “Los Estados miembros exigirán a las empresas de servicios de inversión que tomen todas las medidas apropiadas para detectar y prevenir o gestionar los conflictos de intereses que pudieran surgir en el momento de la prestación de cualquier servicio de inversión o auxiliar, o de una combinación de los mismos, entre las propias empresas, incluidos sus directivos, empleados y agentes vinculados”.

3.2. IMPLICACIONES DE MIFID II EN LOS PRODUCTOS FINANCIEROS

3.2.1. *MIFID II en los productos de inversión*

Una de las principales implicaciones que tiene la normativa MiFID II tiene que ver con la retrocesión de las comisiones a los clientes. En este aspecto, se ve gravemente afectada la comercialización de los fondos de inversión por parte de las entidades financieras. Como dato principal y para ver la importancia de su comercialización, el impulso del servicio de gestión de carteras en las principales entidades financieras españolas tiene su reflejo en los datos de captaciones superiores a los 200 MM de euros en Abril de 2018 como se refleja en la Figura 3.

NOMBRE DEL FONDO	ENTIDAD	CLASE CARTERA	CAPTACIONES (mill.)
QUALITY INV.CONSERV.BP	B.B.V.A.	No	2.202
CB AHORRO CLASE CARTERA	CAIXABANK	Si	1.180
CAIXABAN.RF FLEXIB.CARTE.	CAIXABANK	Si	693
CAIXABANK ITER CL.CARTERA	CAIXABANK	Si	610
ALBUS CLASE CARTERA	CAIXABANK	Si	604
QUALITY INV.MODERA.BP	B.B.V.A.	No	558
BANKIA SOY ASI CAUTO-UNIV.	BANKIA	No	551
BBVA BON.INT.FLE.B.-3-CART.	B.B.V.A.	Si	520
BBVA BOLSA USA CL.CARTERA	B.B.V.A.	Si	517
BBVA BONOS DURACION CART.	B.B.V.A.	Si	508
CB BOL.SELEC.GLOB.CL.CAR.	CAIXABANK	Si	420
CB BOLSA GEST.EURO CARTE.	CAIXABANK	Si	417
SANT.SM.CAPS ESPAÑA CL.A.	SANTANDER	No	406
CB MONET.RENDIM.CARTERA	CAIXABANK	Si	372
IBERCAJA MX.FLEX.15 CL.A.	IBERCAJA	No	315
CB DIVERS.CONSERV.CARTERA	CAIXABANK	Si	294
KB GEST.ACT.PATRIM.-PLUS	KUTXABANK	Si	279
BBVA RETORNO ABSOLUTO	B.B.V.A.	No	265
ESTRATEGIA ACUMULACION	B.B.V.A.	No	260
IBERCAJA BP RF CLASE B	IBERCAJA	Si	260
SABADELL PRUDENTE PLUS	BANCO SABADELL	No	246
BANKIA DUR.FLEX.O.-2-CART.	BANKIA	Si	231
IBERCAJA MX.FLEX.15 CL.A.B	IBERCAJA	Si	231
KB GEST.ACT.PATRIM.-EXTRA	KUTXABANK	No	218
ESTRATEGIA INVERSION	B.B.V.A.	No	211

Figura 3: Entidades por captación en millones de € para Fondos de Inversión.

Fuente: Inverco

El modelo actual de distribución de fondos de inversión, al igual que en 26 de los 28 países de la Unión Europea se basa en el pago de retrocesiones, de forma que la comisión que se paga al suscribir un fondo de inversión no va en su totalidad a la gestora del fondo, ya que hay varios intermediarios que cobran en el flujo que se produce. Alrededor del 90% de la distribución de los fondos de inversión se realiza a través de entidades de crédito. De hecho, el inversor español continúa prefiriendo la adquisición de instrumentos financieros de forma presencial a través de las oficinas, y no mediante el acceso a plataformas electrónicas. Este modelo actual ha permitido el acceso a los Fondos de Inversión a más de 8 millones de partícipes, siendo el perfil el del ahorrador minorista con unos saldos bajos de acumulación frente a la mayoría de países europeos en los que predominan los clientes institucionales. El legislador comunitario a instancia del Parlamento Europeo ha decidido que la norma que debía regular los incentivos no sea un Reglamento (de aplicación directa y sin posibilidad de modificación) sino una Directiva (que exige su transposición por los Estados con margen de flexibilidad) para recoger todas las realidades existentes en la distribución de productos financieros de distintos países. Por tanto es reconocible la intención del legislador de permitir a los Estados Miembros la fijación de nuevos supuestos que mejoren la calidad del servicio al cliente. Durante meses, el sector financiero pidió a Economía que se incluyese un cuarto supuesto en el que se permitiese el cobro de incentivos en la venta de fondos de inversión sin tener que comercializar fondos de otras gestoras (asesoramiento independiente), entre otras premisas, porque mejoraría la calidad del servicio al cliente tanto en la fase de la pre-venta como en la fase de la post-venta.

Si pensamos en la no introducción de un cuarto supuesto sobre retrocesiones, podemos fijarnos en países como Reino Unido u Holanda que han sido los únicos países que han prohibido el pago de incentivos en sus legislaciones nacionales teniendo como consecuencias:

- Un encarecimiento del servicio para el ahorrador.
- La exclusión financiera de los segmentos de los ahorradores con un volumen de patrimonio más reducido.
- Una reducción de la oferta del producto.
- Desplazamiento del ahorro que se produce en los Fondos de Inversión hacia otras formas de ahorro menos eficientes.
- Menor desarrollo del servicio de comercialización de Fondos de Inversión, lo que no implica un impulso automático del servicio de asesoramiento ni de gestión discrecional de carteras, debido al bajo nivel de ahorro acumulado de los partícipes.

- Menor protección para los ahorradores ya que no reciben una asistencia pre-venta y post-venta que se ofrece en el cuarto supuesto como mejora del servicio.

La experiencia entonces ha supuesto consecuencias negativas más allá de los posibles beneficios, sobre todo para el segmento minorista que son los que de forma mayoritaria invierten en España en Fondos de Inversión, las cuales difícilmente podrían encontrar instrumentos financieros sustituibles con las beneficiosas condiciones y características que ofrecen los Fondos de Inversión.

Las alternativas que ofrece la Directiva son, por un lado la prestación del servicio de asesoramiento u ofrecer productos de terceros en la comercialización, lo que implica un elevado coste para el ahorrador si no se regula el cuarto supuesto por varios motivos:

- El servicio de asesoramiento implica un coste que las entidades no pueden ofrecer de forma generalizada y que sólo se justifica a partir de un volumen de patrimonio muy por encima del nivel medio acumulado.
- El acceso directo a productos de terceros, con todas las obligaciones que ello supone y en particular de las “*product governance*” que introduce MiFID II, mucho más costoso cuando el producto es diseñado por la propia entidad.
- La obligación de tener que ofertar productos de terceros en comercialización aumenta los costes para las entidades que podrían hasta plantearse no vender Fondos de Inversión.

Sobre uno de los puntos fundamentales de la directiva de mejorar el servicio al cliente en la comercialización de productos, el cuarto supuesto cumple con el requisito debido a que el comercializador informará al ahorrador tanto ex –ante como ex – post de la cuantía exacta y total del incentivo que percibe el primero, por lo que también se cumple con el supuesto de transparencia que impone la Normativa, es decir, el coste del incentivo para el comercializador (gasto implícito para el ahorrador) se explicita por la exigencia de transparencia.

Además, mejora la calidad del servicio que se presta al cliente debido a que el comercializador proporciona una serie de procesos en los que se permite al cliente filtrar los instrumentos financieros puestos a su disposición, delimitando las posibles alternativas de inversión de acuerdo con las preferencias que ha manifestado. También se informa sobre las modificaciones relevantes que han podido experimentar los instrumentos financieros en los que se ha invertido, comparando su inversión con otros productos financieros similares. Asimismo, se realiza por parte de las Entidades Financieras un informe periódico de los costes o gastos asociados con los instrumentos financieros en los que haya invertido, recalándose una trazabilidad de los procesos, ya que pueden ser automatizados y supervisados correctamente tanto internamente como externamente.

El Gobierno ha sido fiel en este aspecto y no ha abierto la mano con la petición del sector financiero, de forma que la gran mayoría de entidades que antes comercializaban exclusivamente productos de la propia entidad o como mucho, algún fondo internacional a los clientes con altos patrimonios, se verán obligadas a ampliar la gama de productos con fondos de terceros. Lo harán de varias formas: por una parte se comercializarán los fondos de fondos, también llamados perfilados, ofreciendo una serie de productos para distintos tipos de inversores (conservador, moderado y agresivo) que además ofrecen acceso a productos de otras gestoras, lo que implica una comisión fija bastante elevada y unos gastos indirectos que repercuten en el fondo por las comisiones de productos en los que invierten; por otro lado, la gestión discrecional de carteras, un modelo en el que los clientes pagan a las entidades financieras pero las clases de participación de los fondos en los que invierten están libres de comisiones de venta.

En este último punto, la normativa ha hecho que las entidades se planteen la creación de nuevos fondos libres de comisión de distribución que se denominan “clases limpias o *clean*”. En lo que va de año, muchas entidades financieras así como gestoras están re-direccionando sus políticas de comercialización incluyendo clases limpias entre sus productos. Un ejemplo de ello es Trea, la filial de Cajamar y BMN, que está lanzando fondos de marca propia con comisiones hasta un 60% más baratas, entre ellos Trea Iberian Equity que reduce la comisión de gestión del 2% al 1,75% siendo mucho menor la carga a sus clientes. Además, la gestora ha creado para estos fondos una clase limpia destinada a clientes institucionales y a la gestión discrecional de carteras, buscando adaptarse a nuevos cambios de MiFID II lanzando nuevas estrategias comerciales. En este modelo, en el que el cliente compra productos de una gestora pero se trae consigo el asesoramiento, el esquema tarifario de Trea se ha modificado de tal forma que la comisión cargada a los clientes institucionales pasa de ser un 0,2% a un 0,08%, mientras que para los clientes minoristas se reduce a la mitad, del 0,2% al 0,1%.

En el cuadro (Figura 4) se muestran las diez gestoras que han registrado más clases de fondos en la CNMV. La mayoría de ellas ya dispone de clases limpias libres de comisión de distribución, lo que es una buena noticia para los inversores. Sobre un total de 33.000 clases registradas en la CNMV, alrededor de 7.000 son clases limpias de fondos frente a 11.645 que incorporan una comisión de distribución.

Para hacernos una idea de las diferencias existentes entre las clases limpias y aquellas que incorporan una comisión de distribución, se muestra en la Figura 5.

Si nos fijamos en las diferencias totales entre los fondos tradicionales y las clases limpias se observa que en estas últimas son de 0,81% mientras que en las tradicionales de 1,29%; lo que supone una diferencia de casi 0,5% entre ambas.

Analizando más profundamente, la mayor diferencia que hay es en los fondos de renta variable, que alcanza los 58 puntos básicos de diferencia.

Gestora	Num Total de Clases	Num de Clases limpias (sólo gestión)	Num de Clases con gestión + distribución
Schroder Investment Management Lux S.A.	997	355	593
JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l.	966	375	477
BlackRock (Luxembourg) SA	947	343	543
Franklin Templeton Investment Funds	811	241	570
BNP Paribas Asset Management Luxembourg	676	131	541
Goldman Sachs Asset Management Internat.	560	340	209
Pictet Asset Management (Europe) SA	492	330	162
Fidelity (FIL Inv Mgmt (Lux) S.A.)	478	173	305
Amundi Luxembourg S.A.	477	0	477
UBS Fund Management (Luxembourg) S.A.	454	155	289

Figura 4: Entidades clasificadas por número de clases limpias. Fuente: Morning Star

Tipo	Clase limpia (sólo gestión)		Clase con gestión + distribución	
	Comisión media	Número de clases	Comisión media	Número de clases
Alternativos	0,96	551	1,43	783
Mixtos	0,85	321	1,31	785
Renta Variable	0,90	3319	1,48	5836
Renta Fija	0,68	2354	1,00	3821
Monetarios	0,29	283	0,37	128
Total	0,81	6993	1,29	11645

Figura 5: Diferencias entre comisiones en las clases limpias y con gestión.

Fuente: Morningstar

En el panorama español las gestoras de grandes grupos bancarios siguen incorporando clases limpias en su comercialización. Kutxabank Gestión ha lanzado clases limpias para 13 de sus fondos (nueve de ellos son de renta variable, dos de renta fija, un fondo de fondos de retorno absoluto y otro de renta fija mixta internacional). Como ellos mismos indican en sus folletos, van dirigidos exclusivamente para

“carteras de inversiones de clientes con gestión discrecional encomendada al grupo Kutxabank y con el resto de instituciones de inversión colectiva gestionadas por Kutxabank Gestión”. La bajada de comisiones en esta entidad es del 40%, del 1,7% que promedian las clases que se denominan Estándar y el 1,0% que promedian las clases Cartera”. Por su parte, Belgravia Capital registra su clase C de su fondo Belgravia Epsilon poniendo en marcha una clase limpia cuya comisión se sitúa en el 1%, un 20% más barata con respecto a su clase R. Atl y Novo Banco también se han lanzado a crear clases limpias para dos de sus fondos, destinados a partícipes que hayan suscrito contratos de gestión discrecional de carteras y también a aquellos que “acrediten de forma continuada el pago de una comisión de asesoramiento a una entidad autorizada”. En todo caso, la rebaja que se hace de comisiones es de un 43% para Atl Capital y un 57% para Novo Banco.

CaixaBank AM también continúa incrementando su potencial de crecimiento. Anuncia a CNMV que actualizará el folleto de los 35 fondos que cuentan con clase Cartera para ampliar el colectivo inversor, de forma que pasará a incluir, además de los clientes de gestión discrecional y/o asesoramiento independiente encomendados al grupo, a las Sicav gestionadas por CaixaBank AM, ampliándose el colectivo inversor de unas clases que reúnen casi una tercera parte del patrimonio total de la firma. De los 45.000 millones que tiene la gestora del grupo casi 14.500 millones son de este tipo de clases.

Por tanto, podemos decir que en materia de productos de inversión, fundamentalmente la mayor controversia se establece en un cuarto supuesto de retrocesiones para los fondos de inversión, que no afectaría de manera tan rotunda al modelo de negocio de las entidades financieras, aunque la norma sea tajante y permita únicamente, asesoramiento independiente, no independiente, o en algunos casos asesoramiento mixto.

3.2.2. *MIFID II en los productos de ahorro y en los productos derivados*

La implicación de MiFID en los productos de ahorro tiene su origen en la clasificación que se hace en productos Complejos y No Complejos. Realmente, tenemos que establecer diferencias entre los productos que son No MiFID, en este caso, estarían los depósitos, los planes de pensiones y los seguros, que están bajo el paraguas de la Dirección General de Seguros. En este sentido, podemos decir que la directiva no afecta a los principales productos de ahorro, puesto que están bajo la dirección del Banco de España y de la Dirección General de Seguros.

En cuanto a los productos derivados, el mercado de derivados de BME denominado MEFF ha solicitado al coordinador europeo de las comisiones europeas de

mercados de valores, ESMA, un argumento para que los derivados de esta plataforma no puedan compensarse en ninguna otra cámara de contrapartida central más que en la del grupo, es decir, en BME Clearing. El reglamento europeo sobre esta cuestión MiFIR, abre la puerta a que las plataformas de derivados con un negocio inferior a un importe nocional de un billón de euros se puedan acoger a una moratoria de 30 meses ampliable a otros 30.

La norma propugna que un futuro del EuroStoxx que se negocia en el mercado del Eurex, pueda compensarse en una cámara como la de London Clearing House. La regulación por tanto concede acceso a los centros de negociación de manera transparente y no discriminatoria con el fin de compensar operaciones. Con respecto al periodo de transición que se concede, el equivalente a la CNMV en Alemania, la BaFin, ha concedido 30 meses de adaptación hasta julio de 2020 a Eurex Clearing. El objetivo final es que todas las cámaras y todos los mercados estén interconectados, el principal riesgo que se asume es sistémico debido a las cámaras de contrapartida.

4. CONCLUSIONES

Con la llegada de MiFID al Sector Financiero, la visión dentro del modelo de negocio de muchas entidades cambió por completo. Tras unos años de prácticas abusivas sobre los clientes a través de una falta de información y de un proceso que en vez de asesoramiento podríamos catalogar como “colocación de productos”. El Regulador Europeo y más en concreto la Comisión Europea junto al Parlamento Europeo deciden revisar una primera normativa que mejoró el escenario sustancialmente, pero que todavía no ofrecía una eficacia de lo que realmente buscaban. Nace MiFID II en 2014 y no es hasta 2018 cuando entra en vigor en el territorio español creando una controversia muy grande entre las entidades financieras, debido, entre otras cosas a una falta de clarificación de ciertos aspectos que afectan a la metodología de trabajo y al modelo de negocio no solo de los bancos, sino de las EAFI's y de los Agentes.

Es indudable que el eje principal de la normativa son los clientes; y como tal, son los grandes beneficiados de MiFID II. Desde la entrada en vigor de la Directiva, cualquier entidad financiera por la que quiera ser asesorado tendrá que informarle de su dependencia o no, y tendrá un total conocimiento de si se le cobran comisiones o no y en qué cuantía en caso afirmativo. Se distinguen dos partes:

- Entidades que se declaran No Independientes (Los Bancos): se entiende por aquellas entidades que con la venta de los productos generan comisiones a su favor, estando obligadas a declarar al cliente la totalidad de comisiones.

- Entidades que se declaran Independientes (EAFI's): se entiende por aquellas entidades que no pueden cobrar comisiones de terceros por realizar un asesoramiento.

El hecho de que la normativa prohíba las retrocesiones, hará que el cliente sea consciente de que pagar más por un asesoramiento independiente merecerá la pena, aunque en España no estemos acostumbrados a pagar por el asesoramiento financiero, con la entrada de MiFID II esto cambiará. Por otro lado, para las entidades financieras, la eliminación de las retrocesiones incide directamente en la cuenta de resultados de éstas.

Una cuestión que analizar es la transparencia que ofrece el sector financiero con la nueva normativa. MiFID II obliga a tomar medidas estratégicas, reclamando más transparencia, y recuerda que ya se están aplicando las exigencias de la normativa europea. El hecho de que las entidades que se declaren no independientes tengan que clarificar a sus clientes cuáles son las comisiones que se le están cobrando y en qué concepto pone de manifiesto la desconfianza existente del Regulador Europeo en las entidades. En este aspecto, se ha pasado de un escenario en el que todo estaba permitido, mientras que la implantación regulatoria ha traído consigo una normativa considerada excesivamente estricta, lo que hace además que muchos operadores aún no estén seguros de cómo navegar estos cambios.

Es posible que todas las medidas que se tomen en MiFID II lleven a un modelo de negocio más digital, lo que hace posible que en el futuro pueda existir un MiFID III que regule este tipo de cuestiones.

Por todo lo anterior, se puede decir que MiFID II es una normativa que mejora la regulación existente en materia de control por parte de las entidades de supervisión, uno de los objetivos que se buscaba. La centralización de la norma en mejorar las condiciones de los clientes ha traído mucha controversia entre los comercializadores de productos financieros, además de aumentar su gasto en diferentes conceptos: mayores registros sobre las negociaciones con los clientes, mayores conocimientos por parte de los asesores, menores ingresos en materia de retrocesiones etc. Con el tiempo, la evolución del mercado nos proporcionará respuestas sobre el éxito de esta directiva en materia de transparencia y eficiencia, lo que actualmente se traduce en nuevos modelos de negocio que se basarán en las nuevas formas de digitalización.