

EFFECTOS DEL REGLAMENTO 2021/1253 EN LA PROTECCIÓN DEL INVERSOR EN EL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL (2023)

Effects of Regulation 2021/1253 on investor protection in the Spanish financial system (2023)

Por Agustín Burgos-Baena

Profesor sustituto. Universidad de Sevilla. España
aburgos@us.es

Ana Isabel Irimia-Dieguez

Profesora titular. Universidad de Sevilla. España
anairimia@us.es

Felix Jiménez-Naharro

Profesor titular. Universidad de Sevilla. España
fjimenez@us.es

Artículo recibido: 21/12/23 | Artículo aceptado: 04/07/24

RESUMEN

En la legislación española se ha normado un nuevo reglamento (Reglamento 2021/1253) el cual pretende fomentar la inversión sostenible pero que puede comprometer la protección del inversor dentro del marco jurídico de España. Se establece que las entidades financieras a la hora de aplicar el test de idoneidad y el test de conveniencia deben de consultar sobre las preferencias de inversión sostenible. Los autores pretenden aportar valor facilitando un debate sobre la eficacia y el efecto en la protección del inversor mediante un análisis crítico de la normativa legal.

ABSTRACT

In Spanish legislation, a new regulation has been established (Regulation 2021/1253) which aims to promote sustainable investment but which may compromise investor protection within the legal framework of Spain. It is established that financial entities, when applying the suitability test and the convenience test, must consult about sustainable investment preferences. The authors aim to provide value by facilitating a debate on the effectiveness and effect on investor protection through a critical analysis of legal regulations.

PALABRAS CLAVE

Asesoría financiera; Preferencias inversión sostenible; Protección del inversor; Reglamento 2021/1253; Inversión financiera.

KEYWORDS

Financial advice; Sustainable investment preferences; Investor protection; Regulation 2021/1253; Financial investment.

Sumario: 1. Introducción. 2. Objetivos de la regulación financiera. 2.1 Fomento de las Finanzas Sostenibles mediante la regulación actual. 2.2 Fomento de la protección del inversor. 3. Regulación sobre la protección del inversor. 4. Nuevos perfiles de inversión considerando la preferencia de sostenibilidad del Reglamento 2021/1253. 5. Problemas con la aplicación del Reglamento 2021/1253. 5.1. Primer problema: La eficacia de la inversión sostenible. 5.2. Segundo problema: Aplicación del Reglamento 2021/1253 por parte de las entidades financieras. 5.3. Tercer problema: Los requisitos formativos. 6. Conclusiones. 7. Bibliografía.

1. Introducción

En Europa existe una amplia regulación legal con el objeto de proteger el capital de los inversores, la cual se encuentra continuamente en desarrollo.

Fruto de este desarrollo el 22 de abril de 2021 se aprobó el Reglamento (UE) 2021/1253, por el que se modifica el Reglamento Delegado (UE) 2017/565 en lo que respecta a la integración de los factores, riesgos y preferencias de sostenibilidad en determinados requisitos organizativos y condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión, al que se le dio publicidad y difusión periódica con el nombre de “Greenmifid”¹.

El objetivo de este Reglamento es fomentar la inversión sostenible mediante la incorporación de cuestiones relativas a las preferencias sobre la inversión sostenible en la aplicación del test de idoneidad y de conveniencia de los clientes por parte de las entidades financieras.

Este Reglamento modifica seis artículos del Reglamento (UE) 2017/565. Añadiendo normas adicionales sobre las preferencias de sostenibilidad, gestión de riesgos, intereses potencialmente perjudiciales, relación de tolerancia al riesgo.

La atención se centrará en los efectos de las modificaciones acarreadas por el Reglamento 2021/1253, en el artículo 2, se añaden los puntos 7, 8 y 9; artículo

¹ CNMV. (2022). *Comunicado sobre la próxima aplicación de la modificación del Reglamento delegado 2017/565 en lo relativo a la consideración de las preferencias de sostenibilidad de los clientes en la evaluación de la idoneidad*. [consulta: 19 septiembre 2023]. Disponible en: https://finreg360.com/wp-content/uploads/2022/07/CNMV_comunicado-18-7-2022_aplicacion-Green-MiFID.pdf

21, el apartado 1; artículo 23, apartado 1, la letra a); artículo 33; artículo 52, el apartado 3 y el artículo 54.

Las modificaciones de estos artículos suponen un incremento en la complejidad técnica en el sistema financiero español y conlleva problemáticas regulatorias y conflictos de intereses en su aplicación, los cuales iremos desarrollando.

Esta normativa involucra a los agentes del sistema financiero, inversores, asesores y entidades financieras, ya que se incorporan requerimientos nuevos en la actividad financiera relativas a las preferencias de sostenibilidad y con ello la necesidad de practicar cambios al evaluar la idoneidad y conveniencia del inversor modificando el proceso de prestación de servicios y las opciones de inversión disponibles.

2. Objetivos de la regulación financiera

La incorporación de este test constituye una bifurcación en los objetivos perseguidos por la regulación financiera española. Un objetivo centrado en la protección del inversor y otro relativo al fomento de la inversión sostenible, los cuales mediante el nuevo Reglamento se interrelacionarán.

2.1. Fomento de las Finanzas Sostenibles mediante la regulación actual

El Reglamento reclama que su principal objetivo es promover el desarrollo sostenible fomentando la competitividad a largo plazo de la economía de la Unión Europea.

Con el fomento de las finanzas sostenibles se persigue convertir la economía europea en una economía circular y más eficiente en el uso de los recursos y toma especial relevancia en este ámbito las finanzas sostenibles, que se basan en la toma de criterios de inversión que consideran los factores sociales, de gobernanza y medioambientales (ESG), de forma que la empresa pueda ser rentable, pero en armonía con todos los elementos del ambiente de la compañía (art. 2, Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible) y fomente la inversión en empresas que no genere externalidades negativas.

La inversión atrae la atención de los inversores e investigadores fruto de la preocupación por parte de todos los agentes participantes en el sistema financiero, de que las empresas sean sostenibles² ³. De hecho, para conseguir la transición a una economía sostenible se deben emplear las inversiones

² AUER, B. y SCHUHMACHER, F. *Do socially (ir)responsible investments pay? New evidence from international ESG data*. En: *The Quarterly Review of Economics and Finance*. Amsterdam: Elsevier. 2016, Volume 59, February, pp. 51-62.

³ KHAN, M., SERAFEIM, G. y YOON, A. *Sustentabilidad corporativa: primera evidencia sobre materialidad*. En: *The Accounting Review*. Volumen 91. Sarasota, FL: American Accounting Association, 2016, pp. 1697-1724. ISSN 0001-4826.

considerando estas preferencias para conseguir proporcionar productos y servicios financieros con impacto social y ambiental positivo⁴.

Con todo ello se está proyectando una nueva forma de enfocar las finanzas que supone un cambio de cultura financiera que se está adaptando para satisfacer las demandas de una población concienciada.

2.2 Fomento de la protección del inversor

El fomento de la protección del inversor es el otro objetivo en el que se centra principalmente el desarrollo jurídico financiero en España y Europa.

La regulación del sistema financiero nace de la preocupación de las autoridades europeas sobre la protección de los inversores y el aumento de la transparencia de los servicios financieros con la finalidad de generar estabilidad y confianza a los mercados financieros europeos y que con ello se fomente la participación de los inversores nacionales y atraer capitales externos a Europa.

Esta situación quedó especialmente reflejada en la crisis financiera de 2008, en la que la ingeniería financiera generó una crisis económica-financiera con consecuencias duraderas a nivel mundial⁵.

Por ello, se desarrolló un extenso marco jurídico entre las diferentes autoridades nacionales competentes en todo el mercado europeo, concretamente en España, representado por el Parlamento Europeo, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) y la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)^{6 7}.

Considerando los objetivos de las regulaciones previas del mercado y el Reglamento 2021/1253, se pretende mantener la protección alcanzada sobre los mercados financieros, pero al mismo tiempo fomentar las inversiones sostenibles. Siendo este marco regulatorio la respuesta de los legisladores a las metas propuestas de desarrollo de la Unión Europea.

⁴ MIROSHNICHENKO, O. y BRAND, N. Banks financing the green economy: a review of current research. En: *Finance: Theory and Practice*. 25(2). 2021, pp. 76-95.

⁵ GARCÍA SANTOS, M.N. MiFID: un nuevo marco de competencia para los mercados de valores [en línea]. Ediciones Financieras, 2021. Disponible en:

https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/RevistaEstabilidadFinanciera/07/Fic/02_MiFID.pdf

⁶ ESMA [en línea]. MiFID Questions and Answers Investor Protection & Intermediaries. Paris: European Securities and Markets Authority, 2012 [consulta: 09 septiembre 2023]. Disponible en:

⁷ GARCÍA SANTOS, M.N. MiFID: un nuevo marco de competencia para los mercados de valores. En: *Revista de Estabilidad Financiera* [en línea]. Madrid: Banco de España, 2021. pp. 7-20. [consulta: 15 junio 2024]. Disponible en

https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/RevistaEstabilidadFinanciera/07/Fic/02_MiFID.pdf

Ambos objetivos pueden ser complementarios, pero en su aplicación se han conseguido avances dispares que puede ocasionar situaciones indeseadas. Especialmente se ha trabajado en mayor medida el objetivo de la protección del inversor ya que tiene mayor desarrollo histórico en el marco jurídico español y europeo. Pero que en la actualidad con el nuevo Reglamento 2021/1253 deben adaptarse mutuamente para que las metas individuales de cada objetivo puedan conseguirse sin comprometer la del otro.

3. Regulación sobre la protección del inversor

Para comenzar con el análisis de los efectos de la aplicación del nuevo Reglamento 2021/1253 es preciso considerar los efectos ocasionados en la protección de los inversores.

La principal consecuencia buscada es la mejora de la transparencia de los mercados financieros aumentando la confianza de los inversores hacia las instituciones financieras y la operativa de los mercados⁸.

Con un especial énfasis en la relación entre los inversores y las entidades financieras.

La regulación comunitaria en materia financiera persiguiendo la protección del inversor tuvo tres etapas siendo el origen la Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo de 1993. Esta directiva quedaría derogada por la Directiva 2004/39/CE aprobada el 21 de abril de 2004, la cual supuso un avance en la mejora de la protección del inversor quedando vigente hasta la aprobación de la Directiva 2014/65/UE de 15 de mayo de 2014.

La Directiva 93/22/CEE de 10 de mayo de 1993 estableció un marco básico en la Comunidad Económica Europea sobre el servicio de inversión, supervisión y las empresas que ofrecieran el servicio, obteniendo patrones de conducta en la prestación de servicios de inversión más homogéneos; mientras que en España la Ley 24/1988 del mercado de valores unificaba el marco legal segmentado vigente que existía en España hasta dicho momento.

La normativa MIFID (Markets in Financial Instruments Directive) aprobada en 2004, y entró en vigor en 2008, cambió drásticamente la prestación de servicios financieros con el incremento de instrumentos financieros disponibles para los inversores y determinando medidas de protección del cliente⁹.

⁸ FERRARINI, G. y BUSCH, D. Regulation of the EU markets. Oxford: Oxford Law Review, 2017.

⁹ SUNG KEUN, O. Basic Structure and Main Contents of MiFID II/MiFIR Reforms of the EU. En: The Korean Journal of Securities Law. Vol. 16, no. 2, 2015, pp. 239-277. DOI: 10.17785/kjssl.2015.16.2.239

Principalmente destacan en la protección del inversor el Capítulo II, Sección 2, “Disposiciones para garantizar la protección del inversor”. Los artículos 19, 20, 21, 22, 23 y 24, donde se especifican las normas de conducta, relación y las diferentes obligaciones de las entidades financieras y los clientes reales o potenciales.

En el mismo periodo en España se desarrolló el Real Decreto 217/2008 de 15 de febrero, que trataba del Régimen jurídico de las empresas que prestaran servicios de inversión en España. Este Real Decreto tuvo posteriormente que adaptarse a la normativa MiFID II (Directiva 2014/65/EU).

La aplicación de MIFID II ocasionó mayores restricciones a los intermediarios financieros para evitar problemas derivados de la corrupción financiera, tráfico de influencias¹⁰.

Al aplicar el marco legal se concluye que las entidades financieras deben fomentar la protección de los inversores y con ello se ven obligadas a facilitar los productos y servicios financieros que mejor se adapten al inversor considerando el perfil de riesgo del inversor, su situación financiera, su nivel de conocimiento y experiencia de inversión^{11 12} (BOE, 2008).

Con esto se concluye que la protección de los inversores en la primera vía de desarrollo del marco legal se enfoca en establecer los bienes y servicios financieros que satisfagan las necesidades financieras de los inversores. Pero, para llevar a cabo esta protección de los inversores se debe conocer a fondo el proceso llevado a cabo por la legislación española para proteger a los inversores en el sistema financiero.

Para fomentar la protección de los inversores mostrada en la regulación del sistema financiero español, la directiva MiFID I, clasificó los diferentes tipos de inversores en Clientes profesionales y no profesionales en el artículo 4.1 apartados 11) y 12) de la directiva MIFID.

Con esta clasificación las entidades financieras tendrán dispuestos diversos servicios y productos que puedan ofrecer a cada uno de estos clientes.

Sin embargo, se pueden llevar a cabo subdivisiones en la clasificación de los clientes en función a su protección en el sistema financiero y las necesidades

¹⁰ NIANG, C.; KANYINDA-KASANDA, A. How Did MiFID Affect Systemic Underperformance in the European Equity Market? A Tracking Error based Approach. En: FEMIB: proceedings of the 2nd international conference on finance, economics, management and IT business. 2020. pp. 57-62. doi: 10.5220/0008772000570062.

¹¹ BISSELL, G.S. A professional Investor looks at earnings Forecast. En: Financial Analysts Journal. Charlottesville: CFA Institute, 1972, vol. 28, no. 3, pp. 73-80. Disponible en: <https://doi.org/10.2469/faj.v28.n3.73>

¹² GIMÉNEZ ZURIAGA, I. *El gobierno corporativo, el control de las empresas y la defensa de los derechos de los accionistas minoritarios*. En: Análisis Financiero. Número 90. Madrid: Instituto Español de Analistas Financieros, 2003, pp. 99-111.

de información¹³ y BOE (2018) De esta forma se pueden encontrar los siguientes tipos:

El cliente profesional es aquel inversor que posee conocimientos y experiencia en la inversión contando con conocimiento y capacidad de análisis. Por ello tienen un menor grado de protección y pueden acceder a un volumen mayor de activos financieros ya que se considerarían capaces de tomar sus propias decisiones de inversión y valorar adecuadamente los riesgos que impliquen. Se pueden encontrar en este grupo los accionistas especializados no institucionales y los institucionales.

El cliente minorista o inversores no especializados se encuentra formado por la mayor parte de los inversores particulares que invierten sus ahorros para rentabilizarlos, los cuales determinan diferentes mecanismos de protección otorgándole la regulación una protección mayor por no contar con conocimientos y capacidad de análisis.

Todos los requisitos recogidos en la normativa MIFID II y MIFID, tienen como objetivo la protección de los inversores y vienen recogidos en el artículo 86. En el mismo, se determina que las entidades financieras deben actuar de forma honesta, imparcial y profesional optando por servicios y productos del interés de los clientes. Proporcionar información imparcial clara y no engañosa a los clientes para comprender los productos y servicios de inversión y a tomar decisiones informadas. Ofrecer servicios y productos que se adapten a las necesidades financieras personales del cliente.

En esta misma dirección el artículo 8 del Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre señala que entre los derechos de los consumidores de servicios se encuentra la protección de sus legítimos intereses económicos. Además del deber de informar debidamente sobre los distintos bienes o servicios, para evitar que el inversor contrate productos o servicios que no pueda comprender, que no estén ajustados a su perfil o que no satisfagan sus necesidades o expectativas.

Para ello se debe determinar el perfil del inversor. Estos perfiles se determinan en función de la disposición a perder dinero, considerado que un mayor riesgo conlleva una mayor rentabilidad y viceversa¹⁴.

Según el artículo 25 de la Directiva MiFID II, hay que considerar la situación personal tomando como referencia la situación financiera por parte del

¹⁴ FRENKEL, R. Globalización y crisis financieras en América Latina. En: Revista de la CEPAL [en línea]. Santiago de Chile: CEPAL, 2003, no. 80, pp. 41-54 [consulta: 15 junio 2024]. ISSN: 0251-2920. Disponible en:

<http://www.cepal.org/cgi-bin/getProd.asp?xml=/revista/80/1/paginas/frenkel.xml>

cliente o inversor contratante del servicio. Se encontrarían en este caso la capacidad de inversión por encima de la media o por debajo.

La información se obtiene mediante la realización del test de idoneidad y test de conveniencia (apartados 4 y 5 anteriores) y con ello se conseguirá reunir información personal sobre los clientes.

De hecho, antes de contratar un servicio financiero todas las entidades financieras están obligadas a estudiar los rendimientos que el cliente/inversor estaría dispuesto a obtener y perder a la hora de decidir una decisión de inversión. De este modo, aparecen tres perfiles de inversor: Perfil conservador, Perfil moderado y Perfil arriesgado¹⁵.

No obstante, considerando la clasificación de los tipos de clientes, las entidades financieras deben añadir un nuevo requerimiento en el proceso de prestación de servicios financieros debido a la implantación del Reglamento 2021/1253.

4. Nuevos perfiles de inversión considerando la preferencia de sostenibilidad del Reglamento 2021/1253

Todo el desarrollo de la protección de los inversores tiene que enfrentarse ahora a la interrelación de las preferencias de sostenibilidad del Reglamento 2021/1253.

El 2 de agosto de 2022 entró en vigor Reglamento (UE) 2021/1253 de 22 de abril de 2021, el cual recoge que los asesores financieros deben preguntar a los inversores sobre sus preferencias de inversión relacionadas con las inversiones sostenibles.

Estableciendo nuevos perfiles de inversores, los cuales tendrán necesidades financieras específicas y requerirán de diferentes tipos de productos y servicios cada uno de ellos, lo que puede dificultar que las entidades cuenten con productos específicos para cada perfil de inversión.

Tipo de cliente	Disposición a la inversión sostenible	Disposición a aceptar riesgos según el carácter del inversor	Capacidad de asumir riesgo según la situación financiera
Cliente profesional	Inversión no sostenible	Perfil conservador	Por debajo de la media
Cliente profesional	Inversión no sostenible	Perfil conservador	Por encima de la media
Cliente profesional	Inversión no sostenible	Perfil moderado	Por debajo de la media
Cliente profesional	Inversión no sostenible	Perfil moderado	Por encima de la media
Cliente profesional	Inversión no sostenible	Perfil arriesgado	Por debajo de la media
Cliente profesional	Inversión no sostenible	Perfil arriesgado	Por encima de la media
Cliente profesional	Inversión sostenible	Perfil conservador	Por debajo de la media
Cliente profesional	Inversión sostenible	Perfil conservador	Por encima de la media
Cliente profesional	Inversión sostenible	Perfil moderado	Por debajo de la media
Cliente profesional	Inversión sostenible	Perfil moderado	Por encima de la media
Cliente profesional	Inversión sostenible	Perfil arriesgado	Por debajo de la media
Cliente profesional	Inversión sostenible	Perfil arriesgado	Por encima de la media

¹⁵ FRENKEL, R. referencia 14, pp. 41-54.

Ciente no profesional	Inversión no sostenible	Perfil conservador	Por debajo de la media
Ciente no profesional	Inversión no sostenible	Perfil conservador	Por encima de la media
Ciente no profesional	Inversión no sostenible	Perfil moderado	Por debajo de la media
Ciente no profesional	Inversión no sostenible	Perfil moderado	Por encima de la media
Ciente no profesional	Inversión no sostenible	Perfil arriesgado	Por debajo de la media
Ciente no profesional	Inversión no sostenible	Perfil arriesgado	Por encima de la media
Ciente no profesional	Inversión sostenible	Perfil conservador	Por debajo de e la media
Ciente no profesional	Inversión sostenible	Perfil conservador	Por encima de la media
Ciente no profesional	Inversión sostenible	Perfil moderado	Por debajo de la media
Ciente no profesional	Inversión sostenible	Perfil moderado	Por encima de la media
Ciente no profesional	Inversión sostenible	Perfil arriesgado	Por debajo de la media
Ciente no profesional	Inversión sostenible	Perfil arriesgado	Por encima de la media

Tabla 01: Perfiles de inversor.

Fuente: Elaboración propia.

Asimismo, el asesor financiero, una vez recabada la información sobre el inversor, debe detallar la información necesaria sobre la inversión que el cliente pretenda realizar en función a las preferencias de inversión sostenibles ya que este deberá presentarle los tres perfiles de inversor para que el cliente realice la selección entre la gama de productos que la entidad financiera tenga disponibles para él.

No obstante, las preferencias de inversión sostenibles de parte del inversor puede provocar que debido a que según MiFID y MiFID II se ofrecerá el producto que mejor se adapte a las circunstancias del cliente, en caso de que no existan productos adaptados a sus necesidades, el cliente debe modificar sus preferencias o no podrá contratar ningún producto, pero si se modifican sus preferencias ya no se estará ofreciendo el producto que se adapte a sus necesidades sino que el cliente es el que tiene que adaptarse a la gama de productos disponibles o bien puede mantener sus preferencias provocando que desincentive la inversión.

En esta situación se produce un conflicto entre los dos objetivos perseguidos en la regulación jurídica, ya que ambos objetivos, fomentar la inversión en función a las preferencias de inversión sostenible y la protección del inversor, pueden encontrarse enfrentados.

5. Problemas con la aplicación del Reglamento 2021/1253

Existen diversos tipos de problemas que puede generar el Reglamento 2021/1253 como la eficacia de la inversión sostenible, los requisitos formativos de los asesores financieros y los problemas a los que deben hacer frente las entidades financieras en el ofrecimiento de los productos financieros.

5.1. Primer problema: La eficacia de la inversión sostenible

La protección de los inversores mientras se fomentan las finanzas sostenibles deben de maximizar el rendimiento obtenido para cada perfil de riesgo o minimizar su riesgo a un determinado rendimiento objetivo invirtiendo

en función a las preferencias sostenibles, por lo que las entidades financieras deben de ofrecer los productos y servicios que mejor se adapten a las circunstancias personales de los inversores y que sean sostenibles¹⁶.

Considerando este precepto, la primera crítica radica en la eficacia de la inversión sostenible y si esta metodología de inversión ofrece rendimientos que cumplan con los objetivos de los inversores.

En la actualidad es un tema que cada vez se está investigando más, pero por el momento no existe un consenso entre la evidencia científica ni empírica que permita encontrar una relación sólida, robusta y contrastada sobre la adecuación de este tipo de inversión y el rendimiento de las acciones¹⁷.

De hecho, dentro del proceso de toma de decisiones de inversión considerando las finanzas sostenibles se han desarrollado los factores ambientales, sociales y de gobernanza (ESG) para estudiar la influencia de estos en la cotización bursátil de las acciones. Estos indicadores se emplean desde tres puntos de vista, el primero es desde el punto de vista académico el cual permitirá evidenciar y cuantificar la influencia de estos indicadores en la cotización bursátil de los activos financieros. La segunda, es la consideración de estos indicadores por parte de los inversores para su toma de decisiones de inversión tratando de maximizar su rendimiento. La tercera, para conocer los riesgos en los que se pueda encontrar inmersa una empresa por parte de los acreedores¹⁸.

La literatura científica relativa a las preferencias sostenibles de inversión está evaluando el impacto de los ESG en la cotización bursátil de las acciones. Algunos estudios muestran relaciones causales entre los ESG y la cotización bursátil. Mientras que otros estudios, sostienen que no existe ningún vínculo entre la publicación de los ESG y la rentabilidad de las acciones. Por lo tanto, aun no existe un consenso sobre el impacto de la inversión en función a las preferencias de inversión sostenibles en el rendimiento de las acciones.¹⁹

Cabe mencionar avances en esta línea de investigación que pueden encontrar ciertas evidencias empíricas entre diversos indicadores y el

¹⁶ FREEMAN, R.E. *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Boston: Pitman, 1984.

¹⁷ FISKERSTRAND, S.R., FJELDAVLI, S., LEIRVIK, T., ANTONIUK, Y., y NENADIC, O. *Sustainable Investments in the Norwegian Stock Market*. En: *Journal of Sustainable Finance & Investment*. Octubre 2019. DOI: 10.1080/20430795.2019.1677441.

¹⁸ Burgos Baena, A.; Irimia Dieguez, A. I. Jiménez Naharro, F. y De la Torre Gallegos, A. *La influencia de los ESG en la cotización bursátil de las empresas: Un estudio bibliométrico*. En: *Revista Colombiana de Contabilidad*. 2023.

¹⁹ Burgos Baena, A.; Irimia Dieguez, A. I. Jiménez Naharro, F. y De la Torre Gallegos, A. *La influencia de los ESG en la cotización bursátil de las empresas: Un estudio bibliométrico*. En: *Revista Colombiana de Contabilidad*. 2023.

rendimiento de las acciones^{20 21 22 23 24}, diferentes grados de intensidad de los tipos de indicadores²⁵, entre otras relaciones que a pesar de ellas son insuficientes para conllevar conclusiones generalizables a los mercados.

Por ello, se pueden generar conflictos de intereses entre los objetivos financieros de los inversores y los objetivos de otros agentes del sistema financiero. Por lo tanto, pueden aparecer situaciones en las que la valoración no es equivalente en cada uno de los tipos de indicadores empleados para el análisis. Por otra parte, no existe consenso sobre una metodología probada y contrastada de inversión empleando las preferencias de inversión sostenible, ni tampoco existen estudios comparativos robustos que valoren el efecto de este tipo de criterios de inversión considerando su efecto en diferentes sectores o mercados. Puede ocurrir que considerando el perfil de inversor no se cumpla con las expectativas esperadas por éste y que el inversor contrate servicios y productos que no sean los más adecuados para él, precisamente porque se desconocen los efectos de la inversión en función a las preferencias de inversión sostenibles sobre sus objetivos financieros²⁶.

²⁰ BOFINGER, Y., HEYDEN, K.J., ROCK, B. y BANNIER, C.E. *The sustainability trap: Active fund managers between ESG investing and fund overpricing*. En: Finance Research Letters. vol. 45, 2022. DOI: 10.1016/j.frl.2021.102160.

²¹ DERWALL, J., GUEUNSTER, N., BAUER, R., y KOEDIJK, K. *The Eco-Efficiency Premium Puzzle*. En: Financial Analysts Journal. 2005, pp. 51-63

²² FRIEDE, G.; BUSCH, T.; BASSEN, A. *ESG and Financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies*. En: Journal of Sustainable Finance & Investment. 5, 2015, pp. 210-233. ISSN: 2043-0795

²³ MIRALLES-QUIROS, M.M.; MIRALLES-QUIROS, J.L. y VALENTE GONCALVES, L.M. *The Value Relevance of Environmental, Social, and Governance Performance: The Brazilian Case*. En: Sustainability. Vol. 10, no. 3, 2018. DOI: 10.3390/su10030574. Disponible en: <https://doi.org/10.3390/su10030574>

²⁴ SHARMA, U., GUPTA, A. y GUPTA, S. *The pertinence of incorporating ESG ratings to make investment decisions: a quantitative analysis using machine learning*. En: Journal of Sustainable Finance & Investment [en línea]. 2022. DOI: 10.1080/20430795.2021.2013151. [consulta: 15 junio 2024] Disponible en: <https://doi.org/10.1080/20430795.2021.2013151>

²⁵ MIRALLES-QUIROS, M.M., MIRALLES-QUIROS, J.L. y REDONDO-HERNANDEZ, J. *The impact of environmental, social, and governance performance on stock prices: Evidence from the banking industry*. En: Corporate Social Responsibility and Environmental Management. Edición 26, no. 6, 2019, pp. 1446-1456. DOI: 10.1002/csr.1759

²⁶ LIU, X., YANG, C. y CHAO, Y. *The Pricing of ESG: Evidence From Overnight Return and Intraday Return*. En: Frontiers in Environmental Science [en línea]. 2022. vol. 10. [consulta: 15 junio 2024]. DOI: 10.3389/fenvs.2022.927420.

Disponible en: <https://www.frontiersin.org/articles/10.3389/fenvs.2022.927420/full>

5.2. Segundo problema: Aplicación del Reglamento 2021/1253 por parte de las entidades financieras

El segundo problema deriva de la prestación de servicios financieros por las entidades financieras.

Estas entidades tienen que adaptar sus procesos ofreciendo una gama mayor de posibilidades de inversión para los inversores ya que se incrementaría el número de perfiles de inversor.

No obstante, en el caso en el que un cliente opte por la preferencia sostenible, la entidad debe optar por el tipo de gestión a la hora de ofrecer la asesoría financiera, esto es:

- Excluir productos financieros perjudiciales para el medio ambiente.
- Invertir para limitar el riesgo.
- Invertir en líderes del sector Medioambiental, Social y de Gobernanza (ESG).

En cualquier caso, se deben formar carteras o productos financieros que considerando la inversión sostenible maximicen el rendimiento ante un riesgo dado o minimicen el riesgo ante un rendimiento esperado.

No obstante, se puede deducir que el principal objetivo de este test de idoneidad en el que se incluya la preferencia por la sostenibilidad es el de estimular la demanda y dar a conocer a los inversores la existencia de productos financieramente sostenibles.

Pero, esto puede generar problemas de falta de formación o de preguntas excesivamente técnicas que sean difíciles de comprender por los inversores, dados sus conocimientos técnicos y experiencia. Ya que se requiere que la entidad financiera deba ofrecer opciones de inversión clásicas, no enfocadas en la sostenibilidad, y otras que consideren propuestas alternativas que permitan diferenciar a los inversores en sostenibles y no sostenibles.

Otro de los inconvenientes de la aplicación del Reglamento 2021/1253 considerando la protección del inversor es que se va a exigir que las entidades puedan ofrecer estas alternativas de inversión cuando aún no se han aprobado las Normas técnicas Regulatorias (RTS) del Reglamento de Divulgación de Finanzas Sostenibles (SFDR) donde las entidades cotizadas en bolsa publiquen estos datos y permitan a los propios inversores conocer los EGS (Medioambiental, Social y de Gobernanza) de cada una de las empresas que puedan invertir.

Se determina que en la actualidad se encuentra una información dispersa, incompleta, divulgada en medidas heterogéneas y con importantes diferencias entre las empresas europeas en cuanto a la divulgación por lo que emplear los

datos contables para invertir en función a las preferencias de inversión sostenible por el momento no es una buena opción²⁷.

De hecho, se requieren de más acciones para poder implementar adecuadamente la preferencia de sostenibilidad por parte de las entidades financieras. En primer lugar, los emisores de productos financieros deben implementar la taxonomía de sostenibilidad de la Unión Europea y deben de poseer un histórico de datos que permitan valorar la causalidad entre el rendimiento-riesgo-sostenibilidad.

Por ello, se puede concluir que la demanda actual de inversiones sostenibles empleando las preferencias de inversión sostenibles no se encuentra en sincronía con la transparencia de datos publicados por las empresas, dando lugar a riesgo de publicación de datos erróneos que puedan llevar a la promoción de activos financieros que no cumplan con los requisitos de la inversión sostenible, además de la dificultad de llevar a cabo la comparación entre compañías.

Por otra parte, las entidades financieras se enfrentan a la modificación y selección de la oferta de activos financieros que tengan en su repertorio para que puedan ser elegibles en base a MiFID II, todo ello en base en artículo 6, 8 y 9 y el Reglamento 2021/1253.

Esto puede dar lugar a activos financieros que, aunque puedan ser sostenibles pues cumplen con lo instaurado por el artículo 8 y 9, no pueda ser elegido por la normativa MIFID II en función a otros parámetros establecidos por el cliente.

5.3. Tercer problema: Los requisitos formativos

El tercer problema a destacar es relativo a la formación necesaria para los profesionales que se encarguen de prestar los servicios de asesoría financiera.

Deben contar con conocimientos y experiencia, los cuales deben ser adecuados en relación con las políticas de inversión sobre las que se realizará el asesoramiento. Principalmente esto es debido a que los asesores financieros y entidades financieras tienen la obligación de explicar a los inversores todos los conceptos relativos a la inversión en función a las preferencias sostenibles y solventar sus dudas.

Todo ello para cumplir con los preceptos establecidos por MiFID y MiFID II, en los que, para proteger al inversor, este debe comprender en todo momento el producto o servicio que se esté contratando.

²⁷ GUTIÉRREZ PONCE, H.; ARIMANY SERRAT, N. y CHAMIZO GONZÁLEZ, J. *Comunicación web de información no financiera en las empresas de cuatro índices bursátiles europeos*. En: Revista Española de Documentación Científica. Vol. 45, no. 3, julio-septiembre 2022, e329. ISSN: 0210-0614, eISSN: 1988-4621. DOI: <https://doi.org/10.3989/redc.2022.3.1883>

Sin embargo, en cuanto a los conocimientos del asesor financiero, la CNMV dispone de un listado de programas formativos asociados a diferentes centros educativos que han acreditado el cumplimiento de los requisitos recogidos en la Guía Técnica que la CNMV aprobó en junio de 2017, en atención a lo que establece MiFID II, distinguiendo entre los títulos que acreditan capacidad para asesorar e informar y otros solo para realizar labores de información, en función de la formación que imparten.

Al observar detenidamente, se puede apreciar como los programas formativos que legalmente están aprobados por la CNMV como habilitantes para la asesoría o consultoría financiera, no cuentan con la formación relativa a las finanzas sostenibles. Los títulos y certificados que cumplen las exigencias del apartado 8 de la Guía técnica 4/2017, en la mayoría de las titulaciones no se exigen conocimientos relativos a estos criterios de inversión sostenible²⁸.

De esta forma, en la formación de los asesores financieros no se están considerando los criterios de inversión que involucren datos relativos a la inversión sostenible, como definiciones, criterios de tomas de decisiones de inversión, indicadores de desempeño a evaluar, requisitos de selección de activos financieros, etc. Por lo que el inversor particular y sin conocimientos de esta temática no podrá ser asesorado debidamente para determinar los criterios de inversión que más le convengan por la falta de conocimiento previo del inversor profesional, el cual no puede asesorarle debidamente.

Al aplicar el Reglamento 2021/1253, se deben emplear nuevos conceptos técnicos relativos a la inversión en función a las preferencias sostenibles, nuevos indicadores, nueva información contable, productos, etc. que por el momento no se tiene consenso sobre su eficacia y al ser nuevos tampoco los asesores financieros tendrán experiencia en el empleo de los mismos para cumplir con los objetivos de una asesoría financiera según los requerimientos establecidos por MiFID.

Es evidente que ni la formación ni experiencia de los asesores financieros es apta, por el momento, para cumplir con los requisitos exigidos para proteger al inversor adecuadamente porque ni la evidencia científica, la formación y la experiencia del personal de las entidades financieras son adecuados para ello.

Por último, se debe realizar un profundo cambio en la formación acreditada por la CNMV ajustándose al Reglamento 2021/1253 incorporando la nueva información relativa a la inversión sostenible.

²⁸ CNMV. *Guía técnica 3/2020 sobre asesores no profesionales de IIC* [en línea]. [consulta: 12 septiembre 2023]. Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Legislacion/Guias-Tecnicas/Guiatecnica_2020_3.pdf

6. Conclusiones

La aplicación del Reglamento europeo con respecto a la regulación financiera ha conllevado un cambio completo en la industria financiera aumentando la protección del inversor particular y recientemente fomentando la inversión sostenible.

Con respecto a la nueva normativa relativa a las preferencias por la sostenibilidad dentro del entorno de protección del inversor que deban de incorporarse al test de idoneidad se ha de mencionar que es una medida apresurada y que por el momento tiene una difícil aplicación.

La publicación de datos relativos a la inversión sostenible no cuenta con la obligatoriedad de presentar una serie de indicadores estándar que deban aparecer en sus cuentas anuales o informes de auditoría. En este caso las empresas cotizadas tienen una extensa libertad para publicar los datos que estimen oportunos los cuales pueden no cumplir con el objetivo de optimizar la toma de decisiones de inversión por parte de los inversores. Esta falta de obligatoriedad de las organizaciones al publicar esta serie de indicadores y datos puede provocar que se encuentren compañías que dispongan de datos y otras que no, además de que los datos relativos a la inversión sostenible que se encuentren disponibles no sean transparentes, comparables y homólogos, fomentando la inseguridad de los inversores.

Aún no existe un consenso en el que se explique la causalidad entre la inversión en función a las preferencias de inversión sostenibles y el rendimiento de las acciones. Todo ello a pesar de ser un problema de investigación de creciente interés el cual está aumentando notablemente el volumen de artículos publicados, especialmente en los últimos tres años. Sin embargo, a pesar de las numerosas aportaciones de los autores los resultados obtenidos no son concluyentes por lo que conviene profundizar en la problemática, estudiando el efecto que tendrían la publicación de información no financiera de la empresa relacionada con la sostenibilidad con la revalorización bursátil, el riesgo y la volatilidad de las acciones. Así mismo, es recomendable emplear otros enfoques de estudio para abordar este problema desde otros puntos de vista que no sean mediante estudios empíricos y cuantitativos ya que, mediante estudios de caso, estudios cualitativos, mixtos, permitirán a los investigadores profundizar y comprender mejor la problemática. Esta situación puede no ir a favor de los intereses del cliente, por lo que los inversores profesionales aplicarán estrategias de inversión donde no se conocen los resultados que puedan ofrecer. Por lo que el intento de estimulación de la demanda de activos financieros sostenibles que cumplan con estos requisitos puede generar conflictos de intereses.

Por otra parte, las entidades financieras debido a la falta de transparencia de la información y la inexistencia de datos relativos a las finanzas sostenibles de las empresas, pueden no cumplir con lo establecido por la normativa. En este

caso se pueden producir asimetrías de información debido a que deberán emplear fuentes de datos secundarias que pretendan medir el grado de sostenibilidad de las empresas y así clasificar los instrumentos financieros en sostenibles y no sostenibles. El hecho de que esta clasificación y su posterior oferta de productos financieros sostenibles en función a información ajena a la contenida en las cuentas anuales e información contrastable por los propios inversores incrementa el grado de incertidumbre a la hora de tomar sus decisiones de inversión, pudiendo aparecer conflictos de intereses.

Por último, se debe realizar un profundo cambio en la formación acreditada por la CNMV ajustándose al Reglamento 2021/1253 incorporando la nueva información relativa a la inversión sostenible. De hecho, al observar el listado de Títulos y Certificados que cumplen con las exigencias del apartado 8º de la Guía Técnica 4/2017 se puede observar los diferentes programas académicos que permiten ofrecer servicios de asesoramiento y de información carecen en la mayoría de los casos planes formativos relativos a la inversión sostenible, dando así lugar una formación académica incompleta por parte de los asesores financieros en materia de sostenibilidad. Por ello, es idóneo modificar los planes formativos antes de implementar el Reglamento 2021/1253, para que cuando esté vigente al menos los asesores financieros cuenten con conocimientos relativos y experiencia en este tipo de inversión para brindar a los inversores un servicio adecuado a sus necesidades y conseguir con ello fomentar la inversión sostenible sin descuidar la protección de los inversores.

Ante esto, la aplicación del Reglamento 2021/1253 pretende incitar apresuradamente a la inversión en activos financieros considerando los factores de sostenibilidad y esto podría desencadenar efectos indeseados que pueden oponerse a los avances realizados por mejorar la estabilidad de los mercados financieros y la protección de los inversores.

7. Bibliografía

AUER, B. y SCHUHMACHER, F. *Do socially (ir)responsible investments pay? New evidence from international ESG data*. En: The Quarterly Review of Economics and Finance. Amsterdam: Elsevier. 2016, Volume 59, February.

BISSELL, G.S. A professional Investor looks at earnings Forecast. En: Financial Analysts Journal. Charlottesville: CFA Institute, 1972, vol. 28, no. 3. Disponible en: <https://doi.org/10.2469/faj.v28.n3.73>

BOFINGER, Y., HEYDEN, K.J., ROCK, B. y BANNIER, C.E. *The sustainability trap: Active fund managers between ESG investing and fund overpricing*. En: Finance Research Letters. vol. 45, 2022. DOI: 10.1016/j.frl.2021.102160.

BURGOS BAENA, A.; IRIMIA DIEGUEZ, A. I. JIMÉNEZ NAHARRO, F. Y DE LA TORRE GALLEGOS, A. *La influencia de los ESG en la cotización bursátil de las empresas: Un estudio bibliométrico*. En: Revista Colombiana de Contabilidad. 2023.

CNMV. *Comunicado sobre la próxima aplicación de la modificación del Reglamento delegado 2017/565 en lo relativo a la consideración de las preferencias de sostenibilidad de los clientes en la*

evaluación de la idoneidad. [consulta: 19 septiembre 2023]. Disponible en: https://finreg360.com/wp-content/uploads/2022/07/CNMV_comunicado-18-7-2022_aplicacion-Green-MiFID.pdf

CNMV. *Guía técnica 3/2020 sobre asesores no profesionales de IIC* [en línea]. [consulta: 12 septiembre 2023]. Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Legislacion/Guias-Tecnicas/Guiatecnica_2020_3.pdf

DERWALL, J., GUEUENSTER, N., BAUER, R., y KOEDIJK, K. *The Eco-Efficiency Premium Puzzle*. En: *Financial Analysts Journal*. 2005.

ESMA [en línea]. *MiFID Questions and Answers Investor Protection & Intermediaries*. Paris: European Securities and Markets Authority, 2012 [consulta: 09 septiembre 2023]. Disponible en: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-382.pdf>

FERRARINI, G. y BUSCH, D. *Regulation of the EU markets*. Oxford: Oxford Law Review, 2017.

FISKERSTRAND, S.R., FJELDAVLI, S., LEIRVIK, T., ANTONIUK, Y., y NENADIC, O. *Sustainable Investments in the Norwegian Stock Market*. En: *Journal of Sustainable Finance & Investment*. Octubre 2019. DOI: 10.1080/20430795.2019.1677441.

FREEMAN, R.E. *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Boston: Pitman, 1984.

FRENKEL, R. *Globalización y crisis financieras en América Latina*. En: *Revista de la CEPAL* [en línea]. Santiago de Chile: CEPAL, 2003, no. 80. [consulta: 15 junio 2024]. ISSN: 0251-2920.

Disponible en: <http://www.cepal.org/cgi-bin/getProd.asp?xml=/revista/80/1/paginas/frenkel.xml>

FRIEDE, G.; BUSCH, T.; BASSEN, A. *ESG and Financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies*. En: *Journal of Sustainable Finance & Investment*. 5, 2015. ISSN: 2043-0795

GARCÍA SANTOS, M.N. *MiFID: un nuevo marco de competencia para los mercados de valores* [en línea]. Ediciones Financieras, 2021. Disponible en: https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/RevistaEstabilidadFinanciera/07/Fic/02_MiFID.pdf

GARCÍA SANTOS, M.N. *MiFID: un nuevo marco de competencia para los mercados de valores*. En: *Revista de Estabilidad Financiera* [en línea]. Madrid: Banco de España, 2021. [consulta: 15 junio 2024]. Disponible en: https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/RevistaEstabilidadFinanciera/07/Fic/02_MiFID.pdf

GIMÉNEZ ZURIAGA, I. *El gobierno corporativo, el control de las empresas y la defensa de los derechos de los accionistas minoritarios*. En: *Análisis Financiero*. Número 90. Madrid: Instituto Español de Analistas Financieros, 2003.

GUTIÉRREZ PONCE, H.; ARIMANY SERRAT, N. y CHAMIZO GONZÁLEZ, J. *Comunicación web de información no financiera en las empresas de cuatro índices bursátiles europeos*. En: *Revista Española de Documentación Científica*. Vol. 45, no. 3, julio-septiembre 2022, e329. ISSN: 0210-0614, eISSN: 1988-4621. DOI: <https://doi.org/10.3989/redc.2022.3.1883>

KHAN, M., SERAFEIM, G. y YOON, A. *Sustentabilidad corporativa: primera evidencia sobre materialidad*. En: *The Accounting Review*. Volumen 91. Sarasota, FL: American Accounting Association, 2016. ISSN 0001-4826.

LIU, X., YANG, C. y CHAO, Y. *The Pricing of ESG: Evidence From Overnight Return and Intraday Return*. En: *Frontiers in Environmental Science* [en línea]. 2022. vol. 10. [consulta: 15 junio 2024]. DOI: 10.3389/fenvs.2022.927420. Disponible en: <https://www.frontiersin.org/articles/10.3389/fenvs.2022.927420/full>

MIRALLES-QUIROS, M.M., MIRALLES-QUIROS, J.L. y REDONDO-HERNANDEZ, J. *The impact of environmental, social, and governance performance on stock prices: Evidence from*

the banking industry. En: *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*. Edición 26, no. 6, 2019. DOI: 10.1002/csr.1759

MIRALLES-QUIROS, M.M.; MIRALLES-QUIROS, J.L. y VALENTE GONCALVES, L.M. *The Value Relevance of Environmental, Social, and Governance Performance: The Brazilian Case*. En: *Sustainability*. Vol. 10, no. 3, 2018. DOI: 10.3390/su10030574. Disponible en: <https://doi.org/10.3390/su10030574>

MIROSHNICHENKO, O. y BRAND, N. Banks financing the green economy: a review of current research. En: *Finance: Theory and Practice*. 25(2). 2021.

NIANG, C.; KANYINDA-KASANDA, A. How Did MiFID Affect Systemic Underperformance in the European Equity Market? A Tracking Error based Approach. En: FEMIB: proceedings of the 2nd international conference on finance, economics, management and IT business. 2020. doi: 10.5220/0008772000570062.

SHARMA, U., GUPTA, A. y GUPTA, S. *The pertinence of incorporating ESG ratings to make investment decisions: a quantitative analysis using machine learning*. En: *Journal of Sustainable Finance & Investment* [en línea]. 2022. DOI: 10.1080/20430795.2021.2013151. [consulta: 15 junio 2024] Disponible en: <https://doi.org/10.1080/20430795.2021.2013151>

SUNG KEUN, O. Basic Structure and Main Contents of MiFID II/MiFIR Reforms of the EU. En: *The Korean Journal of Securities Law*. Vol. 16, no. 2, 2015. DOI: 10.17785/kjssl.2015.16.2.239

Conflicto de intereses

El autor declara no tener ningún conflicto de intereses.

Financiación

El documento ha sido elaborado sin financiación.