



- ◆ Trabajo realizado por el equipo de la Biblioteca Digital de la Universidad CEU-San Pablo
- ◆ Me comprometo a utilizar esta copia privada sin finalidad lucrativa, para fines de investigación y docencia, de acuerdo con el art. 37 de la M.T.R.L.P.I. (Modificación del Texto Refundido de la Ley de Propiedad Intelectual del 7 julio del 2006)

La MiFID:

LA PROTECCIÓN DEL INVERSOR EN UN MERCADO FINANCIERO EUROPEO INTEGRADO

El Tratado de Roma de 1957 consagra en su artículo 3 cuatro libertades fundamentales: la libre circulación de personas, la libre circulación de servicios, la libre circulación de mercancías y la libre circulación de capitales. En cierta medida, construir la Europa comunitaria es convertir esos principios en una realidad reflejada por cada uno de los sectores de la vida jurídica y económica.

En los Mercados Financieros es mucho el camino que hasta la fecha se ha recorrido en esa dirección. Todavía queda mucho por recorrer, pero hablar hoy de la integración financiera en Europa es hablar de un proceso abierto, y también de una realidad. Uno de los principales impulsos que ha recibido este proceso vino de la mano del Plan de Acción en materia de Servicios Financieros –COM (1999) 232 final, de 11 de mayo (en adelante, PASF)–. El PASF está integrado por cuarenta y siete medidas con las que se persigue la crea-

ción de un espacio financiero único en la Unión Europea.

Sin duda, la más importante de las medidas que componen el PASF es la Directiva

2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros –conocida por las siglas de su nombre en inglés, MiFID (*Markets in Financial Instruments Directive*)–. Esta norma ha sido transpuesta al ordenamiento jurídico español por medio de la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, dando lugar a una de las dos reformas más importantes ejercidas sobre la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

La MiFID anima al inversor a reconocer “sólo sé que no sé nada”, y obliga a los demás sujetos y autoridades intervinientes en el mercado a velar por los intereses del inversor

Los objetivos principales de la MiFID son varios y de ellos nos vamos a ocupar en estas líneas, pero conviene señalar desde el principio que hay uno que destaca sobre los demás: la **protección del inversor minorista**.

El espacio financiero único de la Unión Europea

Los comienzos de la creación del espacio financiero único de la Unión Europea se pueden situar en 1973. En aquel momento se estableció un marco cauteloso, que facilitó a las instituciones financieras de los países comunitarios desarrollar su actividad en otros Estados miembros. Sin embargo, el mercado seguía fragmentado y los consumidores seguían encontrando trabas en el acceso transfronterizo a los servicios financieros prestados por instituciones de otros Estados.

La implantación del euro creó un nuevo contexto que facilitaba enormemente avanzar en la construcción de un sistema financiero único. Aprovechando estas circunstancias, el Consejo de Cardiff, de junio de 1998, encomendó a la



ALFONSO MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA
es Catedrático de Derecho Mercantil y Director de la Cátedra de Derecho de los Mercados Financieros de la Universidad CEU San Pablo



Comisión la elaboración de un proyecto de mejora del mercado único de servicios financieros. El PASF fue fruto de ese encargo.

Como es sabido, el mercado financiero comprende tres mercados distintos: el mercado del crédito, el mercado de valores y el mercado del seguro. Sin embargo, el PASF no se sirve de ese esquema para propiciar la unificación de los mercados financieros. Se mueve en un plano distinto. Analiza cuáles son las áreas y los problemas más necesitados de ayuda, y promulga normas que permitan la unificación en esos ámbitos. De acuerdo con ese criterio, los objetivos estratégicos del PASF son tres: instaurar un mercado único de los *servicios financieros al por mayor*, hacer accesibles y seguros los *mercados minoristas* y reforzar las normas de *supervisión cautelar*.

La MiFID se ocupa de los mercados de valores o, acogiendo su propia terminología, de los mercados de instrumentos financieros –para una aproximación al contenido y las consecuencias del PASF en el ámbito de los mercados de valores, *vid.* BENEYTO, J. M./ MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA, A. (dirs.), *El espacio financiero único de la Unión Europea: los mercados de valores*, Marcial Pons, Madrid, 2005- y presta especial atención a dos de los tres objetivos estratégicos del PASF: los mercados minoristas y la supervisión de éstos.

Junto a la labor desarrollada por las autoridades comunitarias y estatales, los responsables de los distintos mercados de valores han emprendido **procesos de integración de los mercados de valores a nivel nacional** –como es el caso de *Bolsas y Mercados Españoles (BME)*, la sociedad matriz de todos los mercados de valores españoles-, **comunitario** –donde podemos citar a *EURONEXT*, que integra las Bolsas de Valores de Ámsterdam, Bruselas, París, Lisboa, Oporto y el británico *LIFFE*- e **internacional** –como la unión del citado *EURONEXT* con *New York Stock Exchange (NYSE)* o la integración del norteamericano *NASDAQ* con *OMX*, que comprende las Bolsas de Valores de Copenhague, Estocolmo, Helsinki, Tallinn, Riga y Vilna-.

La MiFID, tercer gran hito en la regulación reciente de los mercados de valores en España

Hay tres grandes hitos en la regulación de los mercados de valores españoles: la Ley del Mercado de Valores de 1988, la reforma ejercida sobre ésta por la Ley 37/1998 y la transposición de la MiFID por medio de la Ley 47/2007. Esto nos permite distinguir **cuatro etapas** en la regulación reciente de nuestros mercados. De forma muy simplificada, se puede trazar un boceto de las distintas imágenes que ofrecen los mercados de valores en estas etapas haciendo referencia a los **mercados**, los **sujetos**

y los **productos** más destacables en cada una de ellas. Esto nos permitirá hacernos cargo con más claridad de la importancia de los cambios operados por la MiFID.

La primera etapa es la anterior a la promulgación de la Ley del Mercado de Valores de 1988. En aquel momento, los mercados existentes son fundamentalmente dos: las *Bolsas* y el *Mercado de Deuda Pública*. En el ámbito de los sujetos que intervienen en los mercados, la intermediación corre a cargo de los *agentes de cambio y bolsa* y la inversión está encarnada fundamentalmente por la *inversión individual*, pues la inversión institucional, que ya cuenta con regulación específica, todavía no ha evolucionado suficientemente. Desde una perspectiva jurídica, los productos se instrumentan en forma de *valores mobiliarios*.

La Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, es el primero de los hitos aludidos. Abre una etapa radicalmente nueva. Ordena y estructura los mercados estableciendo una clara distinción entre *mercado primario* –en el que tiene lugar la emisión de los valores y su suscripción inicial– y *mercados secundarios* –en los que se producen las adquisiciones derivativas de los valores–. Dentro de estos segundos, distingue entre *mercados secundarios oficiales* y *mercados secundarios organizados*. La propia ley dispone que son mercados secundarios oficiales las *Bolsas de Valores* y el *Mercado de Deuda Pública en Anotaciones*, y reconoce la posibilidad de que se creen otros. En ejercicio de esta facultad, se crean los *mercados de derivados* por medio del Real Decreto 1814/1991, de 20 de diciembre, por el que se regulan los mercados oficiales de futuros y opciones. En esta etapa, la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros, constituye el *Mercado AIAF de Renta Fija* privada, como mercado secundario organizado no oficial, autorizado por una Orden Ministerial de 1 de agosto de 1991. En relación con el régimen de los sujetos intervinientes en los mercados, hay una gran ruptura con el régimen anterior por lo que se refiere a la intermediación, pues esta función se encomienda a unas entidades de creadas por la Ley del Mercado de Valores, las *Sociedades de Valores* y las *Agencias de Valores*. Por lo que a la inversión se refiere, junto al inversor particular, se consolidan y se desarrollan las *Instituciones de Inversión Colectiva*, cobrando protagonismo en los mercados. En la cúspide del mercado se sitúa una institución nueva con función supervisora y reguladora, la *Comisión Nacional del Mercado de Valores*. En cuanto a los productos, se comienza a utilizar el término *valores negociables*, equivalente a valores mobiliarios, y se desarrolla su régimen des-

de el punto de vista sustantivo y, especialmente, desde el punto de vista formal, pues se universaliza su representación por medio de *anotaciones en cuenta*. En esta etapa se multiplica el número de *productos atípicos* negociados en los mercados, fruto de la creatividad de la ingeniería financiera.

La Ley del Mercado de Valores ha sufrido numerosas reformas, pero la que efectúa la **Ley 37/1998, de 16 de noviembre**, es de profundidad suficiente como para abrir una nueva etapa. Por lo que a los mercados se refiere, es reseñable la conversión del Mercado AIAF de Renta Fija privada en mercado secundario oficial. Más relevancia tienen las modificaciones en materia de sujetos. A raíz de la transposición de la famosa Directiva de Servicios de Inversión –Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993–, derogada ahora por la MiFID, se crea la categoría *Empresas de Servicios de Inversión*, integrada por tres figuras ya existentes: las *Sociedades de Valores*, las *Agencias de Valores* y las *Sociedades Gestoras de Carteras*. A través del llamado *pasaporte europeo*, se amplía las posibilidades de actuación transfronteriza de las *Empresas de Servicios de Inversión*. Al mismo tiempo, claudicando ante la presencia activa en el mercado de valores de las entidades de crédito, por medio de sus *Sociedades de Valores instrumentales*, se reconoce *plenitud de facultades en el mercado de valores a las entidades de crédito*. Por lo que se refiere a los productos, se crea la categoría *instrumentos financieros*, para dar reconocimiento dentro de ella a todos los productos financieros atípicos existentes hasta el momento, y a los que se puedan configurar en lo sucesivo, haciéndoles participar del mismo régimen aplicable a los valores negociables.

Los comienzos de la creación del espacio financiero único de la UE se pueden situar en 1973. se estableció un marco cauteloso, que facilitó a las instituciones financieras de los países comunitarios desarrollar su actividad en otros Estados miembros

La MiFID ha sido transpuesta al ordenamiento jurídico español por medio de la **Ley 47/2007, de 19 de diciembre**, que supone la segunda gran reforma de la Ley del Mercado de Valores. La MiFID abre una nueva etapa no sólo en el mercado de valores español, sino en todo el mercado financiero de la Unión Europea, y en el de otros tres Estados del Área Económica Europea –Islandia, Noruega y Liechtenstein. El contenido de esta norma es ...

amplio. En las líneas que siguen haremos una relación necesariamente sumaria de los aspectos fundamentales de esta directiva.

El marco normativo en el que encuentra aplicación la MiFID

La MiFID da lugar a la modificación y derogación de normas comunitarias y nacionales y generará un amplio catálogo de normas de transposición y desarrollo ulterior. En su propio título declara que su texto modifica las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, y deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo. Es completada por la Directiva 2006/73/CE de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión y a los términos definidos a efectos de dicha directiva; igualmente la completa la Directiva 2007/14/CE de la Comisión, de 8 de marzo, por la que se establecen disposiciones de aplicación de determinadas prescripciones de la

Hay tres grandes hitos en la regulación de los mercados de valores españoles: la Ley del Mercado de Valores de 1988, la reforma ejercida sobre ésta por la Ley 37/1998 y la transposición de la MiFID por medio de la Ley 47/2007

Directiva 2004/109/CE sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado. La MiFID ya ha sido modificada por la Directiva 2006/31/CE, ampliando el plazo máximo para su transposición. En estrecha relación con la MiFID se encuentra el Reglamento (CE) núm. 1287/2006, de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, completando esta Directiva en lo relativo a las obligaciones de las empresas de inversión de llevar un registro, la información sobre las operaciones, la transparencia del mercado, la admisión a negociación de instrumentos financieros, y términos definidos a efectos de dicha Directiva.

En el ámbito nacional español, el carácter precipitado de la transposición de la MiFID y consiguiente reforma de la Ley del Mercado de Valores, ocasionado por la urgencia en cumplir el plazo de transposición, ha tenido como resultado que la Ley del Mercado de Valores ya no pueda ser puesta como ejemplo de norma con estructura ordena-

da, tal como sucediera en sus orígenes —el mérito de esta desestructuración de la Ley del Mercado de Valores no debe atribuirse en exclusiva a la Ley 47/2007, pues puede compartirlo con las veintiséis leyes de reforma precedentes—. La Ley del Mercado de Valores seguirá conservando su carácter de ley marco, eje de este sector del ordenamiento español, pues **la MiFID obliga a la promulgación de un repertorio de normas de desarrollo que, se estima, modificará el 70% de la normativa en materia de mercados de valores.**

El nuevo contexto creado por la MiFID

La MiFID proclama como uno de sus objetivos principales **consolidar la integración del mercado financiero en la Unión Europea.** Para lograr ese fin, al determinar en su artículo 1 cuál es su ámbito de aplicación, escoge tres destinatarios: las *empresas de inversión*, las *entidades de crédito* —es decir, los intermediarios— y los *mercados regulados*. Al hablar de la intermediación, la MiFID centra su atención en las empresas de inversión —a las que el ordenamiento español llama empresas de servicios de inversión—, pues desde el punto de vista operativo las entidades de crédito se benefician de cuanto se disponga respecto de las empresas de inversión —*vid.* URÍA FERNÁNDEZ, F., “La aplicación de la «MIFID» a las entidades de crédito. Una aproximación a partir del Anteproyecto de Ley de modificación parcial de la Ley del Mercado de Valores”, en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 106, mayo-junio 2007, págs. 41 y ss.—. La MiFID dota a las *empresas de inversión de mayores libertades y facultades para prestar sus servicios a inversores de Estados europeos distintos del suyo.* También facilita su vinculación como miembros de mercados y sistemas de negociación de otros países europeos. Con relación a los mercados regulados, la MiFID modifica parcialmente su configuración, para hacerlos más abiertos y accesibles a los intermediarios y, en consecuencia, a los inversores. Además, establece una libre competencia entre todos los mercados de valores y sistemas de negociación de instrumentos financieros que se puedan crear, privando a las bolsas del monopolio en la contratación sobre renta variable. Ante este nuevo panorama, en el que aparecerán nuevos mercados y sistemas de negociación, los mercados existentes han reaccionado, como hemos visto, fortaleciéndose por medio de uniones y fusiones.

Este marco propiciado por la MiFID supone un paso más, un gran paso, en la consolidación de las libertades consagradas por el Tratado de Roma. Ese mayor margen de libertad hace pensar al legislador en la necesidad de velar por la seguridad

de los inversores –por la seguridad del mercado, si se prefiere-. Conceptualmente, libertad y seguridad no deben considerarse valores contrapuestos o incompatibles. Sin embargo, no es preciso extenderse en explicaciones acerca de las restricciones recíprocas que genera en la práctica el disfrute de una y otra. Por esa razón, el prisma a través del cual puede leerse la MiFID, es el de la seguridad. Se crea un mercado más libre, en términos de una mayor apertura transnacional en la oferta y prestación de servicios de inversión, y, en consecuencia, la MiFID somete a las empresas de inversión a severas normas de conducta en defensa de los intereses de sus clientes. El medio del que se sirve la MiFID para proteger al inversor es la exigencia a las empresas de inversión de un máximo cuidado en la ejecución de las órdenes de los clientes. Las empresas de inversión están sometidas a nuevos requisitos relativos a la información que deben obtener para aceptar las órdenes de sus clientes y se comprometen a **actuar para el mayor beneficio del inversor**. Queda claro, así, que **el principal objetivo de la MiFID es proteger al inversor, aunque éste no sea uno de los tres destinatarios comprendidos en su ámbito de aplicación directo**.

El principio de “superequivalencia”

Ante un espacio financiero europeo más diáfano, cabe pensar que el Estado miembro que establezca unas normas de conducta y de supervisión más rigurosas atraerá un mayor número de inversores, que buscan seguridad. Previendo este fenómeno, la MiFID establece unos criterios y normas de seguridad de aplicación homogénea en todo el territorio comunitario, y **prohíbe que los Estados miembros desarrollen reglas nacionales que supongan un nivel más alto de protección de los consumidores**. Esto se ha conocido como **principio de superequivalencia** o de armonización máxima. Se rompe así con el criterio de armonización mínima, o de reconocimiento mutuo, que era el establecido anteriormente, conforme al cual se establecían unas reglas mínimas comunes, que aseguraban el nivel de protección considerado aceptable por el legislador comunitario, y se permitía a los Estados miembros imponer en su territorio un nivel mayor de protección.

Los aspectos principales del contenido de la MiFID

Es necesario hacer una selección de las novedades más importantes de la MiFID, pues su contenido es extenso. Valga como muestra la necesidad del legislador de incluir en su artículo 4 un glosario de definiciones, que comprende treinta y un con-



ceptos distintos.

La sección C del anexo I de la MiFID recoge una relación de **instrumentos financieros**. Hasta la fecha los valores negociables, anteriores en el tiempo a los instrumentos financieros, eran una categoría autónoma respecto de éstos, de cuyo régimen, además, se beneficiaban los instrumentos financieros. La citada relación, incluye los valores negociables dentro de la categoría instrumentos financieros.

Uno de los procedimientos establecidos por la MiFID para proteger al inversor es la **clasificación de los clientes**, en función de su grado de conocimientos financieros. Las entidades que presten servicios de inversión deben clasificar a sus clientes en dos categorías: **clientes profesionales** –inversores institucionales y grandes empresas (se entiende que lo son las que tengan un balance de veinte millones de euros, un vo- ••

lumen de negocio de cuarenta millones de euros y fondos propios de dos millones de euros)- y **clientes minoristas**. El nivel de protección de los minoristas es máximo. Las entidades ajustarán su oferta de servicios y productos al tipo de inversor con el que se relacionan. Deberán facilitar información clara sobre los riesgos que asume, las características de los productos y el objetivo de la inversión. Consiguientemente, la exigencia de responsabilidad a las entidades por parte de las autoridades de supervisión de los mercados será mayor en estos casos.

La antigua Directiva de Servicios de Inversión delimitó la categoría empresa de inversión atendiendo a la actividad que éstas podían desarrollar. Es decir, se definía como empresa de inversión aquella que presta servicios de inversión y sus actividades complementarias. La MiFID ha modificado parcialmente el contenido de la actividad desarrollada por las **empresas de inversión**. A estos efectos, recoge en la sección A de su anexo I una lista de **servicios y actividades de inversión**, y en la sección B de su anexo I, una relación de **servicios auxiliares**. Entre los servicios aparece reconocido el **asesoramiento en materia de inversión** y la **gestión de sistemas de negociación multilateral**. Entre los servicios auxiliares, el **análisis financiero**. Esto permite crear un cuarto tipo de empresa de inversión, que se suma a los tres existentes, las **sociedades de asesoramiento financiero**, que tienen como función, además del asesoramiento que les da nombre, el análisis financiero y el *corporate finance*.

Los ámbitos o plataformas de negociación se multiplicarán con la nueva normativa. La MiFID no habla ni exclusiva ni fundamentalmente de mercados, sino de **sistemas de negociación**. Concibe un **mercado regulado** como un *sistema multilateral*, operado o gestionado por un gestor del mercado, con una pluralidad de miembros, que reúne diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros, para dar lugar a contratos sobre ellos. Se establecen los requisitos y el procedimiento para autorizar un nuevo mercado. A este respecto, y con miras al funcionamiento del mercado, se da especial importancia al *programa de actividades* y al *reglamento* propios de cada mercado. El reglamento del mercado será el que determine los tipos de valores que pueden negociarse en él –es de este modo como la MiFID arrebató a las bolsas el monopolio en la negociación de la renta variable-. Junto a los mercados se encuentran los **sistemas de negociación multilateral –SNM-** a los que la Directiva configura como un sistema multilateral, operado por una empresa de inversión o por un gestor del mer-

cado, que permite reunir diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contratos. Otra figura contemplada por la MiFID como *cauce* para la negociación son los **internalizadores sistemáticos**. Son empresas de inversión que, de forma organizada, frecuente y sistemática, negocian por cuenta propia mediante la ejecución de órdenes de clientes al margen de un mercado regulado o un SNM.

Las empresas de inversión e intermediarios comprendidos por la MiFID deben someterse a unos requisitos y procedimiento de autorización por las autoridades financieras del Estado en el que tengan su domicilio social, y habrán de figurar inscritas en el registro oficial que éstas gestionen. Cumplidos estos trámites de autorización, la entidad gozará del llamado **pasaporte MiFID** –la derogada Directiva de Servicios de Inversión ya introdujo el entonces conocido como *pasaporte europeo*-, que le permite la **actuación transfronteriza**.

Los objetivos principales de la MiFID son varios y de ellos nos vamos a ocupar en estas líneas, pero conviene señalar desde el principio que hay uno que destaca sobre los demás: la protección del inversor minorista

En el ámbito de la **supervisión cautelar**, la MiFID introduce nuevas normas de conducta, dando especial importancia a las obligaciones de información a los clientes y regulando los llamados test de idoneidad y de adecuación. Se **potencia la convergencia de las autoridades supervisoras** y, sin perjuicio de la función que puedan desarrollar los tribunales, se dispone que los Estados miembros deben alentar a los **organismos públicos y privados creados para la resolución extrajudicial de litigios** a que cooperen entre sí en la solución de conflictos transfronterizos.

La **lógica introducida por la MiFID en el mercado financiero** puede ser beneficiosa, pues en un momento en el que el público inversor va alcanzando una cultura financiera cada vez mayor, la normativa le conduce a la categoría de cliente minorista y le hace acreedor de un mayor grado de protección e información. La MiFID anima al inversor a reconocer *“sólo sé que no sé nada”*, y obliga a los demás sujetos y autoridades intervinientes en el mercado a velar por los intereses del inversor.