

La clasificación y la evaluación de los clientes-inversores en la reforma de la Ley del Mercado de Valores

164

La Ley 47/2007, de 19 de diciembre, ha modificado la Ley del Mercado de Valores, con el propósito de incorporar la Directiva 2004/39/CE, MiFID. Esta reforma introduce importantes cambios en la estructura de los mercados de valores y en la organización y actividad de las empresas de servicios de inversión. Se incrementa la protección del cliente mediante el desarrollo de un importante conjunto de deberes. Para dar la protección adecuada al cliente habrá que partir del conocimiento del mismo. El primer paso para ello será la clasificación de los clientes y de los clientes potenciales en distintas categorías según las necesidades de protección: minoristas, profesionales y contrapartes elegibles. El segundo paso será la obtención de información sobre los clientes mediante la evaluación de idoneidad o la evaluación de conveniencia, en función de los distintos servicios de inversión.

Abenduaren 19ko 47/2007 Legeak Baloreen Merkatuari buruzko Legea aldatu egin du, 2004/39/EE, MiFID Zuzentaraua gehitzeko helburuarekin. Erreforma honek aldaketa garrantzitsuak sartu ditu baloreen merkatuen egituran eta inbertsio-zerbitzuetako enpresen antolamendu eta jardueran. Bezeroaren babesa gehitu egin da betebeharrak multzo handi bat garatuz. Bezeroari babes egokia emateko, bezero bera ezagutzetik hasi beharko da. Horretarako lehen urratsa bezeroak eta bezeroak izan litezkeenak babes beharren arabera mailatan sailkatzea izango da: txikizkariak, profesionalak eta aurkako alderdi hautagarriak. Bigarren urratsa bezeroei buruzko informazioa lortzea izango da, egokitasunaren ebaluazioaren eta komenientziaren ebaluazioaren bitartez, inbertsio-zerbitzuen arabera.

The Ley 47/2007, of the 19th of December, modified the Ley del Mercado de Valores for the purpose of incorporating the Directive 2004/39/CE, MiFID. This reform introduced significant changes to the structure of the Securities Market and the organization and activity of investment firms. Client protection is increased through the development of significant duties. In order to provide adequate protection, it is necessary to have complete information about the client. The first step was the classification of clients and potential clients into various categories according to the protection requirements: retail clients, professional clients and eligible counterparties. The second step was the acquisition of client information through an assessment of suitability or an assessment of appropriateness, regarding the investment services.

ÍNDICE

1. Consideraciones introductorias
 2. El «conoce a tu cliente» dentro de las normas de conducta en los ordenamientos comunitario y español
 3. Elementos subjetivos de la clasificación y de las evaluaciones
 4. La clasificación de los clientes
 5. La evaluación de los clientes
 6. Consideraciones finales
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: inversor, clasificación, idoneidad y conveniencia

Keywords: investor, classification, suitability, appropriateness

Nº de clasificación JEL: K22

1. CONSIDERACIONES INTRODUCTORIAS

La Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, publicada el 20 de diciembre de 2007, incorpora al ordenamiento español, con un apreciable retraso, la Directiva 2004/39/CE del Parlamento y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, conocida por su acrónimo MiFID (*Markets in Financial Instruments Directive*). La transposición de esta Directiva al ordenamiento nacional supone la introducción de cambios sustanciales en la regulación de la estructura de los mercados de valores y en el régimen jurídico de las entidades que prestan servicios de inversión, tanto en su organización como en su actividad. Para contemplar la dimensión de la normativa MiFID hay que tener presente que la Direc-

tiva mencionada ha sido desarrollada por dos disposiciones de fecha 10 de agosto de 2006: el Reglamento (CE) 1287/2006 y la Directiva 2006/73/CE, esta última incorporada a nuestro ordenamiento por vía reglamentaria (RD 217/2008, de 15 de febrero).

Esta Ley 47/2007 tiene como objetivos principales los siguientes: 1º la modernización de los mercados de valores mediante el reconocimiento de distintos sistemas para la ejecución de operaciones (los sistemas multilaterales de negociación y de internalización sistemática), la incorporación de nuevos instrumentos financieros negociables, la ampliación de los servicios de inversión (el asesoramiento en materia de inversión y la gestión de sistemas multilaterales de negociación y dos nuevos servicios auxiliares) y la introducción de una nueva clase de empresa de servicios de inversión (la empresa de asesoramiento financiero);

*Este trabajo ha sido realizado en el marco del proyecto financiado SEJ2007 – 63752/JURI.

2º el refuerzo de las medidas dirigidas a la protección de los inversores; 3º la adaptación de los requisitos de organización y financieros de las entidades que prestan servicios de inversión, y 4º la mejora de las potestades supervisoras de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, CNMV) y la potenciación de los instrumentos para fomentar la cooperación nacional e internacional entre supervisores.

En los últimos años se ha producido un importante aumento en el número y en la diversidad de los inversores que acceden a los mercados de valores, al tiempo que han surgido una gran variedad de servicios e instrumentos financieros, muchos de ellos especialmente complejos y sofisticados. El legislador es consciente del desequilibrio que se deriva de la concurrencia en mercados cada vez más abiertos, especializados, complejos y competitivos de entidades muy profesionales junto a pequeños inversores, estos últimos generalmente con conocimientos limitados de las operaciones y de los productos en los que invierten y de los riesgos en que incurren. Ante estas circunstancias, se hace imprescindible reformar y fortalecer los sistemas de protección del inversor, estableciendo y desarrollando un conjunto de deberes que han de cumplir las entidades que prestan servicios de inversión. Este reforzamiento de la protección del cliente no debe plasmarse en un nivel único y homogéneo, sino que ha de reconocerse la realidad existente en los mercados financieros estableciendo distintos grados de protección, en función de los perfiles del inversor. La graduación de regímenes protectores no sólo favorece a los más necesitados de protección, sino que también beneficia a aquéllos que les es innecesaria, pues el exceso de medidas tuitivas puede incluso lesionar sus intereses, ya que cuando menos éstas suponen trámites burocráticos, con sus inevitables costes y dilaciones.

Para adecuar la protección a la naturaleza, características y circunstancias de los inversores, es necesario partir de su conocimiento. Los legisladores comunitario y nacional han asumido este reto y han lanzado el mandato que se sintetiza en el lema «conoce a tu cliente», llevando a cabo su regulación en su sede natural, que es la de las denominadas «normas de conducta», y en concreto aquellas que son aplicables a quienes prestan servicios de inversión.

Para realizar esta labor se utilizan dos herramientas, la primera es la clasificación de los clientes, la segunda, la evaluación de los mismos. Ambos procedimientos son deberes instrumentales para las entidades que prestan servicios de inversión, pues se configuran como el punto de partida para el desarrollo del resto de deberes dispuestos para proteger al cliente-inversor.

Las entidades que presten servicios de inversión deben clasificar a los clientes efectivos o potenciales en función de la experiencia, conocimiento y cualificación que tengan, para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar sus riesgos. La Ley reconoce tres categorías de inversores: minoristas, profesionales y contrapartes elegibles. A cada categoría le corresponde un nivel de protección.

De igual manera estas entidades deben asegurarse en todo momento de disponer de toda la información necesaria sobre sus clientes para poder recomendarles los servicios de inversión e instrumentos financieros que más les convengan o para evaluar si el servicio o producto de inversión les es adecuado. La obtención se llevará a cabo mediante la realización de unas evaluaciones de idoneidad o de conveniencia al cliente, en función de los distintos servicios de inversión.

Este trabajo tiene por objeto el estudio de las nuevas disposiciones introducidas en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de

Valores (en adelante, LMV), y desarrolladas reglamentariamente por el RD 217/2008, de 15 de febrero, que tienen como propósito el que las entidades que prestan servicios de inversión conozcan al cliente-inversor para así poderle dar un mejor servicio acorde con sus intereses.

2. EL «CONOCE A TU CLIENTE» DENTRO DE LAS NORMAS DE CONDUCTA EN LOS ORDENAMIENTOS COMUNITARIO Y ESPAÑOL

2.1. El «conoce a tu cliente» dentro de las normas de conducta en el ordenamiento comunitario

La Directiva 93/22/CEE, del Consejo de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables (ISD, *Investment Services Directives*), tenía por objeto armonizar los requisitos de autorización inicial y de funcionamiento de las empresas de inversión, así como enunciar las «normas de conducta» que debían observarse en todo momento y en cuya aplicación habría de tenerse en cuenta, en su caso, el carácter profesional de la persona a la que se prestaba el servicio. En estas normas se disponía la obligación de las empresas de inversión de «informarse de la situación financiera de sus clientes, su experiencia en materia de inversiones y sus objetivos» en relación con los servicios solicitados (art. 11.1 y 3).

El Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF), aprobado por la Unión Europea el 11 de mayo de 1999, contemplaba un amplio conjunto de medidas encaminadas al establecimiento de un marco jurídico común para unos mercados financieros integrados. Dentro del epígrafe «Objetivo estratégico 1: un mercado mayorista único en la Unión Europea», se encontraba la medida consistente en efectuar una amplia

revisión de la Directiva 93/22/CEE del Consejo con objeto de lograr unos mercados de servicios de inversión integrados y eficientes.

De entre los documentos elaborados con el propósito de analizar la revisión de esa Directiva destaca, a los efectos de este trabajo, el presentado en abril del 2002 por el Comité Europeo de Reguladores de Mercados de Valores (*Committee of European Securities Regulators*, en adelante CESR), titulado *EU Regime of Investor Protection: the Harmonization of Conduct of Business Rules* (CESR/01-014d), que contenía normas y reglas de conducta dirigidas a la protección de inversores no profesionales (*retail investor*). Entre ellas recogía la idea sintetizada en la expresión «conoce a tu cliente» (*know your customer*), para así poder prestarle el servicio y la protección adecuada. Este documento se completó en junio de 2002 con otro titulado *A European regime of investor protection. The professional and de counterparty regimes* (CESR/02-098b), que estaba dirigido a los profesionales y a las contrapartes elegibles. De esta manera, quedaba plasmada la necesidad de clasificar los clientes en distintas categorías, que posteriormente sería recogida en la Directiva 2004/39/CE.

La Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE, del Consejo, es una disposición desarrollada y aprobada por el procedimiento Lamfalussy. Esta técnica legislativa se basa en la segmentación de la producción normativa en cuatro niveles: el nivel 1 es de principios «marco»; el nivel 2 es de medidas técnicas de ejecución; el nivel 3 es de cooperación entre reguladores y supervisores, de la que resul-

tan guías y recomendaciones, y el nivel 4 tiene como fin velar por la correcta aplicación y ejecución. La Directiva 2004/39/CE es una norma de nivel 1, por lo que en ella se enuncian principios «marco» de ámbito general.

La Directiva 2004/39/CE supone un cambio trascendental en la configuración y estructura de los mercados financieros en Europa y en el modo en el que sus participantes se organizan y actúan en ellos. En este último aspecto, la Directiva tiene como objetivo regular los requisitos organizativos de las empresas de servicios de inversión y sus normas de conducta, entre las que destacan aquellas dirigidas a la protección del inversor. Éstas a su vez parten de la base de que es necesario distinguir distintas categorías de clientes y de que es imprescindible la obtención de información sobre los clientes efectivos y potenciales para prestarles los servicios adecuados.

La Sección 2, del Capítulo II, del Título II, de la Directiva 2004/39/CE se denomina «Disposiciones para garantizar la protección del inversor» y comprende los artículos del 19 al 24, ambos inclusive. De especial interés para nuestro tema de estudio son el artículo 19 cuyo epígrafe es «Normas de conducta para la prestación de servicios de inversión a clientes» y el artículo 24 dedicado a las «Operaciones ejecutadas con contrapartes elegibles». Además la Directiva recoge un Anexo II, que se titula «Clientes profesionales a los efectos de la presente Directiva». Este Anexo incluye, en primer lugar, una definición de cliente profesional y a continuación dos secciones: la primera contiene las categorías de clientes que se consideran profesionales *per se* y la segunda se dedica a los clientes que pueden ser tratados como profesionales si lo solicitan, detallando los «criterios de identificación» y el «procedimiento» de solicitud y de concesión.

Para asegurar la necesaria protección de los inversores y la aplicación uniforme de las «normas de conducta para la prestación de servicios de inversión a clientes», la Directiva 2004/39/CE dispuso que la Comisión debía adoptar «medidas de ejecución» (nivel 2 del procedimiento Lamfalussy) que garantizaran el cumplimiento de los principios que se habían establecido, atendiendo entre otras cuestiones al carácter minorista o profesional del cliente o posible cliente (art. 19.10.c Directiva 2004/39/CE).

Los plazos que se establecían por la Directiva 2004/39/CE para la incorporación de su contenido a los ordenamientos nacionales fueron ampliados por la Directiva 2006/31/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 5 de abril de 2006, que señaló el 31 de enero de 2007 como fecha para que los Estados miembros adoptaran las medidas necesarias para dar cumplimiento a lo dispuesto en la Directiva 2004/39/CE y el 1 de noviembre de 2007 como fecha a partir de la cual debían aplicarse las correspondientes disposiciones.

La Comisión, en cumplimiento del mandato señalado anteriormente, desarrolló la Directiva 2004/39/CE mediante dos disposiciones (nivel 2 del procedimiento Lamfalussy), de la misma fecha: la Directiva 2006/73/CE de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, por la que se aplica la Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión y términos definidos a efectos de dicha Directiva, y el Reglamento (CE) 1287/2006, de la Comisión de 10 de agosto de 2006, por el que se aplica la Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las obligaciones de las empresas de inversión de llevar un registro, la información sobre las operaciones, la transparencia del mercado, la admisión a negociación de instru-

mentos financieros y términos definidos a efectos de dicha Directiva.

El Reglamento (CE) nº 1287/2006 contiene disposiciones relativas al mantenimiento de registros, a la información sobre las operaciones, a la transparencia y a los derivados sobre materias primas. Estas cuestiones se desarrollan mediante esta clase de instrumento normativo entre otras razones para reforzar la consolidación del mercado único.

La Directiva 2006/73/CE se configura como una Directiva «de máximos», pues dispone que los ordenamientos nacionales no deben añadir normas vinculantes suplementarias al incorporar y aplicar las normas en ella establecidas, excepto cuando ésta así lo prevea de manera expresa.

Del articulado de la Directiva 2006/73/CE, merecen destacarse, a los efectos de este trabajo, los siguientes preceptos con sus correspondientes epígrafes: artículo 28 «Información referente a la categorización de los clientes»; artículo 35 «Evaluación de la idoneidad»; artículo 36 «Evaluación de la conveniencia»; y artículo 37 «Disposiciones comunes para la evaluación de la idoneidad o conveniencia». A lo largo de la Directiva de forma generalizada aparecen diferencias en el régimen protector de los clientes atendiendo a sus distintas categorías. Estas especialidades de régimen serán enunciadas más adelante al tratar sobre la trascendencia de la clasificación de los clientes.

Para cumplir lo dispuesto en la Directiva 2006/73/CE, los Estados miembros debían adoptar y publicar las correspondientes disposiciones a más tardar el 31 de enero de 2007 y debían aplicar dichas disposiciones a partir del 1 de noviembre de 2007.

Aprobadas las normas de segundo nivel, el siguiente paso según el procedimiento Lamfalussy consiste en la elaboración de

guías, recomendaciones de interpretación de la norma y estándares comunes (nivel 3). El CESR, en el que participa activamente la CNMV, ha publicado el 29 de mayo de 2007 recomendaciones y criterios interpretativos homogéneos en aspectos claves, como son: el pasaporte comunitario, la comunicación de transacciones, el principio de mejor ejecución y los incentivos. Las recomendaciones y guías orientativas carecen de valor normativo.

2.2. El «conoce a tu cliente» dentro de las normas de conducta en el ordenamiento español

La LMV supuso un cambio radical en la concepción de los mercados de valores en España y entre sus objetivos se encontraba acercar esos mercados a los inversores. En su Exposición de Motivos se destacaba la importancia y la novedad que tenía el recoger unas normas mínimas de conducta de cuantos operaran con los mercados de valores, encaminadas a defender la absoluta prioridad de los intereses de los inversores sobre las entidades. Desde entonces, estas «normas de conducta» han adquirido progresivamente mayor importancia, extensión, complejidad y concreción. El Título VII de la Ley del Mercado de Valores lleva el epígrafe de «Normas de conducta» y su articulado ha sido modificado con asiduidad y ampliado notablemente. En este Título se han recogido un conjunto heterogéneo de disposiciones, en el que se mezclan normas de diferente ámbito. A su vez, dispersos por la Ley aparecen preceptos que recogen aspectos relacionados con la protección del inversor.

Las normas de protección de los inversores se agruparon en un único texto reglamentario: el RD 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios. Esta normativa incluía un anexo, denominado

«Código general de conducta de los mercados de valores», cuyo artículo 4, que se encabezaba con la denominación «Información sobre la clientela», disponía que las entidades debían solicitar de sus clientes «la información necesaria para su correcta identificación, así como información sobre su situación financiera, experiencia inversora y objetivos de inversión cuando esta última sea relevante para los servicios que se vayan a proveer». Este deber fue desarrollado por una Orden de 7 de octubre de 1999 y por la Circular 2/2000, de 30 de mayo, de la CNMV.

La Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero, incorporó en los preceptos del Título VII de la LMV reglas que posteriormente aparecieron recogidas definitivamente en la Directiva 2003/6/CE, de 3 de diciembre de 2002, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado). Esta Ley, en lo que aquí interesa, reforzó la transparencia, mejoró la tipificación de conductas que suponen abuso de mercado, como el tráfico de información privilegiada y las prácticas de manipulación de las cotizaciones, y estableció deberes que afectan a los analistas de inversiones.

Por el RD-Ley 5/2005, de 11 de marzo, se adicionó a la LMV el artículo 30 bis dedicado a la «Oferta pública de venta o suscripción de valores», que entre otras cuestiones dispone que determinadas ofertas de valores no tienen la obligación de publicar un folleto y que, por tanto, no se las ha de considerar ofertas públicas. Entre esas ofertas de valores se señalan las dirigidas exclusivamente a «inversores cualificados» y otras que también ponen de manifiesto, aunque de forma indirecta, la capacidad económica del inversor. La figura del «inversor cualificado» deriva de la incorporación a nuestro ordenamiento de la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del

Consejo, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE (art. 2.e y f y art. 3.2.a). El desarrollo reglamentario de esta materia está recogido actualmente en el RD 1310/2005, de 4 de noviembre. En él se contiene un sistema de identificación del «inversor cualificado» que es parcialmente coincidente con el sistema de delimitación de la figura del «cliente profesional» (arts. 38 y 39), que más adelante se analizará.

La Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores tiene como objeto principal trasponer dos Directivas Comunitarias: en primer lugar, la Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril, relativa a los mercados de instrumentos financieros, y en segundo lugar, la Directiva 2006/49/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito, que, a su vez, incorporó a la legislación comunitaria el Acuerdo de Capital de Basilea II de 2004. Hay que tener presente que a efectos de la normativa MiFID, la Ley 47/2007 ha incorporado tan solo determinados aspectos muy concretos regulados en la Directiva 2006/73/CE y que el resto se han traspuesto a través del correspondiente desarrollo reglamentario de la LMV.

Uno de los objetivos principales de la Ley 47/2007 es reforzar la protección de los inversores ante los importantísimos cambios que se llevan a cabo en la estructura de los mercados de valores. Esta finalidad se refleja con especial relieve en las modificaciones que se introducen en el Título VII, en el que se diferencia un Capítulo I, dedicado específicamente a las «Normas de conducta aplicables a quienes presten servicios de inversión» y en el que se encua-

dran artículos de especial interés a los efectos de este trabajo, como son: el artículo 78 bis, «Clases de clientes», que categoriza a los clientes en profesionales y minoristas; el artículo 78 ter, «Operaciones con contrapartes elegibles», que enumera quienes pueden tener esta categoría y para qué servicios de inversión es aplicable, y, por último, el artículo 79 bis, «Obligaciones de información», que recoge en sus apartados del 5 al 8 la regulación de las evaluaciones de idoneidad y de conveniencia y las operaciones exentas de evaluación.

La Ley 47/2007 ha previsto que las entidades que presten servicios de inversión deben adaptar sus estatutos, programas de actividades y reglamentos internos de conducta a lo dispuesto en esta Ley y «en su normativa de desarrollo» en el plazo de seis meses a partir de la entrada en vigor de la Ley, que fue al día siguiente de su publicación en el BOE, hecho que se produjo el 20 de diciembre de 2007 (DT Primera y DF Sexta).

La labor para implantar esta Ley por parte de los sujetos implicados en la misma comenzó antes de su publicación con las incertidumbres que ello encierra; la CNMV había remitido un escrito de fecha de 17 de julio de 2006 a todas las entidades españolas afectadas por la Directiva, señalando las implicaciones de la misma e instando a elaborar un plan de adaptación a dichos cambios. A efectos de este trabajo, hay que recordar que hace algunos años, la CNMV inició planes específicos de supervisión de la comercialización de productos financieros, basados en una aplicación coherente y responsable del principio «conoce a tu cliente».

La CNMV, en colaboración con el Banco de España, ha promovido la creación de un Grupo de Expertos sobre Intermediación Financiera (GEIF), integrado por representantes designados por las asociaciones del

mercado (AEB, CECA, Asociación Española de Cajas Rurales, Unión Nacional de Cooperativas de Crédito, Sociedad Gestora de FOGAIN e INVERCO) con el objetivo de conocer las opiniones y problemas que supone la adaptación de las entidades financieras españolas a la normativa MiFID. La CNMV se ha comprometido a ir haciendo pública una lista con criterios generales que permitan clarificar cuestiones y temas objeto de debate.

El 31 de octubre de 2007 la CNMV presentó a consulta pública un documento con el título «*Preguntas y respuestas sobre aplicación práctica de la MiFID*», que contiene unas pautas generales que, aunque sin valor normativo, tienen por objeto facilitar la implantación y adaptación de las entidades a las reformas que se introducen en la LMV. En este documento, entre otras cuestiones, se analizan el «test de idoneidad» y el «test de conveniencia».

La incorporación a nuestro ordenamiento de la Directiva 2006/13/CE se ha completado mediante la aprobación del RD 217/2008, de 15 de febrero, que aborda el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva. Su Título IV se dedica a las «Normas de conducta aplicables a quienes prestan servicios de inversión».

3. ELEMENTOS SUBJETIVOS DE LA CLASIFICACIÓN Y DE LAS EVALUACIONES

3.1. Sujetos obligados a clasificar y a evaluar

La Ley del Mercado de Valores establece los deberes de clasificar y de evaluar a los clientes en el capítulo I del Título VII. Este

capítulo denominado «Normas de conducta aplicables a quienes presten servicios de inversión» comienza con un artículo, el 78, cuyo epígrafe es «Sujetos obligados», en cuyo texto se dispone que quienes presten servicios de inversión deben respetar las normas de conducta contenidas en este capítulo y en su correspondiente desarrollo.

Los sujetos obligados a clasificar a los clientes aparecen mencionados en dos preceptos, pues como más adelante estudiaremos, la Ley primero establece una clasificación binaria de clientes (minoristas y profesionales) y posteriormente introduce una categoría denominada contrapartes elegibles. La primera clasificación está recogida en el artículo 78 bis, titulado «Clases de clientes» y en él se señala que el deber de clasificar les corresponde a «las empresas de servicios de inversión» y «a las demás empresas que presten servicios de inversión». Cuando la Ley se refiere a la categoría de contrapartes elegibles, se identifica al sujeto clasificador mediante la utilización de una expresión que sintetiza las anteriores: «empresas que presten servicios de inversión» (art. 78 ter.2 LMV), aunque sería más correcto decir entidades en vez de empresas (en este sentido art. 61 RD 217/2008).

Los sujetos obligados a evaluar a los clientes son mencionados en los apartados del 5 al 8 del artículo 79 bis.1. A lo largo de estos apartados no se utiliza un criterio único para identificarlos; pues se señalan como sujetos obligados a «las entidades que prestan servicios de inversión» o simplemente a «la entidad» en relación con el deber de conocer al cliente (ap. 5), con el deber de evaluar la idoneidad (ap. 6) y con las operaciones exentas de evaluación (ap. 8); en cambio se apunta como sujeto obligado a «las empresas de servicios de inversión» cuando se alude al deber de evaluar la conveniencia (ap. 7). En este último caso, ha de entenderse que no se pretende limi-

tar el deber a estas empresas, sino que esa expresión debe interpretarse en un sentido amplio y, por tanto, corresponde extender la obligación de evaluar a todas aquellas entidades que presten servicios de inversión.

En el resto del articulado de este capítulo al desarrollar los distintos deberes tampoco existe un estricto rigor terminológico, así a veces se utiliza la expresión «entidades que presten servicios de inversión» (art. 79.1^{er} pár., «Obligaciones de diligencia y transparencia»; art. 79 bis.1 «Obligaciones de información»; art. 79 ter, «Registro de contratos»; art. 79 quinquies, «Cumplimiento de las obligaciones de información en el caso de prestación de servicios por medio de otra empresa de servicios de inversión» y art. 79 sexies, «Obligaciones relativas a la gestión y ejecución de órdenes»); sin embargo, en otras ocasiones se concreta el correspondiente deber sólo en las empresas de servicios de inversión (art. 79 2^o pár., «Obligación de diligencia y transparencia» y art. 79 quinquies, «Cumplimiento de las obligaciones de información en el caso de prestación de servicios por medio de otra empresa de servicios de inversión»). Habrá de seguirse el mismo criterio unificador propuesto anteriormente.

Por tanto llegamos a la conclusión de que el deber de clasificar, el deber de evaluar y el resto de los deberes comprendidos en el capítulo I del Título VII les corresponden, aunque no siempre la Ley lo exprese así, a las entidades que prestan de forma habitual servicios de inversión sobre los instrumentos financieros definidos en la LMV. Estas entidades están determinadas en el Título V de la LMV; en concreto en el artículo 62 dedicado a las empresas de servicios de inversión y en el artículo 65 que menciona como «Otras entidades» a las entidades de crédito y a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva.

Las empresas de servicios de inversión son aquellas empresas cuya actividad principal consiste en prestar servicios de inversión, con carácter profesional, a terceros sobre los instrumentos financieros señalados en la LMV (art. 62.1; vid relación de los servicios de inversión en el art. 63 y relación de los instrumentos financieros en el art. 2). Son empresas de servicios de inversión: las sociedades de valores, las agencias de valores, las sociedades gestoras de carteras y las empresas de asesoramiento financiero. Cada una de ellas puede realizar todos o algunos de los servicios de inversión de acuerdo con lo que establece la Ley (art. 64 LMV). Las empresas de servicios de inversión realizarán los servicios de inversión conforme a su régimen jurídico específico (art. 62.2 LMV).

Las entidades de crédito, aunque no son empresas de servicios de inversión, pueden realizar habitualmente todos los servicios de inversión, siempre que su régimen jurídico, sus estatutos y su autorización específica les habiliten para ello (art. 65.1 LMV). A las entidades de crédito les son de aplicación las disposiciones de la LMV y sus normas de desarrollo en cuanto a la realización y disciplina de los servicios de inversión y servicios auxiliares y a su posible participación en los mercados secundarios oficiales (art. 65.1 párr. 3º LMV).

A las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva que estén autorizadas para ello les son de aplicación las normas previstas en la LMV, y en sus disposiciones de desarrollo, que regulen la gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión, el asesoramiento en materia de inversión, la custodia y administración de las participaciones de los fondos de inversión y, en su caso, de las acciones de las sociedades de inversión. En particular, les es de aplicación, entre otras cuestiones lo dispuesto en relación con la clasificación de clientes y las evaluaciones de

idoneidad y de conveniencia, con las especialidades que puedan establecerse reglamentariamente (arts. 62.3.i y 65.2 LMV y D. F. Tercera. Dos RD 217/2008).

A efectos de estos deberes de clasificación y evaluación hay que tener presente que las empresas de servicios de inversión y las restantes entidades que prestan servicios de inversión deben definir y aplicar políticas y procedimientos adecuados para garantizar que la empresa, sus directivos, su personal y sus agentes cumplen las obligaciones que la normativa del Mercado de Valores les impone. La organización de estas entidades debe contar con una unidad que garantice el desarrollo de la función de cumplimiento normativo, bajo el principio de independencia con respecto a aquellas áreas o unidades que desarrollen las actividades de prestación de servicios de inversión sobre las que gire el ejercicio de aquella función (art. 70 ter.1 LMV).

3.2. Sujetos sometidos a clasificación y a evaluación

La Ley 47/2007 introduce en la LMV las expresiones de cliente potencial o posible cliente procedentes de las Directivas comunitarias. La Directiva 2004/39/CE al regular las «Normas de conducta para la prestación de servicios de inversión a clientes», las dirige hacia los clientes y hacia los posibles o potenciales clientes; así se hace en concreto cuando se alude a la obligación de practicar las evaluaciones de idoneidad y de conveniencia o su exención (art. 19 aps. 4, 5 y 6), y a la política de ejecución (art. 21.3.3º párr. y considerando 35). La Directiva 2004/39/CE al imponer a la Comisión el desarrollo de las normas de conducta, dispuso que se tuvieran en cuenta, entre otras cuestiones, la categoría «del cliente o posible cliente» (art. 19.10.c). En esta línea la Directiva 2006/73/CE siguió dirigiendo ciertos deberes conjuntamente hacia clientes y

los posibles clientes, así ocurrió en concreto con las evaluaciones de idoneidad y de conveniencia (art. 35 ap. 1, 3 y 4, y art. 37).

Cliente, según la Directiva 2004/39/CE, es toda persona física o jurídica a quien una empresa de inversión presta servicios de inversión o servicios auxiliares (art. 4.1.10 Directiva 2004/39/CE). En la LMV no hay una definición de cliente, pero no se recoge ninguna limitación, por ello hay que entender que el amplio concepto de la Directiva es plenamente aplicable al ordenamiento español.

Las Directivas comunitarias no abordaron la delimitación de la expresión «cliente potencial» o «posible cliente». Esa indefinición podría ser fuente de incertidumbre, tanto para las entidades que presten servicios de inversión, como para los «posibles clientes» que se convierten en titulares de derechos y deberes.

La LMV ha definido al cliente potencial como aquella persona que haya tenido un contacto directo con la entidad para la prestación de un servicio de inversión, a iniciativa de cualquiera de las partes (art. 79 bis.3 LMV). De esta forma se hace imprescindible el contacto directo, sin limitar el medio por el que se tenga y a estos efectos es indiferente quien sea el que tome la iniciativa.

La Ley dispone que la evaluación de idoneidad y la evaluación de conveniencia habrán de practicarse a los clientes y a los clientes potenciales (art. 79 bis.6 y 7 LMV).

La Ley al imponer a las empresas de servicios de inversión el deber de clasificación lo dirige solo sobre «sus clientes», en cambio cuando se establece ese mismo deber para las demás empresas que presten servicios de inversión lo refiere «a los clientes a los que presten u ofrezcan dichos servicios» (art. 78 bis.1 LMV). Hay que entender que en el caso de las empresas de servicios de

inversión el deber de clasificar se dirigirá igualmente tanto hacia los clientes a los que se les presten servicios, como a los clientes a los que se ofrezcan servicios, es decir, a los clientes o a los posibles clientes. El que el deber de clasificación se extienda también hacia los posibles clientes, se reafirma por el hecho de que el deber que tienen las entidades que prestan servicios de inversión de informar adecuadamente sobre determinadas cuestiones (como la empresa, los instrumentos financieros, las estrategias de inversión, los centros de ejecución de órdenes y los gastos y costes) se dirige a los clientes, «incluidos los clientes potenciales» (art. 79 bis.3 LMV), y este deber que se extiende a los clientes potenciales tiene un régimen diferente en función de la categoría del cliente, de si es minorista o profesional (art. 29.1, 3, 8 Directiva 2006/73/CE y art. 62 RD 217/2008), luego el posible cliente tendrá que ser catalogado antes de ser informado.

Los clientes de servicios bancarios de las entidades de crédito no necesariamente han de tener la consideración de potenciales clientes de servicios de inversión por el hecho de que dichas entidades presten servicios de inversión. En la práctica algunas entidades han optado por dar un tratamiento uniforme a toda su clientela, extendiendo la aplicación de la Directiva 2004/39/CE y de la LMV más allá de las exigencias normativas.

4. LA CLASIFICACIÓN DE LOS CLIENTES

4.1. Consideraciones generales y precedentes

Una novedad de las Directivas 2004/39/CE y 2006/73/CE es la de adecuar el nivel de protección de los clientes en función de la categoría a la que pertenecen. No hay que proteger al que no lo necesita, pues el

exceso de protección puede ser contrario a los intereses del protegido, pues cuando menos implica costes, trámites administrativos y dilaciones.

En lo que atañe a la protección del inversor, la clasificación de los clientes es el punto de partida para la aplicación eficiente del resto de las normas protectoras. En este sentido la Ley 47/2007 ha dispuesto que a los efectos de las «Normas de conducta» (Título VII de la LMV), las entidades que presten servicios de inversión deben clasificar a los clientes a los que les ofrezcan o presten servicios en función de la experiencia, conocimiento y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar sus riesgos. A cada categoría se aplica un nivel distinto de protección. El deber de clasificar es un deber instrumental en el desarrollo del resto de deberes comprendidos en las «Normas de conducta» recogidas en el Título VII de la LMV (art. 78 bis LMV).

La diferenciación de los clientes en orden a su mayor o menor necesidad de protección es una actuación que se ha manifestado en diversos sectores. Así en la actividad aseguradora «los contratos de seguros por grandes riesgos» quedan exentos del carácter imperativo de las normas protectoras de la Ley de contratos de seguros (arts. 2, 44.2º párr. y 107 ap. 2º Ley 50/1980, de 8 de octubre, de contrato de seguro).

En el derecho de los mercados de valores existen precedentes de este tipo de actuaciones diferenciadoras; tal es el caso del «inversor cualificado» en el ámbito de las ofertas públicas de valores. La LMV dispone que no tienen la consideración de oferta pública de ventas (y que, por tanto, no tienen la obligación de publicar un folleto) ciertas ofertas; uno de los factores que sirven para identificarlas es el del inversor al que van dirigidas, así quedan excluidas las ofertas dirigidas exclusivamente a inversores

cualificados (art. 30 bis.1.a, añadido por el art. 1.4 RD-Ley 5/2005, de 11 de marzo). Reglamentariamente se ha precisado a quién se ha de considerar «inversor cualificado» a través de la distinción de cinco grupos: los tres primeros son en función de su naturaleza o dimensión y los dos últimos son en función de que los interesados lo soliciten, si concurren en ellos ciertos requisitos (arts. 38 y 39 de RD 1310/2005, de 4 de noviembre). Los criterios delimitadores del inversor cualificado son en una gran parte similares a los que se incorporan por la Ley 47/2007 a la LMV para determinar al cliente profesional.

La LMV no establece un nivel único y homogéneo de protección, sino que reconoce la realidad existente en los mercados financieros: que es la diversificación del perfil del inversor. La Ley enuncia tres categorías posibles de inversores, minoristas, profesionales y contrapartes elegibles; el mayor grado de protección les corresponde a los inversores o clientes minoristas (Preámbulo V). Tras la entrada en vigor del RD 217/2008, el 17 de febrero de 2008, las entidades que prestan servicios de inversión deben notificar, o haber notificado, a los clientes nuevos y a los ya existentes que han establecido esta nueva clasificación de clientes (art. 61.1 RD 217/2008). Estas entidades deben establecer por escrito y aplicar políticas y procedimientos internos adecuados para clasificar a los clientes (art. 61.4 RD 217/2008).

4.2. Estructura clasificatoria

La Ley no utiliza siempre la misma estructura clasificatoria. En el Preámbulo V de la Ley 47/2007 se destaca que con el fin de dar un reconocimiento legal al fenómeno de la diversificación del perfil del inversor, han de diferenciarse tres categorías de inversores: minoristas, profesionales y contrapartes elegibles. La LMV en su artículo 78 bis, que lleva como epígrafe la expresión «clases de

clientes», dispone que a los efectos del Título VII, «Normas de conducta», las entidades que prestan servicios de inversión clasificarán a sus clientes en profesionales y minoristas. La categoría de contraparte elegible se pospone al artículo 78 ter, que lleva como epígrafe «Operaciones con contrapartes elegibles».

La Directiva 2004/39/CE en sus considerandos también alude a la necesidad de ajustarse a las particularidades de tres categorías de inversores: particulares (minorista), profesionales y contrapartes (Considerando 31); sin embargo en el artículo dedicado a definiciones solo aparecen las de cliente profesional y cliente minorista (art. 4 ap. 1 ptos. 11 y 12). Igualmente cuando la Directiva impone a la Comisión el deber de desarrollar las normas de conducta, señala que habrá de tenerse en cuenta el carácter particular (minorista) o profesional del cliente (art. 19.10). El Anexo II de esta Directiva contiene una detallada delimitación de los clientes profesionales. La figura de contraparte elegible aparece en la Directiva después de regular las «normas de gestión de órdenes de clientes» (art. 22), en un artículo cuyo epígrafe es «operaciones ejecutadas con contrapartes elegibles» (art. 24).

Al analizar más adelante cada una de las clases de clientes y en concreto al estudiar las contrapartes elegibles, llegaremos a la conclusión de que esta última categoría es una subespecie de los clientes profesionales.

4.3. Cliente minorista

Los clientes minoristas se definen por exclusión y son todos aquellos que no se consideran profesionales (art. 78 bis.4 LMV y art. 4.1.12 Directiva 2004/39/CE). Esta categoría será la inmensamente mayoritaria y abarcará una gran diversidad de perfiles. A esta categoría se le concede el régimen jurídico de protección más completo.

4.4. Cliente profesional

La LMV define y delimita al cliente profesional siguiendo el esquema que trazó la Directiva 2004/39/CE. Esta Directiva remite la delimitación de la figura de cliente profesional a su Anexo II (art. 4.1.11). En él se recoge una definición y una enumeración de clientes que son considerados profesionales, bien por su naturaleza o características o bien porque lo solicitan cumpliendo ciertos requisitos. Siguiendo este esquema, la LMV lleva a cabo la delimitación del cliente profesional mediante una definición general y una posterior relación de entes que alcanzan esa consideración.

La LMV describe a los clientes profesionales como aquellos a quienes se presume la experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente sus riesgos (art. 78 bis.2 LMV). La definición se construye a partir de una «presunción» y con términos flexibles.

La enumeración de sujetos que tendrán la consideración de cliente profesional comienza en la LMV con la expresión «en particular», lo cual unido a una definición tan amplia, podría abrir el debate de si nos hallamos ante una relación exhaustiva o no.

La Ley lleva a cabo esta enumeración estructurando a los clientes en cinco apartados, pero previamente cabe agruparlos en dos grandes grupos: un primer grupo en el que se encuentran los clientes profesionales *per se*, debido a su naturaleza o características (art. 78 bis.3.a) a d) LMV) y un segundo grupo que son considerados como tales previa solicitud, reuniendo determinados requisitos (art. 78 bis.3.e LMV).

El primer grupo, el de los clientes considerados profesionales *per se*, se integra por cuatro apartados.

El primer apartado se dedica a las entidades financieras y a las demás personas

jurídicas que para poder operar en los mercados financieros tienen que ser autorizadas o reguladas por Estados, sean o no miembros de la Unión Europea. La Ley concreta, pero sin negar otras posibilidades, que «se incluirán entre ellas» a las siguientes: las entidades de crédito, las empresas de servicios de inversión, las compañías de seguros (*sic.*, más preciso sería entidades aseguradoras), las instituciones de inversión colectiva y sus sociedades gestoras, los fondos de pensiones y sus sociedades gestoras, los fondos de titulización y sus sociedades gestoras, los que operen habitualmente con materias primas y con derivados de materias primas, así como operadores que contraten en nombre propio y «otros inversores institucionales» (art. 78 bis.3.a LMV). Estos últimos están desarrollados en el cuarto apartado.

El segundo apartado recoge a los Estados y Administraciones regionales, los organismos públicos que gestionen la deuda pública, los bancos centrales y organismos internacionales y supranacionales, «como» el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional, el Banco Central Europeo, el Banco Europeo de Inversiones «y otros de naturaleza similar» (art. 78 bis.3.b LMV).

El tercer apartado corresponde a aquellos «empresarios» (personas físicas o jurídicas) que individualmente reúnen, al menos, dos de las siguientes tres condiciones: que el total de las partidas del activo sea igual o superior a 20 millones de euros; que la cifra anual de negocios sea igual o superior a 40 millones de euros; y que sus recursos propios sean iguales o superiores a 2 millones de euros (art. 78 bis.3.c LMV).

El cuarto apartado se refiere a los inversores institucionales que, no incluidos en el primer apartado, tienen como actividad habitual invertir en valores u otros instrumentos financieros; «en particular» se citan a las entidades de capital riesgo y sus

sociedades gestoras (art. 78 bis.3.d LMV, la Directiva 2004/39/CE en su Anexo II ap. II.4 o 3 bis no hace ninguna concreción).

A pesar de que la delimitación de los clientes profesionales parte de una definición amplia, no restrictiva y de que la enumeración posterior parezca no exhaustiva, al comenzar con una expresión como «en particular», hay que entender que sólo pueden ser profesionales *per se* aquellos que cumplan las condiciones señaladas en algunos de los apartados mencionados, aunque alguno de ellos no esté rigurosamente delimitado, como es el caso de los inversores institucionales. No está justificado hacer una interpretación extensiva, cuando la propia Ley deja abierta la posibilidad de catalogación de un cliente como profesional mediante su solicitud cumpliendo determinados requisitos, como inmediatamente vamos a analizar.

En el Anexo II de la Directiva 2004/39/CE se afirma que la consideración de un cliente como profesional *per se* se extiende para «todos los servicios y actividades de inversión e instrumentos financieros amparados por esta Directiva».

Todos estos entes que la Ley considera profesionales *per se* pueden solicitar un trato no profesional y las entidades que presten los servicios de inversión pueden acordar concederles un nivel de protección más amplio (art. 78 bis.3 LMV), como más adelante se expondrá al tratar de la reclasificación.

El segundo grupo de clientes profesionales es el de aquellos que no lo son *per se*, pero que se consideran como tales por haberlo solicitado cumpliendo determinados requisitos. Los clientes (personas físicas y jurídicas) deben solicitarlo con carácter previo y renunciar de forma expresa a su tratamiento como clientes minoristas (art. 78 bis.3.e LMV).

La entidad que preste el servicio de inversión debe efectuar una adecuada evaluación de la experiencia y conocimiento del cliente «en relación con las operaciones y servicios que solicite» y debe asegurarse de que puede tomar sus propias decisiones de inversión y de que comprende sus riesgos. Esta evaluación no es genérica sobre los mercados de valores, si no específica sobre las operaciones y servicios solicitados. Esta evaluación hay que ponerla en relación con la evaluación de conveniencia que posteriormente analizaremos.

Al llevar a cabo la evaluación, la entidad que preste servicios de inversión debe comprobar además que se cumplen al menos dos de los tres requisitos siguientes: que el cliente haya realizado operaciones de volumen significativo «en el mercado de valores», con una frecuencia media de más de diez por trimestre durante los cuatro trimestres anteriores; que el valor del efectivo y valores depositados sea superior a 500.000 euros, y que el cliente ocupe, o haya ocupado durante al menos un año, un cargo profesional en el sector financiero que requiera conocimientos sobre las operaciones o servicios previstos (art. 78 bis.3.e LMV). El ámbito del primer requisito no se circunscribe al tipo de operaciones específicas para el que se solicita la clasificación, sino que abarca todas las que hayan sido realizadas en el mercado de valores, en general; sin embargo, la tercera exigencia, la de los conocimientos, si está referida a esas operaciones solicitadas. Estos tres requisitos son idénticos a los establecidos para las «personas físicas» que solicitan ser consideradas como «inversor cualificado» a efectos de ofertas públicas de ventas antes mencionadas (art. 39 RD 1310/2005) y es por ello que el tercer requisito arriba mencionado sea una exigencia propia de persona física.

Antes de decidir si se acepta la solicitud, la entidad que presta los servicios de inver-

sión está obligada a adoptar «todas las medidas razonables» para asegurarse de que el cliente cumple los requisitos expuestos anteriormente (Anexo II ap. II.1 de la Directiva 2004/ 39/CE).

El procedimiento para alcanzar la calificación de cliente profesional mediante solicitud es el siguiente: el cliente debe declarar por escrito a la entidad que desea ser tratado como cliente profesional, ya sea con carácter general o con respecto a un servicio de inversión o a una operación determinada, o a un tipo de operación o producto; la empresa de inversión debe advertirle claramente por escrito acerca de las protecciones y de los derechos de indemnización de los que quedaría privado; y el cliente debe declarar por escrito en un documento separado del contrato, que es consciente de las consecuencias de su renuncia a esas protecciones (art. 61.3 RD 217/2008).

A los clientes profesionales les corresponde informar a la entidad que presta servicios de inversión de cualquier cambio que pudiera motivar la modificación de su clasificación. Si la entidad tiene conocimiento de que el cliente deja de cumplir las condiciones para poder acogerse a un trato profesional, lo considerará con carácter inmediato como un cliente minorista (art. 61.4 RD 217/2008).

El Gobierno y, con su habilitación expresa, el Ministro de Economía y Hacienda o la CNMV pueden determinar la forma de cálculo de las magnitudes señaladas y fijar requisitos a los procedimientos que las entidades establezcan para clasificar a sus clientes (art. 78 bis.3 fine LMV).

4.5. **Contraparte elegible**

Como ya se ha mencionado, en el Preámbulo de la Ley 47/2007 se señala que la Ley distingue tres categorías de inversores, minoristas, profesionales y contrapartes

elegibles; sin embargo en el articulado de la LMV al establecer el deber de clasificar solo se mencionan las categorías de profesional y minorista (art. 78 bis LMV). Es en el artículo siguiente, el 78 ter, cuyo rótulo es «Operaciones con contrapartes elegibles» en el que aparece regulado esta figura. Antes de enumerar qué entes pueden ser considerados como contrapartes elegibles, hay que determinar si esta figura es una tercera categoría de cliente o si es una subespecie de cliente profesional.

La primera afirmación que se puede hacer es que esta categoría está restringida exclusivamente a los siguientes servicios de inversión: la recepción y transmisión de órdenes de clientes, la ejecución de órdenes por cuenta de clientes y la negociación por cuenta propia. Para el resto de servicios de inversión (vid. art. 63 LMV) no es aplicable esta categoría. La clase minorista y profesional es aplicable para todos los servicios de inversión. La segunda afirmación es que todos los entes que pueden ser contrapartes elegibles *per se* o por solicitud son o pueden ser profesionales; en el texto legal el ámbito subjetivo de los profesionales es más extenso que el de las contrapartes elegibles. Por ambas consideraciones, entendemos que las contrapartes elegibles deben ser catalogadas como una subespecie de los clientes profesionales, reservada sólo para unos determinados servicios de inversión.

Las entidades que estén autorizadas para prestar esos determinados servicios de inversión señalados anteriormente pueden realizar esas operaciones, o los servicios auxiliares directamente relacionados con las mismas, con unas contrapartes, a las que se ha llamado «contrapartes elegibles», sin cumplir las obligaciones de información (art. 79 bis LMV), los deberes derivados del registro de contratos y su formalización (art. 79 ter LMV) y las obligaciones relativas a la gestión y ejecución de

órdenes (art. 79 sexies LMV). Las contrapartes deben haber sido previamente informadas de la exclusión de estos deberes hacia ellas y no haber solicitado expresamente que se les apliquen esas garantías o derechos (art. 78 ter.2.1 párr. LMV).

La Directiva 2004/39/CE considera que las contrapartes elegibles actúan en calidad de clientes, lo cual conlleva que, aunque se excepcione la aplicación de las obligaciones mencionadas, el resto de obligaciones o deberes hacia la contraparte elegible son aplicables (Considerandos 40 y 41). En este sentido la Directiva 2006/73/CE considera que la categoría del cliente (minorista, profesional o contraparte elegible) al que se presta el servicio es irrelevante a efectos de la regulación de los conflictos de interés (Considerando 25).

La LMV señala que la consideración de contraparte elegible se puede derivar bien de la naturaleza o características de la entidad o bien por haberlo solicitado cumpliendo determinados requisitos.

En función de su naturaleza tienen la consideración de contrapartes elegibles los siguientes entes: empresas de servicios de inversión, entidades de crédito, entidades aseguradoras, instituciones de inversión colectiva y sus sociedades gestoras, fondos de pensiones y sus sociedades gestoras, otras entidades financieras autorizadas o reguladas por la legislación comunitaria o por el derecho nacional de un Estado miembro, gobiernos nacionales y sus servicios correspondientes, incluidos los que negocian deuda, bancos centrales y organismos supranacionales. Esta consideración también la tienen las entidades de terceros países equivalentes (en base a que la Directiva 2004/39/CE en su art. 24.4 otorga a los Estados miembros la posibilidad de incluir esta opción) y las Comunidades Autónomas (art. 78 ter.1.1^{er} párr. LMV).

Se consideran contrapartes elegibles en función de sus características a determinadas personas que son señaladas como tales mediante remisión a una disposición de la LMV que enumera sujetos a los que no les es de aplicación esta Ley (más propio sería afirmar que no se les considera empresa de servicios de inversión). Son los siguientes dos grupos: personas cuya actividad principal consiste en negociar por cuenta propia en materias primas o instrumentos financieros derivados sobre materias primas (art. 62.3.d LMV), y «empresas» que prestan servicios de inversión consistentes exclusivamente en negociar por cuenta propia en mercados de instrumentos financieros derivados y en mercados de contado con el único propósito de cubrir posiciones en mercados de instrumentos financieros derivados, o que operan por cuenta de otros miembros de dichos mercados o facilitan precios para éstos, y que están avaladas por miembros liquidadores del mismo mercado, cuando la responsabilidad del cumplimiento de los contratos celebrados por dichas empresas sea asumida por los miembros liquidadores del mismo mercado (art. 62.3.e LMV). Estos dos grupos también aparecen mencionados, pero de una forma más sucinta, en la relación de clientes profesionales *per se*, dentro del primer apartado, el de las entidades que para operar en los mercados financieros han de ser autorizadas o reguladas por el Estado (art. 78 bis.3.a in fine LMV), sólo que al mencionarse como contraparte elegible se hace mediante remisión, por lo que su descripción es más extensa y precisa.

El RD 217/2008 «desborda» la delimitación legal al incluir en esta categoría de contraparte elegible *per se* a todas las entidades que la ley considera profesionales *per se* (art. 58.1).

Las entidades que se consideran contrapartes elegibles *per se* tienen derecho a solicitar, bien de forma general o bien para cada operación, el trato como cliente (mino-

rista o profesional), en cuyo caso su relación con la entidad que presta los servicios de inversión quedará sujeta al régimen de las obligaciones que antes habíamos mencionado como exceptuadas (art. 78 ter.2.2º párr. LMV y art. 24.2.2º párr. Directiva 2004/39/CE). Más adelante se expondrá esta posibilidad de reclasificación.

La Directiva 2004/39/CE permite que, además de los entes mencionadas hasta ahora como contrapartes elegibles, los Estados miembros puedan reconocer como tales a otras empresas que cumplan requisitos proporcionados, previamente establecidos, entre los que se pueden incluir umbrales cuantitativos. Esta autorización a los Estados miembros abre la posibilidad de asimetrías en este aspecto entre los diferentes ordenamientos nacionales (art. 24.3 Directiva 2004/39/CE).

En base a esta autorización a los Estados miembros que acabamos de mencionar, se ha configurado el segundo grupo de contrapartes elegibles en la LMV.

Este grupo de entidades que pueden ser consideradas como contrapartes elegibles está integrado por aquellas «empresas» que no siéndolo *per se*, solicitan ser consideradas como tales, cumpliendo con los requisitos establecidos para que un cliente minorista pueda solicitar ser tratado como cliente profesional. En estos casos sólo será reconocida como contraparte elegible en lo relativo a los servicios u operaciones para los que pueda ser tratada como cliente profesional (art. 78 ter.1.2º párr. LMV). Se deberá obtener la confirmación expresa de la empresa accediendo a ser tratada como una contraparte elegible, de forma general o para cada operación (art. 78 ter.2.3º párr.). Se entienden incluidas las empresas de terceros países que estén sujetas a requisitos y condiciones equivalentes (art. 78 ter.1.2º párr. LMV).

Cuando la operación se realice con una empresa domiciliada en otro Estado miembro

de la Unión Europea, se deberá respetar el estatus de la empresa que determine la legislación de dicho Estado (art. 78 ter. 2.4º párr. LMV y art. 24.3 Directiva 2004/39/CE).

Manifestaciones específicas del régimen de las contrapartes elegibles se pueden observar en la LMV al disponer que los miembros de un mercado secundario oficial cuando realicen operaciones entre ellos, por cuenta propia y en nombre propio, no estarán obligados a imponerse mutuamente las obligaciones de información, los deberes derivados del registro de contratos y su formalización y las obligaciones relativas a la gestión y ejecución de órdenes (art. 37.4 LMV). Igualmente no serán de aplicación estas obligaciones a las operaciones realizadas con arreglo a las normas que regulan un sistema multilateral de negociación entre sus miembros o entre el propio sistema multilateral de negociación y sus miembros con respecto al uso del sistema multilateral (art. 121.1 LMV).

4.6. Reclasificaciones

Las empresas de inversión deben informar a los clientes en un soporte duradero del derecho que les asiste, en su caso, de exigir una clasificación distinta y todas las limitaciones que podrían derivarse de este cambio en lo relativo a la protección del cliente (arts. 28.2 Directiva 2006/73/CE y 61.1 RD 217/2008).

Como ya hemos expuesto, clientes que no son profesionales *per se* pueden, si cumplen determinados requisitos, solicitar ser considerados como profesionales o como contrapartes elegibles.

Las entidades que se consideran profesionales *per se* (por su naturaleza o características) pueden solicitar un trato no profesional y que de esa manera se les conceda un nivel de protección más amplio (art. 78 bis.3 LMV). En el Anexo II ap. I de la Directiva 2004/39/CE se dispone que cuando el cliente sea de los considerados profesiona-

les *per se* la entidad que presta servicios de inversión debe informarle, antes de prestar servicio alguno, de que se le considera un cliente profesional en base a la información que se dispone, de que se le tratará como tal a menos que la entidad y el cliente acuerden otra cosa y de que puede pedir una modificación de las condiciones del acuerdo para obtener un mayor grado de protección. Este mayor nivel de protección se concederá cuando se celebre un acuerdo por escrito que estipule que el cliente no será tratado como profesional a efectos del régimen de conducta aplicable y en el que se precisen los servicios, operaciones o tipos de productos u operaciones a los que se aplica (Anexo II ap. I de la Directiva 2004/39/CE y art. 61.2.b RD 217/2008).

Las entidades que se consideran contrapartes elegibles *per se* tienen derecho a solicitar, bien de forma general o bien para cada operación, el trato como «cliente» (minorista o profesional), en cuyo caso su relación con la entidad que preste servicios de inversión quedará sujeta al régimen previsto para las obligaciones de información, los deberes derivados del registro de contratos y su formalización y las obligaciones relativas a la gestión y ejecución de órdenes (art. 78 ter.2.2º párr. LMV y art. 24.2.2º párr. Directiva 2004/39/CE). Si al solicitar no ser tratado como contraparte elegible no se señala expresamente que se quiere ser tratado como cliente minorista, la entidad si está de acuerdo con la petición, lo tratará como profesional (art. 58.2 RD 217/2008); la Directiva dispone que cuando se solicite expresamente el tratamiento como minorista, se aplicará el régimen y procedimiento previsto para las solicitudes de los profesionales que quieren ser tratados como minoristas (art. 50.2 Directiva 2006/73/CE), que más arriba hemos descrito. En relación con esta cuestión el RD 217/2008 de forma errónea remite al trámite por el que los clientes minoristas solicitan ser tratados como profesionales (art. 58.2. in fine RD 217/2008).

Las disposiciones comunitarias y las normas reglamentarias españolas contemplan la posibilidad de que las entidades que presten servicios de inversión puedan por propia iniciativa: a) tratar como cliente profesional o minorista a un cliente que podría clasificarse como contraparte elegible *per se*, y b) tratar como cliente minorista a un cliente que podría considerarse cliente profesional *per se* (art. 28.3 Directiva 2006/73/CE y art. 61.2 RD 217/2008).

4.7. Trascendencia de la clasificación

Uno de los objetivos fundamentales de esta reforma es garantizar una adecuada protección de los inversores. Esta finalidad se manifiesta especialmente en el nuevo Capítulo I del Título VII de la LMV, en el que se establece un importante catálogo de normas de conducta que han de ser respetadas por todas las entidades que presten servicios de inversión; pero el nivel de protección no es único y homogéneo, sino que varía en función del perfil del inversor. En la LMV y en su desarrollo reglamentario aparece la distinción entre clientes minoristas y profesionales en relación con su régimen de derechos de información, registro y ejecución de órdenes.

Al describir en la LMV el deber de información a los clientes, aunque expresamente no se hacen distinciones en función a la categoría, se utilizan expresiones que aluden a las distintas clases de clientes, al señalar que la entidad mantendrá «adecuadamente» informados a los clientes y les proporcionará información «adecuada» sobre la entidad y los servicios, los instrumentos financieros, las estrategias de inversión, las órdenes de ejecución y los gastos y costes (art. 79 bis LMV). En su desarrollo reglamentario se pone de manifiesto la diversidad de niveles.

Al establecerse en la LMV que las entidades que presten servicios de inversión

deben crear un registro que contenga los contratos que tengan por objeto el acuerdo entre la empresa y el cliente, se dispone que si los contratos son celebrados con clientes minoristas será obligatorio que consten por escrito y que si la prestación del servicio consiste en el asesoramiento en materia de inversión a dichos clientes, bastará con la constancia escrita o fehaciente de la recomendación personalizada. (art. 79 ter LMV).

En relación con la ejecución de órdenes se dispone que cuando se trate de órdenes de clientes minoristas que no hubieran dado instrucciones específicas, el mejor resultado posible se determinará en términos de contraprestación total, compuesta por el precio del instrumento financiero y los costes relacionados con la ejecución, que incluirán todos los gastos contraídos por el cliente que estén directamente relacionados con la ejecución de la orden, incluidas las comisiones del centro de ejecución, las de compensación y liquidación y aquellas otras pagadas a terceros implicados en la ejecución de la orden (art. 79 sexies.4 LMV y arts. 68 y 69 RD 217/2008).

En lo que se refiere a las operaciones con contrapartes elegibles ya hemos mencionado que no es de aplicación el régimen de las obligaciones de información, los deberes derivados del registro de contratos y su formalización y las obligaciones relativas a la gestión y ejecución de órdenes (art. 78 ter. 2.1^{er} pár. LMV).

La Ley 47/2007 ha incorporado la Directiva 2004/39/CE, pero ésta remitió a sus disposiciones de desarrollo las distinciones que debían hacerse en relación con la protección del cliente o del posible cliente en función de su categoría de minorista o profesional (art. 19.10.c). Estas diferenciaciones se llevaron a cabo por la Directiva 2006/73/CE, y ha sido a través de su transposición por la vía reglamentaria como se ha introducido en nuestro ordenamiento. El RD 217/2008 otorga expresamente un trata-

miento especial a los clientes en función de su condición de minorista o profesional en las siguientes cuestiones: «Delegación del servicio de gestión de cartera en prestadores de servicios situados en terceros países» (art. 38); «Utilización de los instrumentos financieros de los clientes» (art. 42); «Política de gestión de los conflictos de interés» (art. 45.3); «Condiciones que debe cumplir la información para ser imparcial, clara y no engañosa» (art. 60); «Requisitos generales de información a clientes» (art. 62); «Información sobre la empresa de servicios de inversión y sobre sus servicios destinada a clientes minoristas» (art. 63); «Información sobre los instrumentos financieros» (art. 64); «Requisitos de información con vistas a la salvaguardia de los instrumentos financieros o los fondos de los clientes» (art. 65); «Información sobre costes y gastos asociados» (art. 66); «Información sobre la ejecución de órdenes no relacionadas con el servicio de gestión de carteras» (art. 68); «Información sobre el servicio de gestión de carteras» (art. 69); «Información sobre los estados de instrumentos financieros o de los fondos de los clientes» (art. 70); «Evaluación de la conveniencia» (art. 73); «Criterios de mejor ejecución» (art. 77); «Política de ejecución de órdenes» (art. 78); «Principios generales» de la tramitación de órdenes de clientes (art.80).

5. LA EVALUACIÓN DE LOS CLIENTES

5.1. El conocimiento del perfil del cliente

5.1.1. Consideraciones generales y precedentes

Las entidades que prestan servicios de inversión deben asegurarse en «todo» momento de que disponen de «toda» la información necesaria sobre sus clientes (art. 79 bis.5 LMV) para poder recomendarles los

servicios de inversión e instrumentos financieros que más les convengan (art. 79 bis.6 LMV) o para evaluar si el servicio o producto de inversión les es adecuado (art. 79 bis.7 LMV).

El incumplimiento de estos deberes por parte de la entidad que presta el servicio de inversión conllevará la correspondiente responsabilidad. En este sentido se produce una traslación de responsabilidades hacia las entidades en lo relativo a cuestiones que antes podían ser decididas por los clientes, quizás, a veces sin tener los conocimientos y experiencia necesarios para ello. Esta labor de evaluación puede no siempre ser sencilla pues habrá casos en que los resultados de estas evaluaciones no sean evidentes. En este sentido la delimitación de los productos complejos y no complejos es una cuestión fundamental.

El conocimiento del perfil del inversor ya estaba recogido en diversas sedes de nuestro ordenamiento del mercado de valores. Así en el Código General de Conducta de los Mercados de Valores, que se contenía en el Anexo del RD 629/1993, de 3 de mayo, se disponía que cuando fuera relevante para los servicios que se iban a prestar, las entidades debían solicitar a sus clientes información sobre su situación financiera, su experiencia inversora y su objetivo de inversión. Esta disposición fue desarrollada por la Orden de 7 de octubre de 1999, de desarrollo del Código general de conducta y normas de actuación en la gestión de carteras de inversión y por la Circular 2/2000, de 30 de mayo, de la CNMV, sobre modelos normalizados de contratotipo discrecional e individualizada de carteras de inversión y otros desarrollos de la Orden de 7 de octubre de 1999. Esta circular contiene un modelo normalizado de contratotipo de gestión discrecional e individualizada de cartera de inversión, en el que en su primera sección se recoge un apartado cuyo título es «Criterios generales de

inversión», en el que se señala que conocidas la experiencia inversora y la capacidad financiera del cliente, la entidad asume los criterios generales de inversión que se desprenden de las siguientes indicaciones: el perfil general de riesgo de sus inversiones, la operativa con instrumentos derivados y el horizonte temporal de la inversión (apartado D); también hay un apartado de autorizaciones expresas del cliente y otro de tipos de operaciones financieras que podrán realizarse (apartados E y F). El RD 217/2008 que ha derogado el RD 629/1993 y cuantas normas de igual o inferior rango se opongan a él (Disp. Derog. Única), dedica el Capítulo III del Título IV a la «Evaluación de la idoneidad y de la conveniencia» (arts. 72 a 74).

5.1.2. Clases de evaluaciones, finalidades y cuestiones terminológicas

Tanto la Ley como las Directivas contemplan tres alternativas de evaluación por parte de la entidad que presta el servicio de inversión en función de los servicios de inversión de que se trate: cuando el servicio sea de asesoramiento en materia de inversión o de gestión de carteras, deberá evaluar la «idoneidad» de los servicios de inversión e instrumentos financieros para el cliente o posible cliente; cuando el servicio de inversión sea distinto a los mencionados anteriormente, deberá evaluar la «conveniencia» del servicio o del producto de inversión para el cliente o posible cliente; y por último, cuando el servicio se limite a la ejecución o recepción de ordenes del cliente sobre un producto no complejo concurriendo además otras circunstancias, que más adelante señalaremos, no deberá llevar a cabo necesariamente la evaluación (art. 79 bis aps. 6 a 8 LMV).

La LMV ha descrito las finalidades que tienen estos requerimientos de información de los clientes. En el caso del asesoramiento de inversiones o de la gestión de carteras

la adquisición de la información tiene como finalidad recomendar al cliente los servicios de inversión e instrumentos financieros que «más le convengan» al cliente (art. 79 bis.6 LMV); en el resto de los servicios de inversión la finalidad que se persigue es el que la entidad pueda evaluar si el servicio o producto de inversión «es adecuado para el cliente» (art. 79 bis.7 LMV).

En relación con la utilización de las expresiones que se acaban de mencionar y antes de entrar en el análisis específico de cada una de las evaluaciones, es necesario mencionar una cuestión terminológica. En el texto de la Directiva 2004/39/CE en español y en la LMV al referirse a la finalidad de la prueba que debe hacerse para los servicios de asesoramiento de inversiones y de gestión de cartera se afirma que su fin es recomendar los servicios o instrumentos que «más le convengan» al cliente (art. 19.4); y en la Directiva 2006/73/CE se denomina a esta prueba «Evaluación de idoneidad». A su vez en la Directiva 2004/39/CE y en la LMV se señala que la finalidad de la prueba a realizar para los demás servicios es la de poder evaluar si el servicio o producto es «adecuado» para el cliente (art. 19.5) y en la Directiva 2006 /73/CE el nombre que se adjudica a esta prueba es «Evaluación de conveniencia». En la práctica las entidades de forma generalizada empezaron a utilizar la terminología de la Directiva 2006/73/CE para referirse a cada una de las evaluaciones, y más tarde el propio RD 217/2008 ha utilizado estas expresiones, por estos motivos, y, aunque no existe una perfecta correspondencia entre estas denominaciones y las finalidades, con el propósito de no promover más confusión utilizaremos estas denominaciones.

5.1.3. Cuestión previa: delimitación de la comercialización

A la hora de plantearse la necesidad o no de llevar a cabo las distintas evaluaciones

de los clientes en función de los servicios de inversión de que se trate, una cuestión debatida ha sido la consideración que debía darse a la comercialización: si debía entenderse integrada o no en los propios servicios de inversión por las consecuencias que tendría cada una de estas alternativas.

La LMV ha aclarado que la comercialización de servicios de inversión y la captación de clientes no constituyen en sí mismas servicios de inversión, sino actividades previas a cada uno de los servicios de inversión que podrán ser desarrolladas de forma separada a la prestación del servicio en sí (art. 63.4 LMV). La comercialización de servicios de inversión y la captación de clientes sólo pueden realizarlas profesionalmente, por sí mismas o a través de los agentes de empresas de servicios de inversión, las entidades que estuvieran autorizadas a prestar tales servicios (art. 64.7.2 párr. LMV).

La LMV con el fin de diferenciar la comercialización del servicio de asesoramiento en materia de inversión ha señalado que no es asesoramiento la prestación de recomendaciones de carácter genérico y no personalizadas que se puedan realizar en el ámbito de la comercialización de valores e instrumentos financieros; estas recomendaciones tienen el valor de comunicaciones de carácter comercial (art. 63.1.g LMV). El RD 217/2008 no considera recomendación personalizada las recomendaciones que se divulguen exclusivamente a través de canales de distribución o al público (art. 5.1.g) e incluso delimita el concepto de recomendación generalizada (como servicio auxiliar) de las comunicaciones publicitarias, que han de identificarse con claridad (art. 5.2.e).

Por todo ello, cuando tras la actividad de comercialización se produce la prestación de un servicio de inversión se aplicarán las normas que en cada caso correspondan. Si como resultado de la actividad de comercialización realizada por una entidad, un

cliente solicita la prestación de un servicio de inversión, habrá que realizar o no las evaluaciones de idoneidad o conveniencia en función del servicio de que se trate y las circunstancias que concurran en él.

5.2. Cuestiones comunes a las evaluaciones

La LMV dispone que las entidades que presten servicios de inversión deberán asegurarse en todo momento de que disponen de toda la información necesaria sobre sus clientes (art. 79 bis.5 LMV). En el régimen de evaluaciones se parte del principio de buena fe, por ello se considera que las entidades que presten servicios de inversión tienen derecho a confiar en la información proporcionada por sus clientes o posibles clientes, a menos que sepan o deban saber que la información está manifiestamente desfasada, es inexacta o incompleta. Igualmente, en base al mismo principio, las entidades no deben incitar a un cliente o posible cliente a no facilitar la información requerida a efectos de su evaluación (art. 74.2 y 3 RD 217/2008 y art. 37.2 y 3 Directiva 2006/73/CE).

La LMV ha contemplado la posibilidad de que una entidad preste servicios de inversión o servicios auxiliares en nombre de un cliente siguiendo instrucciones de otra entidad, en ese caso aquélla puede basarse en la información que sobre el cliente le transmite esta última, la entidad que remita las instrucciones es la responsable de que esa información sea completa y exacta (art. 79 quinquies 1^{er} párr. LMV). En cualquier caso, la empresa que reciba las instrucciones u órdenes es la responsable de la realización del servicio o la operación, sobre la base de la información recibida (art. 79 quinquies 1^{er} y 3^{er} párr.).

Hay que tener presente que las exigencias en relación con los deberes de información no son de aplicación cuando se ofrece un

servicio de inversión como parte de un producto financiero que ya esté sujeto a otras disposiciones de la legislación comunitaria o a estándares europeos comunes para entidades de crédito y para la actividad de crédito al consumo, referentes a la valoración de riesgos de los clientes o a los requisitos de información (art. 79 quater LMV).

Las entidades que prestan servicios de inversión deben mantener un registro de la información obtenida para llevar a cabo las evaluaciones (art. 13.6 Directiva 2004/39/CE y art. 51.2.a Directiva 2006/73/CE). En el trabajo llevado a cabo por el CESR, en el ámbito del nivel 3 del procedimiento Lamfalussy, en relación con los registros mínimos obligatorios, se alude a este registro. Las evaluaciones y su registro quedan sometidas a las exigencias que se derivan de la Ley Orgánica 15/1999, de 13 de diciembre, de Protección de Datos de Carácter Personal (vid. Considerando 16 Directiva 2006/73/CE) y de sus normas de desarrollo (RD 1720/2007, de 21 de diciembre).

5.3. La evaluación de idoneidad

La evaluación de idoneidad se regula en el apartado 6 del artículo 79.bis de la LMV, que a su vez es desarrollado por el artículo 72 del RD 217/2008, lo que supone la transposición de los artículos 19.4 de la Directiva 2004 /39/CE y 35 y 37 de la Directiva 2006/73/CE.

Las entidades que presten servicios de inversión consistentes en el asesoramiento en materia de inversión o en la de gestión de carteras, deben obtener información sobre el cliente o el potencial cliente, en relación con los siguientes aspectos: a) sus conocimientos y su experiencia en el ámbito de inversión correspondiente al tipo de producto o de servicio concreto de que se trate; b) su situación financiera, y c) sus objetivos de inversión (art. 79.bis 6 LMV y

art. 19.4 Directiva 2004/39/ CE). Aunque la Ley no señala cuál ha de ser el origen de la información, hay que entender que la entidad debe solicitar esta información al cliente (art. 72.1^{er} párr. RD 217/2008), además de utilizar aquella que se obtenga de sus propios archivos y sea adecuada.

La obtención de esta información tiene como finalidad el que la entidad pueda recomendar al cliente los servicios de inversión e instrumentos financieros que más le convengan (art. 79 bis.6 LMV y art. 19.4 Directiva 2004/39/CE). La información relativa a la situación financiera del cliente y a los objetivos de inversión permite a la entidad prestar «recomendaciones personalizadas» de inversión, lo que constituye la nota distintiva del asesoramiento en materia de inversión (art. 63.1.g LMV y art. 5.1.g.3^{er} párr. RD 217/2008). Igual razonamiento sirve en relación con el servicio de gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión con arreglo a los mandatos conferidos por los clientes (art. 63.1.d LMV).

En relación con el primer bloque de información mencionado, el del conocimiento y la experiencia, hay que tener presente que se refiere al ámbito de inversión correspondiente al tipo de producto o de servicio concreto. Este análisis debe incluir información sobre: a) los tipos de servicios, transacciones e instrumentos financieros con que está familiarizado el cliente; b) la naturaleza, el volumen y la frecuencia de las operaciones del cliente sobre instrumentos financieros y el período durante el cual se han llevado a cabo, y c) el nivel de educación y la profesión actual y, en su caso, las profesiones anteriores que resulten relevantes (art. 74.1 RD 217/2008 y art. 37.1 Directiva 2006/73/ CE).

En todo caso, la información relacionada con los conocimientos y experiencia del cliente en el ámbito de inversión correspondiente al tipo concreto de producto o servicio, se podrá modular atendiendo a la natu-

raleza del cliente, a la naturaleza y al nivel del servicio y al tipo de producto u operación, incluyendo su complejidad y los riesgos que conlleva (art. 37.1 Directiva 2006/73/CE).

En relación con la evaluación de conveniencia, en los considerandos de la Directiva 2006/73/CE se señala que un cliente que haya iniciado una serie de operaciones en relación con un tipo específico de producto o servicio desde antes de la fecha de aplicación de la Directiva 2004/39/CE, debe suponerse que tiene la necesaria experiencia y conocimientos para comprender los riesgos que conlleva ese producto o servicio de inversión (Considerando 59). La citada consideración, a pesar de su relativo valor normativo y aunque está dirigida a la evaluación de la conveniencia, puede tenerse en cuenta para los apartados de la evaluación de idoneidad que pretendan obtener información acerca de los conocimientos y experiencia del cliente.

En el caso de clientes profesionales la entidad no tiene que obtener información sobre sus conocimientos y experiencia (art. 79 bis.6 LMV), en relación con los productos, operaciones y servicios para los cuales ha obtenido la clasificación como cliente profesional, pues en relación a ellos puede presumirse que el cliente cumple esa exigencia (art. 72.c RD 217/2008 y art. 35.2 Directiva 2006/37/CE).

La información relativa a la situación financiera del cliente o posible cliente incluirá información sobre la fuente y el nivel de sus ingresos periódicos, sus activos, incluidos activos líquidos, inversiones y bienes inmuebles, así como sus compromisos financieros periódicos (art. 72.b.2º p. RD 217/2008 y art. 35.3 Directiva 2006/73/CE). De esta información debería deducirse por ejemplo: su grado de endeudamiento y la necesidad de liquidez para hacer frente al pago de deudas, necesidades de hacer

líquido todo o parte del importe invertido para atender a alguna necesidad o si desea acumular una suma específica para una fecha concreta.

A efectos del requisito relativo a la situación financiera del cliente, cuando el servicio de inversión consista en el asesoramiento en materia de inversión a un cliente profesional *per se*, la entidad que presta el servicio de inversión puede asumir que aquél puede soportar financieramente cualquier riesgo de inversión coherente con sus objetivos de inversión (art. 72.b.1º p. RD 217/2008 y art. 35.2.2 p. Directiva 2006/73/CE), por lo que en la evaluación de idoneidad no sería necesario obtener información sobre este aspecto.

La información relativa a los objetivos de inversión del cliente o posible cliente ha de incluir información sobre el horizonte temporal deseado para la inversión, sus preferencias en relación con la asunción de riesgos, su perfil de riesgo y las finalidades de la inversión (art. 72.a RD 217/2008 y art. 35.4 Directiva 2006/37/CE). De estos datos deberían poder deducirse conclusiones como el porcentaje del capital invertido cuya pérdida estaría dispuesto a asumir el cliente.

En base al conocimiento de los datos esenciales del cliente y a la naturaleza y el alcance del servicio a prestar, la entidad que presta el servicio debe disponer de una «base razonable para pensar» que la operación específica debe recomendarse o realizarse porque cumple con los siguientes criterios: a) que es de tal naturaleza que el cliente cuenta con la experiencia y los conocimientos necesarios para comprender los riesgos que implica; b) que es de tal naturaleza que el cliente puede, desde el punto de vista financiero, asumir cualquier riesgo de inversión que sea coherente con sus objetivos de inversión; c) que responde a los

objetivos de inversión del cliente (art. 72 RD 217/2008 y art. 35.1 Directiva 2006/37/CE).

Si la entidad no obtiene la información requerida para poder evaluar la idoneidad, no debe recomendar servicios de inversión o instrumentos financieros al cliente o posible cliente (art. 79 bis.6 LMV). Aunque ni la Ley ni las Directivas lo manifiesten expresamente hay que entender, tal como se recoge en el RD 217/2008 que tampoco podría prestar el servicio de gestión de cartera (art. 72 último párr.).

El análisis de toda esta información puede ser complejo; así una operación puede resultar inadecuada a causa de los riesgos de los instrumentos financieros implicados, del tipo de operación, de las características de la orden o de la frecuencia de negociación. Una operación que resulta adecuada vista de forma aislada puede resultar inadecuada si la recomendación se realiza con una frecuencia que no favorece óptimamente los intereses del cliente. En el caso de la gestión de cartera, una operación también puede resultar inadecuada si da lugar a una cartera inadecuada (Considerando 57 Directiva 2006/73/CE).

En el servicio de gestión de cartera no basta con evaluar la idoneidad una única vez al comenzar a prestar el servicio. Si un cliente solicita al gestor de carteras un cambio en el mandato, el gestor debe obtener información adecuada para poder efectuar el cambio en línea con el régimen de idoneidad (Considerando 60 Directiva 2006/73/CE).

Ni el ordenamiento nacional ni la Directiva hacen alusión explícita a la existencia de un período de tiempo máximo desde que se evalúa la idoneidad y se presta el servicio, pero hay que tener presente que las entidades que presten servicios de inversión deben asegurarse «en todo momento» de que disponen de «toda» la información necesaria sobre sus clientes (art. 79 bis.5 LMV).

5.4. La evaluación de conveniencia

La evaluación de conveniencia es un nuevo requerimiento de la LMV, que se utiliza para valorar el conocimiento y la experiencia del cliente o posible cliente en relación con el producto o servicio de inversión ofrecido o demandado. El deber de evaluar la conveniencia viene recogida en el art. 79 bis.7 y 8 LMV y en el art. 73 del RD 217/2008, que incorporan a nuestro ordenamiento el artículo 19.5 y 6 de la Directiva 2004/39/CE, desarrollado por los artículos 36 y 37 de la Directiva 2006/73/CE.

Cuando una entidad preste servicios distintos a los de asesoramiento en materia de inversión o a los de gestión de carteras debe solicitar al cliente o al cliente potencial, que facilite información sobre sus conocimientos y experiencia en el ámbito de inversión correspondiente al tipo concreto de producto o servicio ofrecido o solicitado (art. 79 bis.7 1^{er} párr. LMV). La exigencia de la solicitud no alcanza a la situación financiera y a los objetivos del cliente, como ocurría en la evaluación de idoneidad.

La evaluación de conveniencia es de aplicación a los supuestos en que el cliente demanda la prestación de un servicio de ejecución de órdenes en que no se den las circunstancias que permitan la exención de esta evaluación y que más adelante serán señaladas.

La información que debe analizarse para poder evaluar los conocimientos y experiencia del cliente en el ámbito de inversión correspondiente al tipo concreto de producto o servicio debe comprender: a) los tipos de servicios, operaciones e instrumentos financieros con que está familiarizado el cliente; b) la naturaleza, el volumen y la frecuencia de las operaciones del cliente sobre instrumentos financieros y el período durante el cual se han llevado a cabo; c) el nivel de formación; la profesión actual o profesión anterior pertinente (art. 37.1 Directiva

2006/73/CE). Igual que en la evaluación de idoneidad, también en la evaluación de conveniencia se puede aplicar el principio de proporcionalidad, anteriormente mencionado (art. 37.1 Directiva 2006/73/CE).

La obtención de toda esta información tiene como finalidad el que la entidad pueda evaluar si el servicio o producto de inversión es adecuado para el cliente (art. 79 bis.7 LMV) y si el cliente tiene los conocimientos y experiencia necesarios para comprender los riesgos inherentes al producto o servicio de inversión ofertado o demandado (art. 73 RD 217/2008). Si en base a esa información, la entidad considera que el producto o el servicio de inversión no es adecuado para el cliente, se lo ha de advertir, pero podrá realizar la operación o prestar el servicio de inversión. Si el cliente no proporciona la información indicada o ésta es insuficiente, la entidad le debe advertir de que esa actitud le impide determinar si el servicio o producto previsto es adecuado para él. Estas advertencias a los clientes pueden realizarse en un formato normalizado (art. 79 bis.7 LMV).

En el caso de contratación telefónica, si el cliente optara por facilitar la información en ese momento, se debe estimar que la grabación de la conversación correspondiente es válida como forma de acreditar la evaluación de conveniencia. Si el cliente decidiera llevar a cabo la operación sin someterse a la evaluación de conveniencia, la contratación podría llevarse a cabo, pero realizando las advertencias correspondientes y quedando constancia en la correspondiente grabación.

En relación con la evaluación de la conveniencia, en los considerandos de la Directiva 2006/73/CE se señala que un cliente que haya iniciado una serie de negociaciones en relación con un tipo específico de producto o servicio desde antes de la fecha de aplicación de la Directiva 2004/39/CE, debe suponerse que tiene la necesaria experiencia y conocimientos para compren-

der los riesgos que conlleva ese producto o servicio de inversión (Considerando 59 Directiva 2006/73/CE). No se concreta el número mínimo de operaciones que deben componer la serie, ni la antigüedad de las mismas. En todo caso, con independencia de su relativo valor normativo, este planteamiento puede facilitar la labor que han de realizar las entidades con un elevado número de clientes. En el actual momento de adaptación cada entidad podría obtener la información necesaria para la evaluación, a través de sus registros históricos en la medida que sea posible o solicitarla directamente a los clientes.

No será razonable presumir la experiencia y conocimientos del cliente si la inversión previa ha sido puntual, si ha transcurrido un lapso de tiempo prolongado desde que se realizaron las operaciones o si la entidad tiene conocimiento de determinadas circunstancias que pueden poner de manifiesto que las operaciones anteriores no eran convenientes (por ejemplo la existencia de reclamaciones).

Una vez transcurrida la fecha inicial de aplicación de la Directiva 2004/39/CE, cuando un cliente inicie una serie de negociaciones en relación con un tipo específico de producto o servicio a través de una entidad, no procede exigir que ésta haga una nueva evaluación con motivo de cada una de las operaciones, sino que será suficiente con que se lleve a cabo la necesaria evaluación de conveniencia antes de iniciar la serie de negociaciones. (Considerando 59 Directiva 2006/73/CE).

La entidad puede asumir que un cliente profesional tiene los conocimientos y la experiencia necesarios para comprender los riesgos que se derivan de aquellos servicios de inversión, tipos de operaciones o productos en los que el cliente está clasificado como cliente profesional (art. 73 RD 217/2008 y art. 36.2 Directiva 2006/73/CE), por

lo que no tendrá que realizar la evaluación (art. 79 bis.6 LMV).

Dado que la evaluación de idoneidad debe recoger información acerca de los conocimientos y experiencia del cliente en el ámbito de inversión correspondiente al tipo de producto o servicio concreto respecto a los que se está prestando el servicio de asesoramiento o de gestión de cartera (art. 79 bis.6 LMV), si la entidad pretendiera prestar un servicio de inversión distinto de los anteriores sobre los mismos o similares productos o servicios no sería necesario realizar la evaluación de conveniencia, pues la evaluación de idoneidad previa acreditaría los conocimientos y experiencia del cliente.

5.5. Operaciones exentas de evaluación

Existen unos servicios de inversión para los cuales se exceptúa la exigencia de evaluación cuando concurren determinados requisitos. Su régimen está recogido en el art. 79 bis.8 LMV, que incorpora a nuestro ordenamiento el artículo 19.6 de la Directiva 2004/39/CE, que a su vez fue desarrollado parcialmente por el artículo 38 de la Directiva 2006/73/CE.

La entidad que presta un servicio de ejecución o de recepción y transmisión de órdenes de clientes (con o sin prestación de servicios auxiliares) no tiene que solicitar al cliente la información propia de la evaluación de conveniencia, si se cumplen las siguientes condiciones: a) que la orden se refiera a instrumentos financieros no complejos; b) que el servicio se preste a iniciativa del cliente; c) que la entidad haya informado al cliente de que no está obligada a evaluar la «adecuación» del instrumento o servicio y d) que la entidad cumple las disposiciones relativas a los conflictos de interés (art. 79 bis.8 LMV).

El primer requisito consiste en que la orden se refiera a instrumentos financieros no complejos. La delimitación de este concepto adquiere una importancia fundamental. En primer término la LMV reconoce expresamente como instrumentos financieros no complejos a las acciones admitidas a negociación en un mercado regulado o en un mercado equivalente de un tercer país, a los instrumentos del mercado monetario, a las obligaciones u otras formas de deuda titulizadas salvo que incluyan derivados, a las participaciones en instituciones de inversión colectiva armonizadas a nivel europeo y, por último, la LMV concluye esta relación con la expresión «y a otros instrumentos financieros no complejos».

La Ley consciente de la trascendencia de la adecuada delimitación de esta expresión, recoge una descripción positiva en base a enumerar una serie de requisitos que deben concurrir en un instrumento (distinto a los ya señalados) para que sea no complejo y una enumeración excluyente, en la que se señalan instrumentos financieros que no se consideran no complejos.

Se estiman como instrumentos financieros no complejos, además de los indicados expresamente como no complejos, aquellos en los que concurren las siguientes condiciones: i) que existen posibilidades frecuentes de venta, reembolso u otro tipo de liquidación a precios públicamente disponibles para los miembros en el mercado y que sean precios de mercado o precios ofrecidos, o validados, por sistemas de evaluación independientes del emisor; ii) que no impliquen pérdidas reales o potenciales para el cliente que excedan del coste de adquisición del instrumento; iii) que exista a disposición del público información suficiente y comprensible sobre sus características, de modo que a un cliente minorista medio le permita emitir un juicio fundado

para decidir si realiza una operación en ese instrumento.

Para precisar más la delimitación de los instrumentos no complejos, la LMV enumera los siguientes instrumentos financieros que no se han de considerar no complejos y que son los siguientes: i) los valores que dan derecho a adquirir o a vender otros valores negociables o que dan lugar a su liquidación en efectivo, determinada por referencia a valores negociables, divisas, tipos de interés o rendimientos, materias primas u otros índices o medidas, y ii) los instrumentos financieros que comprendidos en el ámbito de la LMV no son valores negociables, es decir: los contratos de opciones, futuros, permutas, acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de instrumentos financieros derivados relacionados con diferentes subyacentes (descritos en el art. 2 ap. 2, 3, 4, 5 y 8 LMV), los instrumentos financieros derivados para la transferencia del riesgo de crédito (art. 2 ap. 6 LMV) y los contratos financieros por diferencias (art. 2 ap. 7 LMV).

En relación con la delimitación de los productos financieros, hay que llamar la atención sobre el desconcierto que puede producir a los clientes el observar cómo determinados productos bancarios y de seguros pueden ser sustitutivos de instrumentos financieros comprendidos dentro del ámbito de aplicación de la LMV e incluso ser distribuidos por los mismos o muy cercanos canales comerciales y sin embargo no estar sometidos a deberes semejantes, tal como ocurre con el deber de evaluación.

La segunda condición para que no sea necesario evaluar la conveniencia es que el servicio se preste a iniciativa del cliente. La Directiva 2004/39/CE considera que todo servicio se presta a iniciativa de un cliente, salvo que el cliente lo solicite en respuesta a una comunicación personalizada, proce-

dente o por cuenta de la empresa a ese cliente concreto, que contenga una invitación o pretenda influir en el cliente con respecto a un instrumento financiero específico o una operación específica. Un servicio puede considerarse prestado a iniciativa del cliente «a pesar de que el cliente lo solicite basándose en cualquier tipo de comunicación que contenga una promoción u oferta de instrumentos financieros, realizada por el medio que fuere, que por su propia naturaleza sea general y esté dirigida al público o a un grupo o categoría de clientes o posibles clientes más amplio». (Considerando 30 Directiva 2004/39/CE).

La tercera exigencia se refiere al deber que tiene la entidad de informar al cliente con claridad de que no está obligada a evaluar la adecuación del instrumento ofrecido o del servicio prestado (evaluación de conveniencia) y que, por tanto, el cliente no goza de la protección que se derivaría de esta actuación. Esta advertencia puede realizarse en un formato normalizado.

Por último, el cuarto requisito consiste en que la entidad cuente con medidas administrativas y de organización adecuadas para evitar que los posibles conflictos de interés perjudiquen a sus clientes y medidas de control de las operaciones que realicen, con carácter personal, los miembros de sus órganos de administración, empleados, agentes y demás personas vinculadas a la empresa, cuando tales operaciones puedan entrañar conflictos de interés o vulnerar, en general, lo establecido en la LMV (art. 79. bis.8.d, remitiéndose al art. 70 ter.1.d) y a la letra d) del ap. 1 del art. 70, que no existe).

6. CONSIDERACIONES FINALES

Los plazos para incorporar y aplicar la normativa MiFID al ordenamiento español fueron incumplidos, pero junto a este hecho se produjo el extraño fenómeno, oportuna-

mente alentado por la CNMV, consistente en que las entidades que prestan servicios de inversión elaboraron planes de adaptación y comenzaron su implantación antes de la entrada en vigor del texto legal, dando lugar así a una especie de eficacia directa voluntaria de la Directiva. Estas entidades deben culminar el proceso de adaptación de sus estatutos, programas de actividades y reglamentos internos de conducta en los próximos meses.

La incorporación a la LMV de un amplio conjunto de deberes tuitivos hacia los clientes tiene como objetivos el reforzar y el adecuar el sistema de protección de los inversores frente a los cambios estructurales que se contemplan en los mercados de valores. Dentro de este capítulo de deberes, los de clasificación y evaluación de los clientes son el punto de partida para una adecuada aplicación de los demás. Como consecuencia de la clasificación y evaluación se podrá graduar el nivel de protección a las características y, en su caso, a la voluntad del cliente y obtener la información necesaria para

valorar la idoneidad y conveniencia de los productos y servicios de inversión.

Estas exigencias no deben concebirse ni presentarse como un trámite burocrático, sino como un valor añadido que se incorpora a un producto más personalizado; aunque también hay que ser conscientes de que la aplicación responsable de esta normativa implica una limitación en la oferta potencial de productos y servicios en general y una mayor dedicación de recursos personales y económicos. Tampoco hay que olvidar que la falta de adecuado cumplimiento conlleva la correspondiente responsabilidad.

Los clientes-inversores deben tomar conciencia de las consecuencias que comporta su clasificación en una categoría y de la trascendencia de actos como la solicitud de reclasificación o el suministrar información veraz sobre ellos mismos. La necesaria labor de divulgación y concienciación sobre estas materias compete tanto a la CNMV como a todos los intervinientes en los mercados.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- CACHON BLANCO, J.E. (1994): «El principio jurídico de protección al inversor en valores mobiliarios: aspectos teóricos y prácticos», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 55: 635-685.
- CRESPO RODRÍGUEZ, M. (2007): «Normas de conducta, protección del inversor e integridad de los mercados», en URIA, F. (coord.): *Régimen Jurídico de los Mercados de Valores y de las Instituciones de Inversión Colectiva*, La Ley: 229-300, Madrid.
- ENTRENA PALOMERO, C. (2002): «La protección del inversor en el Mercado de Valores español», *Cuadernos de Derecho y Comercio*, 38:147-177.
- FERNÁNDEZ PEREZ, N. (2000): «La Protección Jurídica del Accionista Inversor», *Revista de Derecho de Sociedades*, Serie Monografías, 14, Aranzadi, Pamplona.
- FERNÁNDEZ DE ARAOZ GOMEZ-ACEBO, A. (1999): «La protección del inversor y la responsabilidad administrativa de los administradores y directivos por infracciones de la normativa del Mercado de Valores», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 76: 65-133.
- FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS (2007): «Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos» (2007) (Informe completo), *Papeles de la Fundación*, 21, Fundación de Estudios Financieros, Madrid.
- PETIT LAVAL, M.V. (2004): «La creación de los comisionados para la protección de los clientes de servicios financieros», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 96: 35-55.
- PUYALTO FRANCO, M.J. (2003): «La protección del cliente de servicios financieros en la Ley 44/2002, de 22 de noviembre de Medidas de Reforma del Sistema financiero», *Revista Española de Seguros*, 116: 465-499.
- SÁNCHEZ ANDRES, A. (1999): «La protección del inversor y el fondo de garantía de inversiones», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 75: 111-130.
- TAPIA HERMIDA, A.J. (1993): «Las normas de actuación en los mercados de valores», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 50: 315-360.
- (1995): «Las normas de protección de la clientela en el mercado de valores: la Orden de 25 de octubre de 1995», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 60: 1160-1169.
- (1996): «Las normas de protección de la clientela en el mercado de valores», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 63: 561-607.
- TEJERA GIMENO, M.C. (2007): «Instrumentos de protección de los derechos de los inversores», en URIA, F. (coord.): *Régimen Jurídico de los Mercados de Valores y de las Instituciones de Inversión Colectiva*, La Ley: 707-783, Madrid.
- TRIAS SAGNIER, M. (2000): «El sistema de protección del accionista inversor», *Revista de Derecho de Sociedades*, 14: 197-252.
- URIA FERNÁNDEZ, F. (2007): «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», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 106: 41-81.