

MiFID II: ¿QUÉ HAY DE NUEVO EN MATERIA DE INFORMACIÓN AL INVERSOR?*

Alicia Agüero Ortiz**
*Centro de Estudios de Consumo
Universidad de Castilla - La Mancha*

Fecha de Publicación: 5 de Octubre de 2017

A lo largo de este trabajo analizaremos las novedades introducidas en materia de obligaciones informativas por MiFID II y el Reglamento delegado 2017/565 de la Comisión de 25 de abril de 2016 por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión y términos definidos a efectos de dicha Directiva (en adelante, “RCMiFID II”); respecto al régimen previsto en MiFID y 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 (en adelante, “DAMiFID”).

* Trabajo realizado en el marco de la ayuda para la Formación de Profesorado Universitario del Ministerio de Educación Cultura y Deporte (Ref. FPU014/04016); y de la Ayuda del Programa Estatal de Fomento de la Investigación Científica y Técnica de Excelencia (Subprograma Estatal de Generación de Conocimiento) del Ministerio de Economía y Competitividad, otorgada al Grupo de investigación y Centro de investigación CESCO, dirigido por el Prof. Ángel Carrasco Perera, de la UCLM, ref. DER2014-56016-P.

** ORCID ID: 0000-0003-2794-9200; alicia.aortiz@uclm.es.

1. Alcance subjetivo de las obligaciones de información

Las normas sobre las obligaciones de información bajo el paquete MiFID resultaban de aplicación exclusivamente a las comunicaciones dirigidas a inversores minoristas (arts. 27.1; 29.1; 30.1; 32 y 33 DAMiFID). Tan sólo se extendían las obligaciones de información a los inversores profesionales en relación con la información sobre los instrumentos financieros, pudiendo ser esta información menos exigente que la provista a inversores minoristas (art. 31 DAMiFID). No obstante, el RCMiFID II extiende el ámbito subjetivo de aplicación de estas obligaciones a las comunicaciones con inversores profesionales y contrapartes elegibles¹, con algunas excepciones. En concreto, el art. 48.1.II RCMiFID II permite a las ESIs pactar con sus clientes profesionales la aplicación de limitaciones a las obligaciones de información sobre costes², excepto cuando presten servicios de asesoramiento en materia de inversión o gestión de carteras o cuando el instrumento financiero contenga derivados implícitos. Similarmente, podrán acordar estas limitaciones cuando presten servicios de inversión a contrapartes elegibles, con la excepción de que el instrumento financiero incluya un derivado y la contraparte elegible pretenda ofrecerlo a sus clientes (art. 48.1.III RCMiFID II). Además, de conformidad con el art. 61 RCMiFID II los requisitos aplicables a la información sobre la salvaguarda de los instrumentos financieros o fondos (art. 49 RCMiFID II) y sobre la ejecución de órdenes no relacionadas con la gestión de carteras (art. 59 RCMiFID II) podrán inaplicarse a las contrapartes elegibles si las ESIs celebraran con estos clientes acuerdos para determinar el contenido y frecuencia de tal información.

2. Calidad de la información

Tanto el art. 19.2 MiFID como el art. 24.3 MiFID establecían que toda la información facilitada por las empresas de servicios de inversión (en adelante, “ESIs”) debía ser imparcial, clara y no engañosa. Para ello, debía presentarse de forma comprensible para cualquier integrante medio del grupo de destinatarios e indicar los riesgos pertinentes, sin ocultarlos o minimizarlos (art. 27.2 DAMiFID y art. 44.2 RCMiFID II). Merece la pena destacar que el art. 19.3 MiFID no exigía que la información fuera

¹ Vid. Considerando 74 RCMiFID II.

² Por ejemplo, podrán acordar no facilitar la ilustración que muestre el efecto acumulado de los costes sobre la rentabilidad o una indicación de la divisa de que se trate y los costes y tipos de conversión aplicables, si cualquier parte de los costes y gastos totales se expresa en una moneda extranjera (considerando 74 RCMiFID II).

entregada con antelación suficiente, aunque sí se previera en la DAMiFID, lo que ha sido subsanado e incorporado al art. 24.4 MiFID II.

El RCMiFID II refuerza estas previsiones exigiendo que el tamaño de la letra de las indicaciones o advertencias de riesgo sean como mínimo del tamaño de la fuente utilizada para el resto del documento, ubicándose de manera visible (44.2.c RCMiFID II). Además, todos los documentos informativos y publicitarios se habrán de presentar en la misma lengua, salvo que el cliente haya autorizado la recepción en lenguas distintas (44.2.f RCMiFID II), y deberá estar oportunamente actualizada (44.2.g RCMiFID II). Por lo demás, cuando se incorporen datos sobre resultados futuros, tal información deberá basarse en escenarios de resultados correspondientes a diferentes condiciones de mercado, tanto negativas como positivas, y deberá reflejar la naturaleza y los riesgos específicos de los instrumentos (44.6.d RCMiFID II).

3. Información sobre los instrumentos financieros

Con carácter general, la información sobre los instrumentos financieros debía contener una descripción de la naturaleza y riesgos del producto (art. 31.1 DAMiFID), además de esto, el art. 48.1 RCMiFID exige ahora que se entregue una explicación del funcionamiento del producto y los resultados del instrumento financiero en diferentes condiciones de mercado, tanto positivas como negativas (escenarios de comportamiento). El 31.2 DAMiFID desarrollaba el contenido preceptivo que debía contener la información sobre los instrumentos financieros³. En este sentido, el art. 48.2 RCMiFID II introduce la necesidad de que dicho contenido incluya una explicación sobre los riesgos asociados a la insolvencia del emisor o a eventos conexos, como la recapitalización interna (art. 48.2.a RCMiFID II); así como información sobre los obstáculos o restricciones para la desinversión, como en el caso de los instrumentos ilíquidos o con un plazo de inversión fijo, indicando los posibles métodos de salida y las consecuencias de ella, las posibles limitaciones y el plazo estimado para poder vender ese instrumento financiero recuperando los costes iniciales de la operación (art. 48.2.c RCMiFID II). Asimismo, si el instrumento hubiera sido objeto de una oferta al público y se hubiera publicado un folleto en aplicación de la

³ Una explicación del apalancamiento y el riesgo de pérdida total de la inversión; la volatilidad del precio y cualquier limitación del mercado en el que puedan negociarse; la posibilidad de que el inversor asuma otros compromisos financieros y obligaciones adicionales; y cualquier margen obligatorio u obligación similar.

Directiva 2003/71/CE, la ESI deberá informar del lugar⁴ en que se haya puesto a disposición del público (art. 48.3 RCMiFID II).

Para el caso de que los instrumentos financieros incorporen una garantía, sea de tercero o no (a diferencia del antiguo art. 31.5 DAMiFID), deberá entregarse información sobre la garantía y el garante, especificando el art. 48.5 RCMiFID II que dicha información incluirá explicaciones sobre el alcance y naturaleza de tal garantía o protección de capital.

En relación con los instrumentos financieros compuestos de dos o más instrumentos o servicios financieros distintos, deberá ahora entregarse una descripción adecuada de la naturaleza jurídica del instrumento financiero, de sus componentes y de la forma en que la interacciones de aquellos inciden en los riesgos de la inversión (art. 48.4 RCMiFID II). En la DAMiFID tan sólo se exigía esta información cuando los riesgos asociados al instrumento compuesto fueran mayores a los riesgos de los componentes por separado (art. 31.4 DAMiFID). En este contexto, ESMA publicó el 11 de julio de 2016 las “Directrices sobre prácticas de venta cruzada”⁵, en las que distingue dos tipos de venta cruzada: “paquete combinado” en el que el cliente tiene la opción de adquirir sus componentes por separado; y “paquete vinculado” cuyos componentes no son adquiribles por separado. En virtud de estas directrices, la ESI deberá informar claramente si los distintos componentes pueden ser adquiridos por separado no y del precio de paquete y de cada componente por separado. Adicionalmente, deberá informarse de las características y riesgos del producto en su conjunto y de los componentes por separado. Si el paquete fuera combinado, el cliente deberá seleccionar activamente los productos que desea adquirir, por lo que no podrán utilizarse casillas premarcadas.

4. Información sobre gastos y costes

El art. 50.5 RCMiFID II amplía significativamente las obligaciones informativas en materia de costes y gastos respecto a la prevista en el art. 33 DAMiFID. En primer lugar, se matiza cuán deberá entregarse información sobre los costes del producto y los costes del servicio de inversión prestado, y cuándo deberá entregarse información sobre estos últimos costes. En concreto, las ESIs deberán entregar la información relativa a los costes del producto y del servicio de inversión o auxiliar, con la debida

⁴ Y no “el momento”, como establecía el art. 31.3 DAMiFID.

⁵ Disponible en: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015-1861_final_report_-_guidelines_on_cross-selling_practices.pdf

antelación, cuando recomienden o vendan instrumentos financieros; o cuando presten servicios de inversión por los que estén obligadas a entregar el KII de un OICVM o el KID de PRIIPs. En otro caso, las ESIs vendrán obligadas únicamente a entregar información, con la debida antelación, relativa a los costes del servicio de inversión o auxiliar prestado (art. 50.6 RCMiFID II). Además, regula qué ESI habrá de prestar esta información cuando concurren varias. En particular, si son varias las ESIs que prestan servicios de inversión o auxiliares al cliente, cada una de ellas deberá entregar la información sobre los costes de los servicios que le preste. Ahora bien, si una ESI recomienda o vende a sus clientes los servicios prestados por otra, deberá agregar la información sobre los costes propios y los de la otra empresa (art. 50.7 RCMiFID II). Otra novedad esencial es la introducción de la obligación de entregar información anual y personalizada sobre los gastos reales en que haya incurrido el cliente respecto a los instrumentos y los servicios prestados, siempre que hayan mantenido una relación continua con el cliente durante el año (art. 50.9 RCMiFID II)⁶.

En relación con el contenido de la información sobre los costes de los servicios de inversión, se exige ahora que incluya los costes cobrados por terceros a los que el cliente haya sido dirigido por la ESI, mostrándolos de forma separada. Asimismo, deberá informarse de los pagos percibidos de terceros por las ESIs en relación con el servicio de inversión prestado a un cliente, que figurarán desglosados por separado y el total de los costes y gastos agregados se expresará tanto en forma de importe de efectivo como en porcentaje (art. 50.2 RCMiFID II). Por otro lado, las ESIs deberán entregar una ilustración que muestre el efecto acumulado de los costes sobre la rentabilidad de la inversión, tanto con carácter *ex ante* como *ex post*, y deberá incluir cualquier subida o fluctuación prevista de los costes (art. 50.10 RCMiFID II).

Respecto al cálculo de los gastos, cuando deba efectuarse sobre una base *ex ante*, las ESIs utilizarán los costes realmente soportados como aproximación de los costes y gastos previstos. Si los costes reales no están disponibles, deberá realizar estimaciones razonables de estos costes y deberán reexaminar las hipótesis asumidas a la luz de la experiencia posterior, reajustándolas de ser necesario (art. 50.8 RCMiFID II). En este sentido, la información podrá basarse en un supuesto importe de inversión salvo,

⁶ Las ESIs podrán entregar esta información junto con otra información periódica que deban entregar a sus clientes (art. 50.9.II RCMiFID II). El primer informe *ex post* deberá entregarse, al menos, transcurridos 12 meses; pero si la relación finaliza durante 2018, deberá entregarse al finalizar ese periodo. Si parte del periodo estaba sujeto a los requisitos MiFID, las ESIs podrán elegir entre informar de los costes de conformidad con MiFID II, haciendo un esfuerzo, o dividir el periodo de conformidad con los dos regímenes aplicables. “Q&A on MiFID II and MiFIR investor protection topics” de 3 de octubre de 2017, §21 pág. 75. Disponible en: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-349_mifid_ii_qas_on_investor_protection_topics.pdf

naturalmente, en el caso de las comunicaciones posteriores que deberán reflejar el importe real de la inversión del cliente (considerando 78 RCMiFID II).

5. Información al prestar un servicio de asesoramiento en materia de inversión

Dado que el art. 24.7 MiFID II crea el concepto de servicio de asesoramiento independiente (inexistente en MiFID), se establecen nuevas obligaciones de información al prestar tal servicio [art. 24.4.a) MiFID II y art. 52 RCMiFID II]. En consecuencia, al prestar un servicio de asesoramiento en materia de inversión, las ESIs deberán explicar de manera clara y concisa si el asesoramiento es independiente o no y por qué, las diferencias entre ambos servicios y, especialmente, cuando se preste asesoramiento independiente, deberá explicarse la prohibición de que la ESI reciba y conserve incentivos (art. 52.1 RCMiFID II). Las ESIs no podrán destacar en sus comunicaciones que prestan servicios de asesoramiento independiente cuando al cliente al que se dirigen le presten un servicio de asesoramiento no independiente (art. 52.1 RCMiFID II *in fine*). En todo caso, deberán explicar al cliente la gama de instrumentos que puedan ser recomendados y la relación que mantienen con los emisores o proveedores de los instrumentos (art. 52.2 RCMiFID II), y facilitarán una descripción de los tipos de instrumentos financieros tomados en consideración y proveedores analizados por cada tipo de instrumento (art. 52.3 RCMiFID II).

Si el servicio de asesoramiento fuera independiente, deberán explicar de qué forma el servicio cumple con las condiciones para ello y los factores considerados en el proceso de selección de productos recomendables (art. 52.3 RCMiFID II). Si la gama de productos recomendados incluye productos propios o de terceros con los que la ESI tenga relación, y productos de proveedores ajenos, se presentarán de forma separada (art. 52.4 RCMiFID II).

En íntima relación con la evaluación de idoneidad, se introduce ahora la obligación de entregar un informe de idoneidad que resuma el asesoramiento proporcionado y una explicación de los motivos por los que la recomendación es idónea para dicho cliente, especificando el modo en que responde a sus objetivos y circunstancias personales, en relación con el plazo de la inversión, sus conocimientos y experiencia, su actitud frente al riesgo y su capacidad de asumir pérdidas (art. 54.12.I RCMiFID II).

Asimismo, deberá informar la ESI de si proporcionará una evaluación periódica de la idoneidad de los instrumentos financieros recomendados [art. 24.4.a) iii) MiFID II], en

cuyo caso, deberá informar de la frecuencia (al menos una vez al año⁷) y alcance de esta evaluación periódica (art. 52.5 RCMiFID II). Aun cuando la ESI no se obligue a prestar este servicio al cliente, deberá informarle de que es posible que los instrumentos recomendados puedan requerir que el cliente minorista solicite un reexamen periódico de lo acordado entre ellos.

6. Obligación de registro de todas las comunicaciones

El art. 16. 6 y 7 MiFID II extiende notablemente la obligación de registro de todos los servicios, «actividades», y operaciones contenida en el antiguo art. 13.6 MiFID. A partir de la entrada en vigor de MiFID II las ESIs deberán incluir en este registro las grabaciones de las conversaciones telefónicas o comunicaciones electrónicas relativas “al menos” a las operaciones realizadas por cuenta propia y la prestación de servicios relacionados con la recepción, transmisión y ejecución de órdenes de clientes, incluso cuando estas conversaciones no den lugar a la realización de las operaciones o la prestación de servicios. Para ello deberán grabar las conversaciones⁸ -incluso internas⁹- y advertir de ello a sus clientes. Asimismo, deberán registrarse las comunicaciones cara a cara, debiendo incluir: la fecha, hora y lugar de las reuniones; la identidad de los asistentes; el promotor de la reunión; y la información pertinente sobre la orden del cliente, incluidos el precio, volumen, tipo de orden y momento en que se transmitirá o ejecutará (arts. 16.7.VII MiFID II y 76.9 RCMiFID II).

7. Obligación de entregar informes

Los cambios más relevantes en esta materia se producen en torno a la prestación del servicio de gestión de carteras (arts. 41 y 42 DAMiFID; y 60 y 61 RCMiFID II), y la información sobre los estados de los instrumentos financieros o fondos de los clientes (art. 43 DAMiFID y 63 RCMiFID II).

⁷ Art. 54.13 RCMiFID II.

⁸ En soporte duradero que permita su reproducción o copia y que deberá conservarse en un formato que no permita que se modifique o suprima la grabación original (art. 76.10 RCMiFID II).

⁹ Art. 76.4 RCMiFID II y “Q&A on MiFID II and MiFIR investor protection topics” de 3 de octubre de 2017, §11 pág. 38. Disponible en: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-349_mifid_ii_qas_on_investor_protection_topics.pdf

Respecto al informe sobre el estado periódico de las gestiones realizadas en la cartera, el art. 60.3 RCMiFID II reduce la periodicidad prevista en el art. 41.3 DAMiFID de semestralmente a trimestralmente, salvo que: (i) el cliente opte por recibir la información sobre las operaciones ejecutadas por operación, en cuyo caso deberá remitirse anualmente (arts. 41.3.b DAMiFID y 60.3.b RCMiFID II); (ii) el acuerdo autorice una cartera apalancada, en cuyo caso el informe deberá facilitarse mensualmente (arts. 41.3.c DAMiFID y 60.3.c RCMiFID II); o (iii) la ESI ofrezca el acceso a un sistema en línea susceptible de ser considerado soporte duradero en el que se pueda acceder fácilmente a las valoraciones actualizadas de la cartera del cliente y a la información sobre los instrumentos financieros y fondos de los clientes, y siempre que la ESI tenga pruebas de que el cliente ha accedido a una valoración de su cartera al menos una vez durante el trimestre del que se trate (nueva excepción introducida por el 60.3.a RCMiFID II). Además, las ESIs deberán informar a sus clientes cuando el valor global de la cartera se deprecie en un 10% y, a sus clientes minoristas cuyas carteras incluyan posiciones en instrumentos financieros apalancados u operaciones que impliquen pasivos contingentes, cuando el valor inicial de cada instrumento se deprecie en un 10% (art. 62 RCMiFID II).

Igualmente, el plazo de remisión del estado de instrumentos o fondos del cliente (arts. 43 DAMiFID y 63 RCMiFID II) se reduce de un año a tres meses, permitiendo que el cliente solicite que se remita con mayor frecuencia (abonando un coste comercial), no estando la ESI obligada a entregarlo si el cliente puede acceder y ha accedido en el trimestre a la información el estado de sus instrumentos o fondos a través de un sistema en línea ofrecido por la ESI. Además de la información exigida por el art. 43.2 DAMiFID¹⁰, el estado deberá contener: una indicación clara de qué activos o fondos están sujetos a MiFID II y sus medidas de ejecución y cuáles no, como aquellos que estén sujetos a acuerdos de garantía financiera con cambio de titularidad; una indicación clara de qué activos están afectados por algunas peculiaridades en lo que atañe a su propiedad (v.gr. debido a un derecho de garantía); y el valor de mercado o estimado de los instrumentos financieros incluidos en el estado, indicando claramente que el hecho de que no exista precio de mercado puede ser indicativo de falta de liquidez (art. 63.2 RCMiFID II).

¹⁰ Los datos de todos los instrumentos financieros y fondos mantenidos por la ESI por cuenta del cliente; en qué medida han sido objeto de operaciones de financiación de valores; la cuantía de cualquier beneficio devengado a favor del cliente por la participación en operaciones de financiación de valores y la base de devengo de tal beneficio.