

Grado en: Derecho  
Facultad de Derecho  
Universidad de La Laguna  
Curso 2018 / 2019  
Convocatoria: julio

# **Las retrocesiones, una práctica habitual entre los prestadores de servicios financieros.**

The retrocessions, a common practice done by financial service providers.

Realizado por la alumna: Dña. Eugenia Beatriz Juan Rodríguez

Tutorizado por la Profesora: Dña. Lourdes Verónica Melero Bosch

Departamento: de Derecho público y privado especial y Derecho de la empresa

Área de conocimiento: Derecho Mercantil



## ABSTRACT

The object of study of this project, as it is indicated in the title, are the so-called retrocessions. A type of traditional practice among investment service providers, which after the entry of the MiFID II directive, has been greatly limited.

To fulfill this objective, it is necessary to take some steps back in the theory and configuration of the financial market. For this reason, the first part is dedicated to take a brief look of the Law of this market, the principles that govern it and its main characteristics. Afterwards, it would be brought into focus the stock market, and more specifically, the investment services and the subjects that participate in them. Finally, once the functioning of this market has been understood, it will be explained what the retrocessions are, what they imply, which problems cause their practice in the financial negotiation and which future will they have after MiFID II.

## RESUMEN

El objeto de estudio de este trabajo, como bien se aprecia en su título, son las denominadas retrocesiones. Un tipo de práctica tradicional entre los prestadores de servicio de inversión, que tras la entrada en vigor de la directiva MiFID II se ha visto enormemente limitada.

Para cumplir con este objetivo es necesario dar algunos pasos atrás en la teoría y configuración del mercado financiero. Por este motivo, dedicaremos una primera parte a realizar un breve recorrido por el Derecho de este mercado, los principios que lo rigen y sus características principales. Posteriormente, nos centraremos en el mercado de valores, y más concretamente, en los servicios de inversión y en los sujetos que en ellos intervienen. Para finalmente, una vez se ha entendido el funcionamiento de este mercado, explicar qué son la retrocesiones, qué implican, qué problemas ocasiona su práctica en la negociación financiera y cuál será su futuro tras MiFID II.



## **Índice:**

	Pág.
1. Introducción.....	5
2. El Derecho del mercado financiero: una aproximación.....	6
2.1. Principios que rigen el mercado financiero.....	6
2.2. Modalidades de asignación del ahorro: el mercado de crédito y el mercado de valores.....	8
3. Los servicios de inversión.....	9
3.1. ¿Qué son y en qué consisten los servicios bancarios y de inversiones?.....	10
3.2. ¿Qué entidades pueden prestarlos?.....	11
4. Sujetos del mercado financiero.....	14
4.1. El inversor (distinción de la noción de cliente y clases).....	14
4.2. El intermediario o asesor (entidad financiera o banco).....	16
4.3. El emisor.....	17
5. La protección del consumidor en el Derecho del mercado financiero.....	17
6. Las retrocesiones en el mercado financiero.....	20
6.1. Concepto.....	20
6.2. La existencia de un conflicto de intereses.....	22
7. Fondos de inversión y gestión de carteras.....	23
7.1. Los fondos de inversión (FI).....	23
7.2. La gestión de carteras.....	25
7.3. ¿Cómo se producen y afectan las retrocesiones a este tipo de servicios?.....	28
8. Evolución de la protección del inversor: Comparativa de MiFID I (Directiva 2004/39/CEE) y MiFID II (Directiva 2014/65/UE).....	30
8.1. MiFID I.....	30
8.2. MiFID II.....	33



9. La protección que ofrece MiFID II al inversor respecto de este tipo de prácticas.....	37
9.1. Obligaciones que dicha normativa impone a los prestadores de servicios de inversión.....	37
9.2. ¿La transparencia y la información como una solución efectiva a este problema?.....	41
10. Perspectiva práctica del futuro de las retrocesiones: eliminación o pervivencia.....	43
11. Las consecuencias jurídicas de las retrocesiones: el control de la CNMV.....	47
12. Las retrocesiones y su futuro en el resto de Europa desde la entrada de MiFID II: los casos de Holanda y Reino Unido.....	50
13. Conclusiones.....	53
14. Bibliografía básica.....	56



## **1. Introducción**

Las retrocesiones, designadas en ocasiones bajo la denominación común de “retros” por aquellos que las realizan, constituyen una practica muy tradicional entre los prestadores de servicios de inversión, que consiste básicamente en la percepción de una comisión o incentivo por el distribuidor del servicio de inversión, que le cede la gestora por su labor comercializadora.

Seguramente, la mayoría de personas no profesionales en la materia que oyesen este término lo desconocerían, lo que todavía podríamos considerar normal. Lo sorprendente es que probablemente tampoco sabrían a que me refiero aquellos que hacen uso de estos servicios, destinando parte de sus ahorros a la inversión a través de los fondos de inversión o la gestión de carteras, confiando, para ello, en la buena fe y buen hacer de sus entidades bancarias. Esto es lo realmente asombroso o incluso preocupante, pues son en servicios como esos o los de asesoramiento en general, donde los intermediarios, generalmente nuestras entidades bancarias, reciben grandes beneficios, que por su puesto paga el cliente y que muchas veces son incluso a costa de sus propios intereses.

Es por esta razón que la sonada Directiva de la Unión Europea, MiFID II, ha intervenido estableciendo prohibiciones, limitaciones y restricciones al cobro de este tipo de incentivos, tan desconocidos por la mayoría de usuarios.

Sin embargo, para abordar las retrocesiones es de imperiosa necesidad conocer el contexto que rodea a su práctica, por ello, antes de explicarlas realizaremos un estudio del mercado financiero, los principios que lo rigen, su funcionamiento, así como los sujetos que intervienen. Toda esta previa exposición permitirá al lector entender no solo el concepto, sino también el negocio que implica, lo problemas que conllevan y los efectos que ha supuesto la nueva normativa europea en la materia. A partir de ahí, solo quedará valorar qué es más beneficioso: su eliminación o su pervivencia.



## 2. El Derecho del mercado financiero: una aproximación

A través de la denominación de Derecho del mercado financiero nos referimos a una rama del Derecho Mercantil, dotada de autonomía propia, que comprende el estudio del conjunto de normas que regulan los mecanismos que permiten garantizar la eficiente asignación del ahorro a la inversión, lo que es posible gracias al mercado.

Dicho mercado lo configuran cuatro elementos: los sujetos que intervienen, los instrumentos que son objeto de negociación, los contratos que tienen lugar y el propio mercado. Esta ordenación forma el sistema financiero, entendida así en palabras del propio Tribunal Constitucional (STC 133/1997), “como el conjunto de instituciones, entidades y operaciones a través de las cuales se canaliza el ahorro hacia la inversión, suministrando dinero u otros medios de pago (oferta) para financiar las actividades de los operadores económicos (demanda)”.

### 2.1. Principios que rigen el mercado financiero

Los principios a los que ahora nos referiremos constituyen en realidad orientaciones políticas, las cuales son necesarias para interpretar la cantidad y complejidad de normas que configuran el sistema financiero. Tales principios son:

El **principio de eficiencia**, lo que se traduce en la correcta asignación de los recursos financieros para cumplir los objetivos constitucionales de progreso económico y pleno empleo en una economía de mercado. Este principio se configura como un elemento cualitativo en la regulación del mercado financiero junto al Derecho común de la competencia. De esta manera, las normas que aseguran la igualdad en el acceso al mercado y el libre ejercicio de las actividades financieras deben interpretarse siempre a la luz del referido principio, lo que se traduce, en definitiva, en una serie de limitaciones a la libertad de empresa (como, por ejemplo, la intervención pública en la organización de los distintos mercados financieros), necesarias para garantizar el buen funcionamiento del mercado.



En segundo lugar, encontramos el **principio de estabilidad**, el cual viene a ser en realidad una consecuencia del anterior, ya que para mantener el normal funcionamiento del mercado financiero y proteger a los ahorradores es indispensable garantizar la estabilidad de las entidades financieras. La estabilidad, en términos económicos, supone la armonización de los objetivos de solvencia, liquidez y rentabilidad. En estos términos, es cierto que cualquier empresa rige su actuación por este principio, no obstante, en el caso de las empresas financieras la consecución de este objetivo se torna un tanto más difícil, pues en ellas la incertidumbre es mayor y el riesgo y la inestabilidad más elevado, por lo que, la pérdida de confianza en un empresa financiera puede traer como consecuencia la desaparición de la misma en otras entidades y llegar a constituir una amenaza para el conjunto del sistema financiero, lo que comporta un enorme riesgo, si tenemos en cuenta la importante función que cumplen estas, especialmente, las entidades bancarias en la economía al suministrar los medios de pago.<sup>1</sup>

A su vez, la imperiosa necesidad de que exista confianza del público (ahorradores) en las entidades financieras se traduce en el tercero de los principios, que además en referencia al objeto de nuestro trabajo, constituye un eje crucial en el *modus operandi* de este tipo de empresa. Este principio no es otro que el de **transparencia**, el cual conforma uno de los principios tradicionales de la ordenación del mercado financiero, lo que no es de extrañar, si tenemos en cuenta que una de las características básicas de éste es la existencia de una asimetría informativa entre prestadores del servicio y consumidores, lo cual impone la necesidad de proteger a este último, incluso, de su propia conducta. De lo contrario, el riesgo de las inversiones y la importancia de las pérdidas podrían llegar a generar un ambiente de desconfianza, como ha ocurrido con la crisis, cuyas consecuencias afecten al funcionamiento y continuidad del mercado. Es por este motivo que, a través de este principio, las empresas aspiran a la equidad, en otras palabras, a facilitar al inversor toda la información necesaria para permitirle tomar decisiones fundadas y racionales respecto a que instrumentos financieros adquirir o

<sup>1</sup> ZUNZUNEGUI, F., *Derecho del Mercado Financiero*, Tercera edición, Marcial Pons, Barcelona, 2005, pp. 35-38.



enajenar.<sup>2</sup> Ahora la cuestión que queda es si el inversor es capaz, así, de tomar tales decisiones, lo que analizaremos más adelante.

Junto a estos principios u objetivos generales que fundamentan la regulación actual han ido surgiendo otros para responder a las nuevas necesidades y problemas que planteaba la evolución del mercado, como fue la necesidad de dotar de mayor protección al usuario de servicios financieros o el establecimiento de requisitos y normas de conducta para acceder y ejercer esta actividad. Así mismo, la normativa europea ha aportado otros como el de libre competencia en la vida financiera o los principios que rigen la supervisión financiera, los cuales, garantizan unas condiciones de igualdad de competencia entre entidades, de tal forma que se permita el acceso libre a este mercado, siempre que se cumplan los requisitos de autorización y ejercicio de la actividad exigidos legalmente.<sup>3</sup>

## **2.2. Modalidades de asignación del ahorro: el mercado de crédito y el mercado de valores**

Dentro del sistema financiero al que ya nos hemos referidos existen dos modalidades de asignación del ahorro: la indirecta y la directa.

La indirecta, hace referencia al denominado *mercado de crédito*, en el que la banca (también las cajas de ahorro y cooperativas de crédito) actúa como intermediario entre los depositantes de fondos y las empresas necesitadas de financiación.

La directa, más conocida como el *mercado de valores*, supone la asignación directa del ahorro a la inversión mediante la realización de negocios sobre valores mobiliarios. Dentro de ésta encontramos, a su vez, el mercado primario, caracterizado por empresas que se ponen en contacto con los ahorradores para captar recursos financieros mediante la emisión de valores; y el mercado secundario o de negociación, que proporciona liquidez a los valores ya emitidos al poner en contacto a los ahorradores entre sí, para que realicen transacciones de valores. Este último cuando es oficial, como en el caso de

2 VALPUESTA GASTAMINZA, E. Contratos del Mercado de Valores, en DE LA CUESTA RUTE, J., *Derecho Mercantil*, Cuarta edición, Barcelona, Huygens, 2015, p. 442.

3 ZUNZUNEGUI, F. *Derecho del Mercado Financiero*, ob. cit., pp. 81-83.





la bolsa, es un mercado reglamentario que dispone de órganos rectores propios y en el que operan intermediarios dotados de especial cualificación, los cuales conciertan y ejecutan por cuenta de sus clientes ciertos contratos típicos.<sup>4</sup>

Aunque en la actualidad, en el seno del Derecho, se continúa distinguiendo entre normas del mercado de crédito y normas del mercado de valores, la realidad es que se tiende, desde una perspectiva subjetiva, hacia un estatuto común del conjunto de entidades financieras aplicable, tanto a las entidades bancarias, como a las de origen bursátil (las del mercado de valores). Y esto se debe a que la banca, hoy en día, goza de capacidad financiera universal, concurriendo, no solo en el tradicional mercado de crédito, sino también, en el mercado de valores, donde viene prestando todo tipo de servicios de inversión. Así, la especialización financiera en la que venía sosteniéndose tal separación entre Derecho bancario y Derecho bursátil ha perdido su fundamento al dar paso a un sistema en el que ambos mercados interaccionan y se vinculan.<sup>5</sup>

### **3. Los servicios de inversión**

En primer lugar, antes de adentrarnos en los servicios de inversión es importante hacer referencia a los denominados servicios financieros, dentro de los cuales, se integran los primeros. Así, estos servicios constituyen el objeto de las entidades que operan en el mercado financiero. En la legislación administrativa, los servicios financieros se clasifican en dos grandes grupos: los servicios bancarios y de inversiones y los servicios de seguro. Desde una perspectiva más amplia, como es la del Derecho de la UE, se considera servicio financiero *todo aquel servicio bancario, de crédito, de seguro, de jubilación, de inversión o de pago* [art. 2 b) de la Directiva 2002/65/CE]. Nosotros, teniendo en cuenta la materia de estudio de este trabajo, nos centraremos en los servicios bancarios y de inversiones.

4 VALPUESTA GASTAMINZA, E., *Contratos del Mercado de Valores*, ob. cit., pp. 447,450.

5 ZUNZUNEGUI, F., *Derecho del Mercado Financiero*, ob. cit., pp. 22-26.



### 3.1. ¿Qué son y en qué consisten los servicios bancarios y de inversiones?

Los servicios bancarios, como su propio nombre indica, son aquellos prestados por las entidades de crédito. Esto nos obliga a explicar qué son las entidades de crédito. Pues bien, se consideran como tal, todas aquellas empresas que tengan como actividad típica y habitual captar fondos del público en forma de depósito, préstamo, cesión temporal de activos financieros u otras análogas que lleven aparejada la obligación de su restitución; aplicándolos por cuenta propia a la concesión de crédito u operaciones de equiparable naturaleza.<sup>6</sup> En definitiva, las actividades que estas entidades realizan se podrían resumir en la recepción de fondos reembolsables del público para aplicarlos por cuenta propia a la concesión de crédito. Por otro lado, desde un punto de vista económico, la actividad bancaria se traduce en la coordinación de operaciones pasivas de recepción del ahorro del público con operaciones activas de inversión del ahorro recibido en una relación de mutua dependencia.<sup>7</sup>

Dicho esto, los servicios de inversión, los cuales también son prestados, no solo por entidades financieras, sino también por los bancos, como ya explicamos en anteriores apartados, aparecen regulados en el *Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores* (de ahora en adelante LMV), que los define como las actividades profesionales que pueden prestarse a terceros en el mercado en relación con los instrumentos financieros, los cuales constituyen el objeto de la negociación en el mercado (art 138.1 LMV). Algunos de estos servicios son, conforme al art. 140 LMV, los siguientes: 1) la recepción y transmisión de órdenes de clientes en relación con uno o más instrumentos financieros; 2) la ejecución de dichas órdenes por cuenta de clientes; 3) la negociación por cuenta propia; 4) la gestión de carteras; 5) la colocación de instrumentos financieros; 6) el asesoramiento en materia de inversión, entendiéndose por tal, la prestación de

<sup>6</sup> CORTÉS, L., *Lecciones de contratos y mercados financieros*, Thomson-Civitas, Madrid, 2004, p. 53.

<sup>7</sup> ZUNZUNEGUI, F., *Derecho del Mercado Financiero*, ob. cit., pp. 201-202.



recomendaciones personalizadas a un cliente, ya sea a petición de este o por iniciativa de la empresa de servicios de inversión<sup>8</sup>.

Además, existen servicios auxiliares, en los cuales no entraremos, pero que también aparecen recogidos en la LMV, en concreto en el art. 141, entre los cuales se encuentran: la custodia y administración por cuenta de clientes de instrumentos financieros, la concesión de créditos o préstamos a inversores, el asesoramiento a empresas sobre estructura de capital, estrategia industrial, etc.<sup>9</sup>

### 3.2. ¿Qué entidades pueden prestar estos servicios?

Las entidades que pueden prestar los servicios de inversión, tal y como se establece en el art. 143.1 LMV, son las empresas de servicio de inversión (ESIs), las cuales se clasifican en: sociedades de valores (SV), agencias de valores (AV), sociedades gestoras de carteras (SGC) y empresas de asesoramiento financiero (EAFI). A ello hemos de añadir las entidades de crédito (bancos, cajas de ahorro y cooperativas de crédito), que, aunque no son ESIs, también pueden realizar todos los servicios y actividades propias de las ESIs, siempre que así se recoja en su régimen jurídico, sus estatutos y tengan una autorización específica del Banco de España (art. 145 LMV).<sup>10</sup> Esta posibilidad de las entidades de crédito y, concretamente, del sector bancario tiene una enorme relevancia que no podemos pasar por alto en el caso de España y de gran parte de Europa, ya que, curiosamente, y como comprobaremos más adelante son estas entidades las que predominan en el negocio de los servicios de inversión a pesar de existir, como acabamos de estudiar, otros modelos alternativos. Esto se debe, principalmente, a que la

8 No se considera asesoramiento, por lo contrario, las recomendaciones de carácter genérico y no personalizadas que se puedan realizar en el ámbito de la comercialización de valores e instrumentos financieros. Dichas recomendaciones tendrán el valor de comunicaciones de carácter comercial. Asimismo, tampoco se considerará recomendación personalizada las recomendaciones que se divulguen exclusivamente al público [art. 140. 1 g) segundo párrafo LMV].

9 Wolters Kluwer. *Empresas de servicio de inversión*. Disponible en: [http://guiasjuridicas.wolterskluwer.es/Content/Documento.aspx?params=H4sIAAAAAAAAAEAMtMSbF1jTAAAUMjU1MztlUouLM\\_DxbIwMDCwNzAwuQQGZapUt-ckhlQaptWmJOcSoAU2U5QDUAAAA=WKE](http://guiasjuridicas.wolterskluwer.es/Content/Documento.aspx?params=H4sIAAAAAAAAAEAMtMSbF1jTAAAUMjU1MztlUouLM_DxbIwMDCwNzAwuQQGZapUt-ckhlQaptWmJOcSoAU2U5QDUAAAA=WKE)

10 CORTÉS, L., Mercado de valores (I): organización. La inversión colectiva, en MENÉNDEZ, A., ROJO, A., *Lecciones de Derecho Mercantil (Volumen II)*, Décimosexta Edición, Civitas, Navarra, 2018, p. 272.



estructura de las entidades bancarias se sustenta en una sociedad gestora, generalmente, la filial del grupo bancario y una serie de sucursales de la entidad que se encargan de colocar los productos financieros de la primera; siendo esta estructura la que posibilita el negocio que a día de hoy ostentan los bancos y la que da la bienvenida a lo que más adelante explicaremos: las retrocesiones.

Por otro lado, es importante puntualizar que, aunque estas empresas (las ESIs), como bien empezamos diciendo, estén autorizadas para realizar diversas actividades relacionadas con los mercados de valores (como son las mencionadas en el apartado anterior), ello no significa que puedan realizarlas todas, en otras palabras, según el tipo de empresa que sean podrán prestar unos servicios u otros. Para mayor claridad, en la siguiente tabla se muestra un ejemplo de cuáles son los servicios que pueden prestar según su tipología:

Tipo de ESI Funciones	Sociedad de valores (SV)	Agencia de Valores (AV)	Gestora de Carteras (SGC)	Empresa de asesoramiento financiero (EAFI)
Recepción, ejecución y transmisión de órdenes por cuenta de terceros	Sí	Sí	No	No
Negociación por cuenta propia	Sí	No	No	No
Gestión de carteras	Sí	Sí	Sí	No
Concesión de créditos y préstamos	Sí	No	No	No
Asesoramiento a empresas	Sí	Sí	Sí	Sí

Fuente: elaboración propia a partir de datos de la CNMV.

Dicho esto, para poder recibir tal autorización y poder operar en el mercado de valores prestando algunos de los servicios a los que hemos venido haciendo referencia, es necesario cumplir una serie de requisitos específicos, que lo que hacen, precisamente teniendo en cuenta los principios antes estudiados, es garantizar la solvencia financiera de la entidad y su capacidad para prestar los referidos servicios. Estos requisitos se recogen en los arts. 14 y ss. del *Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el*



*régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión* y algunos de ello son:

- tener por objeto social exclusivo la realización de las actividades que sean propias de las empresas de servicio de inversión.
- revestir la forma de sociedad anónima (S.A) o sociedad de responsabilidad limitada (S.L), constituida por un tiempo indefinido, con una denominación conforme a lo previsto en el art. 144.2 LMV y cuyas acciones o participaciones tenga carácter nominativo.
- poseer un capital social mínimo y unos fondos propios, no inferiores a los exigidos legalmente, esto es, de entre 100.000 a 2.000.000 de euros según el tipo de sociedad de inversión (art. 190. 1 LMV). Además, este capital deberá estar desembolsado íntegramente y en efectivo, cuando se trate de nueva creación.
- contar con un consejo de administración compuesto por un mínimo de tres miembros, a excepción de las EAFIs que sean persona jurídica, que podrán dotarse de un órgano de administración compuesto por un número inferior de miembros. En relación a ello, se recoge, también, la necesidad de que dichos miembros sean personas de reconocida honorabilidad empresarial o profesional<sup>11</sup> y posean conocimientos y experiencias suficientes sobre los mercados de valores (condición que se cumple cuando la persona ha desempeñado durante al menos tres años funciones de alta administración, dirección, control o asesoramiento de entidades financieras, o bien funciones de responsabilidad parecidas en otras entidades públicas o privadas de tamaño similar a la empresa en la que se pretende actuar).

Además de estos requisitos, la legislación obliga a las ESIs a disponer de una buena organización administrativa y contable, que permita contar, no solo con los medios técnicos y humanos adecuados al tipo de actividades que se pretenden realizar, sino

<sup>11</sup> La “honorabilidad profesional” es una condición que deben cumplir los miembros del Consejo de Administración, los directores generales de la entidad y también los socios con participaciones significativas (de al menos un 5% del capital), que supone que la persona ha tenido una trayectoria personal de respeto a las leyes y a las buenas prácticas comerciales y financieras. Se entiende que carecen de esta condición las personas que se encuentre en España o en el extranjero en quiebra o concurso de acreedores sin haberse rehabilitado, incurso en un procedimiento judicial, tengan antecedentes penales por delitos contra la Hacienda pública, de falsedad o de infidelidad en la custodia de documentos; o estén inhabilitados o suspendidos para ejercer cargos públicos o de administración y dirección de entidades financieras.



también, con procedimientos de control interno y seguridad que garanticen el desarrollo de la actividad de manera segura, diligente y ordenada [art 193 LMV y 14.1 h) del Real Decreto 217/2008].

En referencia a esa diligencia, se establecen unas normas de conducta que deben cumplir los miembros de las ESIs en todo momento y que se traducen en una serie de principios como son: actuar de buena fe en beneficio del cliente, dar prioridad a los intereses de clientes frente a los propios, realizar una gestión ordenada y prudente, tener a los clientes adecuadamente informados, etc. Junto a ello, se dispone la obligación de elaborar un reglamento interno de conducta, que recoja, precisamente, los principios comentados.<sup>12</sup>

No hace falta decir que, para la obtención de la autorización a la que venimos haciendo referencia, es necesario la previa solicitud de la misma por parte de la empresa de servicio de inversión interesada en constituirse como tal; debiéndose realizar ésta de acuerdo con las previsiones establecidas en el art. 12 del Real Decreto 217/2018 y las disposiciones relativas a ello de la LMV.

#### **4. Sujetos del mercado financiero**

Los sujetos intervinientes en el mercado financiero son, principalmente, el ahorrador (en la vertiente bancaria) o inversor (en la vertiente bursátil), aquellos que apelan al ahorro del público (emisores) y quienes facilitan la canalización del ahorro a la inversión (los intermediarios o asesores).

##### **4.1. El inversor (distinción de la noción de cliente y clases)**

De acuerdo a una noción estricta de este concepto, se conoce como inversor a quien decide canalizar su ahorro hacia la inversión mediante la adquisición de instrumentos

<sup>12</sup> CNMV., *Las empresas de servicios de inversión*, 5ª Edición, CNMV, 2006. [Consulta: 13-05-2019] Disponible en: [https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Guias/guia\\_empresasinversion.pdf](https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Guias/guia_empresasinversion.pdf)



financieros. Por otro lado, desde un punto de vista amplio, se considera inversor a cualquier ahorrador por existir sobre él, la potencial posibilidad de que se acerque al mercado de valores para invertir<sup>13</sup>. A ambos sujetos, dada la asimetría informativa que existe entre ellos y los prestadores de servicios de inversión, se les brinda una amplia y reforzada protección, que queda recogida en el art 17.2 LMV, en el cual se establece el deber de la CNMV de velar por la transparencia de los mercados de valores, la correcta formación de los precios y la protección de los inversores. Todo ello a través de la difusión de toda la información que sea necesaria para asegurar la consecución de esos fines. De esta manera, se prevé la protección no de los derechos subjetivos de cada inversor, sino de los derechos colectivos de los inversores como grupo tutelado, a fin de favorecer una inversión fundada y racional por parte de estos. Más adelante, podremos comprobar si en la práctica tal protección es real.

Explicado el concepto de inversor, que constituye uno de los ejes principales de la regulación del Derecho del mercado financiero, es importante diferenciarlo de la noción de cliente. Pues, aunque ambos conceptos puedan parecer sinónimos y, de hecho, estén profundamente vinculados, no son lo mismo. El inversor es quien se acerca al mercado de valores para decidir el destino de sus ahorros, mientras que el cliente es quien se relaciona contractualmente con el intermediario o la empresa prestadora del servicio de inversión. Esta distinción se debe, como explica ZUNZUNEGUI, a la estructuración del mercado de valores, el cual exige la participación forzosa de las entidades financieras como intermediarios de sus clientes para que estos puedan comprar o vender valores, en otras palabras, adquirir productos financieros.<sup>14</sup> Ya que, en el caso de las bolsas de valores, solamente aquellas entidades que tienen la condición de “miembros del mercado” están autorizadas para comprar y vender en las bolsas correspondientes. De esta forma, en el caso de que la entidad intermediaria no sea miembro del mercado, ésta se encargará de transmitir la orden de compra o de venta a los miembros del mercado, que serán quienes las ejecuten. En cualquier caso, este mercado se ha articulado a lo largo de los tiempos, de manera que, cualquier inversor que quiera operar en él deba

13 ZUNZUNEGUI, F. *Derecho del Mercado Financiero*, ob. cit., p. 304.

14 ZUNZUNEGUI, F. *Derecho del Mercado Financiero*, ob. cit., p. 306.



convertirse primero en cliente de un prestador de servicios de inversión, que será el único habilitado para canalizar y ejecutar las órdenes de su cliente, así como custodiar sus activos financieros. No obstante, a pesar de esta distinción doctrinal entre cliente e inversor, la realidad es que tanto en la práctica como en la propia regulación se refieren a ellos indistintamente.

Junto a esta distinción es de gran relevancia, dada la regulación actual y las repercusiones de ello en los deberes de los prestadores de servicios de inversión, hacer referencia a la clasificación del inversor en: minorista o profesional. El inversor minorista es aquel al que la normativa financiera brinda una mayor protección por carecer de conocimientos en la materia. En contrapartida, al inversor profesional se le proporciona un menor grado de protección, porque como tal se considera que posee los conocimientos y experiencias necesarios en materia de instrumentos financieros para poder tomar sus propias decisiones de inversión y medir los riesgos asociados a la misma.<sup>15</sup>

#### **4.2. El intermediario o asesor (entidad financiera o banco)**

A este concepto ya nos hemos referido en varias ocasiones, incluso, hemos dedicado parte del epígrafe anterior a su régimen jurídico. Así que, brevemente, recordar que, el intermediario, como su propio nombre indica, es el sujeto que actúa en los mercados intermediados, vehiculando la relación entre el cliente, de quien recibe los recursos y el emisor de los productos de inversión, a quién los cede. Gracias a él, el cliente, es decir, el titular del ahorro, puede intervenir en el mercado de valores. Esta relación entre el ahorrador y el intermediario, el cual puede ser una entidad financiera o incluso un banco, se traduce desde una perspectiva mercantilista, en un contrato de comisión que genera, teniendo en cuenta los principios que rigen el mercado financiero y la posición de desequilibrio informativo entre ambos, una serie de obligaciones y normas de conducta en las que nos centraremos más en profundidad cuando abordemos el problema de las retrocesiones.

15 DE LA CUESTA RUTE, J., *Derecho Mercantil*, ob. cit., p. 446.





### **4.3. El emisor**

La LMV menciona en múltiples precepto esta figura, aunque en ninguno nos ofrece una definición concreta de ella. No obstante, de la lectura del art. 33 de la Ley podemos definirlo como aquel sujeto o entidad que, sin necesidad de cumplir otro requisito que el de la transparencia, apela al ahorro del público mediante la emisión de valores negociables u otros instrumentos financieros. Como ya podemos intuir, esta emisión de valores no se equipara a la prestación de servicios por las entidades financieras a las que antes hacíamos referencia, ni a la captación de depósitos que realizan las entidades bancarias. De hecho, en este caso no se requiere ningún tipo de autorización administrativa previa para la colocación de tales valores y se permite al emisor recurrir a cualquier técnica adecuada para ello.<sup>16</sup>

No obstante, esta libertad de emisión y transmisión de valores no es total y absoluta, pues el emisor deberá estar válidamente constituido, de acuerdo a la legislación del país en el que esté domiciliado, y deberá operar de conformidad con su escritura de constitución. Además de que los valores emitidos tendrán que respetar siempre el régimen jurídico al que estén sometidos. En el caso de España, se establece, como regla general, aunque caben excepciones (art. 35.2 y 34.2 LMV), la obligación del emisor de la previa publicación de un folleto informativo, cuyo contenido se adecuará a las prescripciones establecidas en el art. 37 LMV, que habrá de ser aprobado por la CNMV en los casos de realización de una oferta pública de venta o suscripción de valores y de admisión a negociación de valores en un mercado secundario (art. 34 LMV).<sup>17</sup>

## **5. La protección del consumidor en el mercado financiero**

Teniendo en cuenta la doble posición que en el mercado financiero ocupan los ahorradores: como inversores o depositantes que deciden sobre la inversión y como clientes de las entidades financieras, podríamos decir que existe también una doble

<sup>16</sup> IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J., *La contratación en el Mercado de Valores*, Marcial Pons, Madrid, 2001, pp. 112-113.

<sup>17</sup> ZUNZUNEGUI, F., *Derecho del Mercado Financiero*, ob. cit., p. 307.



protección: por una lado, a través del régimen de protección del inversor, basado en la transparencia informativa de las características de los instrumentos financieros y de la solvencia de sus emisores; y por otro lado, a través de la normativa protectora del usuario de servicios financieros, la cual trata, no solo de prevenir y proteger al cliente frente a los conflictos de interés que pudieran surgir entre él y su intermediario, sino también de protegerlo ante su vulnerabilidad y dificultad para tomar decisiones financieras adecuadas<sup>18</sup>. Así mismo, a ello tenemos que unir la creciente tendencia impuesta por vía judicial de aplicar a estos usuarios la protección del consumidor, lo que está teniendo un profundo impacto en la configuración del Derecho del mercado financiero como en la Teoría de las Obligaciones y Contratos.<sup>19</sup> De esta manera, la normativa de protección de los consumidores y usuarios se viene a superponer sobre la normativa reguladora de los mercados financieros.

Realmente, si nos basásemos estrictamente en las disposiciones legales no cabría la posibilidad de aplicar la normativa de consumo, es decir, el *Texto Refundido de la Ley General de Defensa Consumidores y Usuarios, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre* (TRLGDCU), a los clientes del mercado financiero, pues la noción de “consumidor”, recogida en el art. 3 TRLGDCU, no coincide con la del sujeto protegido por la regulación financiera, que es el cliente o el inversor, ya que este último concepto abarca también a las empresas no financieras. Se trata, por tanto, de un concepto más amplio que el de consumidor, el cual solo considera como tal a las personas físicas que actúan en un ámbito ajeno a una actividad empresarial o profesional y a las personas jurídicas sin ánimo de lucro. Además, la LMV no hace referencia en ninguno de sus preceptos al “consumidor”. Así mismo, a todo ello tenemos que añadir el hecho de que en la UE se considera que los servicios financieros forman parte de un sector específico alejado del núcleo básico de la protección de los consumidores y usuarios. Tal es así que, de hecho, *la Directiva 2011/83/UE, sobre los derechos de los consumidores* excluye de su ámbito de aplicación los servicios financieros [art.3.3 d)].

18 ZUNZUNEGUI, F., *Derecho del Mercado Financiero*, ob. cit., pp, 30-32.

19 DE LA CUESTA RUTE, J., *Derecho Mercantil*, ob. cit., p. 444.



Sin embargo, pesar de todo lo expresado, existe, en primer lugar, respecto a la discrepancia de conceptos, una tendencia a limitar la protección del cliente financiero a las personas físicas y a denominarlo “consumidor financiero”, como queda constancia en algunas normas relativas al mercado financiero como son: *la Ley 16/2011, de 24 de junio, de contratos de crédito al consumo, la ley 22/2007, de 11 de julio, sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores, o la ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible*, en cuyo art. 29 se acuñó tal concepto. Y, en segundo lugar, en referencia a la exclusión del sector financiero de la normativa de consumo, no debemos olvidar los múltiples pronunciamientos jurisprudenciales en los que los magistrados se han manifestado a favor de la aplicación de la legislación de protección de los consumidores.<sup>20</sup>

Para entenderlo mejor tenemos que hacer referencia a la configuración del mercado financiero antes de la crisis de 2008 y después de ella. Antes, el modelo era un modelo liberal, basado en la libre elección del inversor, al considerarse a éste racional y con plena capacidad de decisión (pura autonomía de la voluntad). Durante la crisis se evidenció que las asimetrías de información en los mercados financieros, la desprotección del inversor, la generalización de los conflictos de intereses y la racionalidad limitada de los agentes económicos, fueron los que generaron el colapso del mercado.<sup>21</sup> En definitiva, se puso de manifiesto la existencia de puntos débiles en su funcionamiento y transparencia, así como la necesidad de fortalecer el marco regulador existente hasta el momento.

Por estas razones, se transforma el modelo existente (modelo liberal) en un modelo intrusivo y paternalista, que concibe al inversor minorista como un consumidor vulnerable que tiene dificultades para tomar decisiones financieras. De esta forma, se coloca en el centro de la regulación la protección a este sujeto, imponiéndose para ello a

20 ZUNZUNEGUI, F. “Derechos del consumidor de servicios y productos financieros como derechos básicos”, *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, 2013, pp. 3-6.

21 VIVES, X. “La crisis financiera y la regulación”, *IESE Business school – Universidad de Navarra*, núm. 179, 2010 p. 6.



las ESIs un mayor número de obligaciones referentes a la adecuación de la información y a la prestación de servicios financieros idóneos.

El nuevo sistema, además de tener su reflejo normativo (transposición de la directiva MiFID II) ha desplegado también sus efectos en la vía judicial, a través de importantes sentencias en el campo de la contratación bancaria y los servicios de inversión, donde tanto el Tribunal de Justicia de la Unión Europea (TJUE) como nuestro Tribunal Supremo<sup>22</sup> han aplicado las normas del Derecho del consumo, para intensificar así la protección de este colectivo al que se considera poco capacitado para hacerlo por sí mismo en condiciones de libre intercambio.<sup>23</sup>

## **6. Las retrocesiones en el mercado financiero**

### **6.1. Concepto de retrocesión y de comisión**

Una vez entendido el mercado financiero y más concretamente el mercado de valores, de ahora en adelante nos centraremos en el objeto principal de este trabajo, las denominadas retrocesiones, las cuales podemos definir como aquellas comisiones perversas, por ser desconocidas por los clientes, a quienes se les cobran en concepto de comisiones de gestión, y que entendían que recibían los gestores de los productos financieros por su labor, pero que en realidad se retrotraían a la entidad distribuidora que había colocado el concreto instrumento financiero (generalmente una entidad bancaria que actuaba como intermediaria), creándose así un sistema malicioso de incentivos. En resumen, se trata de comisiones o incentivos que el intermediario recibe del distribuidor de los valores (también denominado gestor o emisor), quien previamente las ha cobrado del inversor incluyéndolas en el precio<sup>24</sup>.

22 Por ejemplo, STJUE 17 de julio de 2014, asunto C-169/14; STJUE 14 de junio de 2012, asunto C-618/10; STS de 8 de septiembre de 2014.

23 DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “Repensar la protección del inversor: bases para un nuevo régimen de la contratación mobiliaria”, *Diario La Ley*, núm. 8549, 2015, pp 15-27.

24 ZUNZUNEGUI, F., “Retrocesiones y malas prácticas bancarias”, *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, 2007, p.1.



De las anteriores definiciones, si algo queda claro es que ambas conciben las retrocesiones como la percepción por el intermediario de una comisión. Por esa razón, conviene explicar, como punto de partida, qué son las comisiones y por qué se cobran. Para comprender este concepto, debemos saber que, si las retrocesiones fueran simplemente un tipo de comisión, no tendrían tanto protagonismo tras la entrada en vigor de MiFID II, ni los bancos ni las ESIs habrían encontrado en ellas tal negocio. Todo sería correcto y conforme a Derecho, pero ya sabemos que eso no es así y que las retrocesiones suponen algo más que comisiones. No obstante, centrándonos en ese concepto y aclarado que la existencia de las mismas no comporta jurídicamente ningún problema, hemos de decir que, de hecho, tal y como se configura el negocio de las entidades de crédito y entidades financieras respecto a la comercialización y asesoramiento de productos de inversión, su cobro es fundamental. Ya que, constituyen una de sus principales fuentes de ingresos, frente al coste que supone para los clientes que desean invertir y que deben hacerlo siempre a través de intermediarios autorizados.

Dicho esto, existen distintos tipos de comisiones según los servicios prestados, hablamos así de comisiones por tramitación de órdenes, de administración y depósito de valores, de gestión, de asesoramiento etc. Respecto a su cuantía, no existen restricciones para su fijación, por lo que, cada intermediario puede decidir los servicios que va a cobrar y el importe de estos. El único requisito previo es la necesidad de difusión de un folleto en el que se recojan las tarifas máximas de los servicios y operaciones más habituales. Este folleto deberá haber sido remitido con anterioridad a la CNMV (en el caso de las ESIs) o al Banco de España (en el caso de entidades de crédito). Finalmente, en cuanto a la materialización o reflejo económico de estas comisiones, suelen establecerse, por regla general, como un porcentaje que se aplica bien sobre el efectivo de la operación, bien sobre el valor nominal de los títulos<sup>25</sup>.

Pero, entonces, ¿por qué el calificativo de perversas?, pues bien, continuando en el análisis de las definiciones antes enunciadas, este adjetivo responde no a su

25 CNMV., *Fichas del inversor: Tarifas y comisiones por servicios de inversión*, septiembre de 2009. [Consulta: 15-05-2019] Disponible en: [https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Fichas/Ficha\\_Tarifas.pdf](https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Fichas/Ficha_Tarifas.pdf)



consideración de comisión (como ya hemos comprobado) sino a dos características que definen las retrocesiones: la primera, su ocultación, es decir, el cliente no sabe en qué concepto está pagando esa comisión y mucho menos espera que sea por comercializarle un producto financiero; y el segundo y aún más grave es el conflicto de intereses que genera en quién supuestamente debe asesorar al cliente.

## **6.2. La existencia de un conflicto de interés**

Como acabamos de enunciar, el problema de las retrocesiones y por lo que se considera una práctica tan desleal lo encontramos, no solo en la base de que el cliente o inversor las desconozca (aspecto en el profundizaremos en el epígrafe 9) sino, en el hecho de que crean, como ya dijimos, un sistema peligroso de incentivos, en el que puede ocurrir que la inversión más adecuada para el cliente no sea la más beneficiosa para el banco, como intermediario y receptor de la futura retrocesión. Esto se debe a que la existencia de retrocesiones conlleva por sí mismo el surgimiento de un conflicto de interés, puesto que prácticas como las descritas tienen inevitablemente un efecto directo sobre el asesoramiento financiero que recibe el ahorrador. No cabe duda, que en este contexto el asesor recomendará al cliente la inversión en unos valores u otros en función del porcentaje de comisión que reciba por la colocación de cada uno de ellos, tendiendo a recomendar, por consiguiente, los que le reporten una mayor ganancia y olvidando, por tanto, el fin superior que debería guiar su actuación: el interés de su cliente.

Este enorme problema que evidencia claramente una mala *praxis* por parte de entidades financieras y especialmente de los bancos, dada su tradición en el caso de España, ha contribuido a la quiebra del sistema financiero, de sus principios y en definitiva de la economía. Al fin y al cabo, esta conducta no ha hecho otra cosa que debilitar uno de los pilares fundamentales del sistema: la confianza de los clientes, de los ahorradores, de aquellos que casi con una fe ciega, teniendo en cuenta el analfabetismo financiero imperante en España<sup>26</sup>, decidieron invertir siguiendo los

<sup>26</sup> DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “Repensar la protección del inversor: bases para un nuevo régimen de la contratación mobiliaria”, ob. cit., p 8.



consejos de unos asesores, que en lugar de mirar por ellos (sus clientes) se dedicaron a comparar comisiones para incrementar sus propios ingresos.

## **7. Fondos de inversión y gestión de carteras**

A continuación, para explicar más detalladamente las retrocesiones abordaremos dos posibilidades de inversión, como son los fondos de inversión y la gestión de carteras, donde la práctica de retrocesiones ha tenido gran protagonismo. Sin embargo, para poder explicar cómo se producen y afectan las retrocesiones a este tipo de servicios, primero debemos exponer en qué consisten cada uno de ellos.

### **7.1. Los fondos de inversión (FI)**

Los fondos de inversión son una de las formas jurídicas que pueden adoptar las denominadas instituciones de inversión colectiva – de ahora en adelante IIC – las cuales, de acuerdo con la pagina oficial de la *Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones (INVERCO)*, tienen como objetivo la captación de fondos, bienes y derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no; estableciéndose el rendimiento del inversor en función de los resultados colectivos.

Cuando adopta la forma jurídica de fondo (FI), supone encontrarnos ante un patrimonio separado, sin personalidad jurídica y perteneciente a una pluralidad de inversores (art. 3 LIIC<sup>27</sup>), que buscan canalizar sus ahorros de forma colectiva o institucional con el fin de obtener el mayor rendimiento. Mientras que, si ese patrimonio se organiza en torno a una figura societaria, hablaremos de una sociedad de inversión (SI), que sí tiene personalidad jurídica y que además adopta la forma de sociedad anónima<sup>28</sup>.

<sup>27</sup> Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectivas (LIIC).

<sup>28</sup> IBAÑEZ JIMÉNEZ, J., *La contratación en el Mercado de Valores*, ob. cit., pp. 258-261.



Realmente a través de ambos, es decir, tanto de los fondos como de las sociedades de inversión, lo que hace cada uno de los inversores que participa o que realiza la aportación al capital social es dejar en manos de expertos la selección y gestión de las inversiones. De tal manera, que aunque los riesgos recaigan, como ocurre en la inversión personal, en cada uno de los inversores, las decisiones de inversión corresponden siempre a la IIC, sin que quepa la posibilidad de mandatos o instrucciones por alguno de los partícipes.

Centrándonos en los FI, su funcionamiento es muy sencillo. En un primer momento, los inversores realizan aportaciones al mismo recibiendo un número de participaciones, cuyo valor liquidativo se determina dividiendo el patrimonio del fondo entre el número total de participaciones. Tras esto, llegamos a la segunda etapa en la que los FI invertirán las suscripciones recibidas fundamentalmente en valores financieros.

Esta última parte puede suscitar algún interrogante, pues hemos hecho referencia al FI en términos generales, pero ¿quiénes constituyen este? o, mejor dicho, ¿qué agentes intervienen en la decisión de la inversión? Pues bien, todo fondo de inversión, a pesar de no tener personalidad jurídica cuenta con una entidad gestora y una entidad depositaria. La entidad gestora (SGIIC), es la encargada de adoptar las decisiones de inversión, es decir, decidir los valores en los que invierte el fondo. Además, ejerce todas las funciones de administración y representación del fondo, estando entre sus principales obligaciones el deber de elaborar el folleto en el que se recogen las características del mismo. Por esta labor cobrará comisiones como la de gestión, donde generalmente se producen las retrocesiones. Por su parte, la depositaria (que es generalmente una entidad de crédito o sociedad o agencia de valores), es la encargada de custodiar el patrimonio, esto es principalmente, los valores en los que se ha invertido. Así mismo, en ocasiones, asume funciones de control sobre la actividad gestora; cobrando también una comisión por todo ello, como es la comisión de depósito. Es importante señalar que también puede intervenir, como normalmente sucede, una sociedad comercializadora del fondo, que suele ser del mismo grupo que las anteriores,





aunque también puede ser independiente, y a la que de ahora en adelante denominaremos distribuidora, cuya función consiste, precisamente, en captar clientes.<sup>29</sup>

En el anterior apartado hicimos alusión a dos comisiones: las de gestión y las de depósito, cuya recepción por las respectivas entidades está prevista en el art. 8 LIIC . No obstante, estas no son las únicas comisiones que se pueden percibir, ya que el propio artículo hace referencia a la posibilidad de que las sociedades gestoras cobren otras dos comisiones más, que son la comisión de suscripción y la de reembolso. Estas cuatro en su conjunto constituyen las principales comisiones que nos cobrarían en cualquier fondo de inversión, aunque la manera en la que estas se desembolsan varía. Así, en el caso de las comisiones de gestión y depósito su cobro es implícito al fondo, ya que se encuentran directamente deducidas de su valor liquidativo; mientras que en las de suscripción y reembolso el desembolso es explícito, pues se cargan al partícipe en el momento en que realiza la concreta suscripción o reembolso.<sup>30</sup>

## **7.2. La gestión de carteras**

La gestión de carteras constituye otro de los servicios de inversión más relevantes y que da nombre al contrato mercantil atípico, que se suscribe entre el cliente y su intermediario (gestor), por el que este último se obliga por cuenta y en interés del primero a adoptar estrategias operativas en uno o varios mercados de valores, con la finalidad de administrar la cartera o conjunto de valores negociables e instrumentos financieros de su cliente, para incrementar así su valor y maximizar su rentabilidad<sup>31</sup>. Por su puesto, toda esta labor la realiza a cambio de una contraprestación.

En cuanto a la naturaleza jurídica de este contrato, según la doctrina, es la de un mandato o comisión, pues la obligación principal del gestor es administrar el capital confiado de acuerdo a las instrucciones recibidas de su cliente, sin garantizarse en

29 INVERCO, *Qué son los Fondos y Sociedades de Inversión (IIC)*. [Consulta: 21-05-2019] Disponible en: <http://www.inverco.es/20/22/25>

30 CNMV, *Las principales comisiones de los fondos de inversión*. [Consulta: 21-05-2019] Disponible en: <https://www.cnmv.es/Portal/inversor/Fondos-Comisiones.aspx>

31 IBAÑEZ JIMÉNEZ, J., *La contratación en el Mercado de Valores*, ob. cit., pp, 366-376.



ningún momento la obtención de un resultado favorable (obligación de medios), pero, sí, la diligencia y lealtad que cabe esperar de quien profesionalmente asume la gestión de unos concretos y determinados intereses ajenos, es decir, la diligencia de un ordenado empresario que defiende y antepone los intereses de su cliente a los suyos propios.

Así mismo, el gestor también se compromete a mantener informado a su cliente de la marcha de la gestión, a realizar las oportunas liquidaciones de las operaciones que se vayan ejecutando y a poner el patrimonio a disposición del cliente en la forma pactada una vez finalizado el contrato. Por su parte, la obligación principal del cliente se basa en remunerar al gestor en la forma y cantidades acordadas, las cuales deberán ajustarse en todo caso a las tarifas de comisiones fijadas previamente por el gestor. Respecto a esto último, destacar que existen dos sistemas en función de que la comisión se fije según la cuantía del capital gestionado o según los resultados conseguidos.<sup>32</sup>

Como elementos personales de este contrato, encontramos, como ya nos hemos podido imaginar, al cliente, que es el titular de la cartera de valores y al gestor, generalmente una empresa de servicio de inversión o una entidad de crédito (art. 138.1 LMV), que es la encargada de administrar de forma individualizada dicha cartera en nombre y por cuenta de su cliente.

Respecto a las modalidades de contrato de gestión, se distinguen principalmente dos<sup>33</sup>: el contrato de administración asesorada de cartera de valores o de inversión, en el que la sociedad gestora propone al cliente inversor determinadas operaciones siendo éste quien en última instancia decide si se ejecutan o no; y el contrato de administración discrecional o integral de cartera de valores, en el cual es la entidad gestora la que decide libremente las decisiones de inversión, es decir, el inversor le confía a ella la selección de productos, la toma de decisiones de inversión y la ejecución de

32 Iberley., *El contrato de gestión de cartera de valores*, noviembre de 2015. [Consulta: 22-05-2019] Disponible en:<https://www.iberley.es/temas/contrato-gestion-cartera-valores-45191>

33 Se trata de una distinción jurisprudencial asentada por primera vez por el Tribunal Supremo en la sentencia de 11 de julio de 1998.



operaciones, depositando por tanto en él la mayor confianza. Esta última es la que se contempla como servicio de inversión en el art. 140.1.d) LMV, mientras que la gestión asesorada podría clasificarse como una actividad complementaria.

En relación con los principios que rigen la actuación de los gestores en la prestación de estos servicios, resulta de aplicación lo dispuesto en el art 208 LMV, el cual recoge el deber de las prestadoras de comportarse de manera honesta, imparcial y profesional atendiendo siempre al mejor interés de sus clientes, además del deber de cumplir con los principios establecidos en las secciones 3.<sup>a</sup>, 4.<sup>a</sup>, 5.<sup>a</sup>, 6.<sup>a</sup> y 7.<sup>a</sup> de LMV. Estos principios juntos con los establecidos en el Real Decreto 217/2008 se pueden resumir en los siguientes deberes<sup>34</sup>:

1. La correcta identificación de sus clientes y de los valores, efectivos y operaciones en curso de cada uno de ellos.
2. El asesoramiento profesional, tomando en consideración para ello la información obtenida del propio cliente.
3. El desarrollo de la gestión conforme a los criterios pactados en el propio contrato.
4. La abstención de la realización de operaciones con el exclusivo objeto de recibir comisiones directas o indirectas, así como de multiplicarlas de forma innecesaria y sin beneficio para el cliente. Este deber tiene gran importancia, como después veremos, en las retrocesiones.
5. Y la obligación de evitar los conflictos de interés entre el gestor y su propio grupo de clientes, o entre distintos clientes. Esta principio también tiene una gran importancia en relación a las retrocesiones, puesto que con lo explicado hasta ahora ya podemos afirmar que la propia naturaleza de tales prácticas lo contraviene.

Para terminar, abordaremos la extinción del contrato, la cual presenta algunas peculiaridades, ya que, aunque se suele pactar por tiempo indefinido, se prevé la posibilidad de cada una de las partes de resolverlo unilateralmente mediante preaviso,

34 Wolters Kluwer., *Contrato de gestión de cartera de valores*. [Consulta: 22-05-2019]. Disponible en: [https://guiasjuridicas.wolterskluwer.es/Content/Documento.aspx?params=H4sIAAAAAAAAAEAMtMSbF1jTAAAUMjA0sTtbLUouLM\\_DxbIwMDCwNzAwuQQGZapUt-c khlQaptWmJOcSoAIDYSBzUAAAA=WKE](https://guiasjuridicas.wolterskluwer.es/Content/Documento.aspx?params=H4sIAAAAAAAAAEAMtMSbF1jTAAAUMjA0sTtbLUouLM_DxbIwMDCwNzAwuQQGZapUt-c khlQaptWmJOcSoAIDYSBzUAAAA=WKE)



sin perjuicio del derecho del gestor, en el caso de que desista del mismo el cliente, de percibir las comisiones y gastos pendientes de liquidación y reembolso. No podemos olvidar, ahora que las hemos mencionado, hacer una breve alusión a las comisiones que se cobran por este tipo de servicios. Al respecto, destacar que se suele cobrar una comisión fija, que ronda entre el 0,35% y el 1% y una comisión variable en función de los resultados obtenidos, además, habrá de soportarse un coste adicional, ya que el servicio está sometido a un IVA del 21 %.

### **7.3. ¿Cómo se producen y afectan las retrocesiones a este tipo de servicios?**

Una vez tenemos claro en qué consisten estos dos servicios de inversión, solo nos queda averiguar por qué es en estos servicios donde las retrocesiones han adquirido su mayor protagonismo. Y la respuesta a esta popularidad la encontramos, precisamente, en su propio funcionamiento.

Así, en el caso de los fondos de inversión, cuando el inversor contrata tales servicios lo hace generalmente a través de un banco, es decir, un distribuidor, que conforme a lo antes explicado lo que hace es desempeñar una labor comercializadora (generalmente de sus propios fondos) aunque el cliente en realidad perciba que lo que está recibiendo es un servicio de asesoramiento, pues en la práctica lo que hace el banco es ofrecerle, aunque podríamos decir que le aconseja (dado el desconocimiento del inversor) los productos de una o varias gestoras que además suelen ser de su propio grupo. Tras esto, y una vez el cliente ha decidido invertir sus ahorros en un fondo aconsejado tácitamente por su entidad bancaria, tiene lugar la retrocesión, pues de los rendimientos que vaya obteniendo ese fondo se descontará un porcentaje correspondiente a la comisión de gestión, que percibe el gestor (no olvidemos que éste suele ser del mismo grupo que el banco), quién a su vez retrocede casi  $\frac{2}{3}$  de la misma en favor del propio banco por su labor comercializadora.

Por supuesto (y aquí está la deslealtad de la conducta) el cliente es ajeno a todo esta segunda parte, es decir, conoce que del valor liquidativo del fondo se descuenta



automáticamente una cantidad correspondiente a dicha comisión, pero lo que no se imagina es que parte de la misma se la esté llevando su entidad bancaria simplemente por el hecho de venderle un producto financiero, el cual ya podemos augurar que de seguro no era el más beneficioso, sino el que mayores comisiones y, por ende, retrocesiones generaba para la entidad de crédito.<sup>35</sup>

Por su parte, en el caso de la gestión de carteras (antes de la entrada en vigor de la Directiva MiFID II) ocurría algo muy similar, ya que pesar de ser un servicio que parece más personalizado, pues en teoría la entidad gestora se compromete a buscar la rentabilidad de las inversiones según el perfil de riesgo del cliente, en realidad en la práctica sucedía exactamente lo mismo que en los FI. Es decir, la entidad bancaria, una vez el cliente había contratado el servicio, le ofrecía productos de su propia gestora y por gestionar su cartera (configurada no solo con fondos del propio grupo, sino además en beneficio de la propia empresa) le cobraba una comisión de gestión (que suele rondar el 0,5% del volumen de lo gestionado), de la cual se retrocedía nuevamente un porcentaje bastante alto en favor de la propia entidad bancaria simplemente por la comercialización.

En definitiva, es imposible negar que este tipo de prácticas no son perniciosas para el cliente, pues, al fin y al cabo, se trata en ambos casos de servicios en los que no es el propio cliente el que toma la decisión de invertir, sino que confía tal responsabilidad a un tercero, el gestor, y todo ello a propuesta, por regla general, de su propio banco, quién ve en sus ahorros una oportunidad de negocio que a quien le beneficia mayoritariamente, como acabamos de comprobar, es a él mismo; quedando el interés del cliente en un segundo plano.

Tal es el beneficio que este tipo de prácticas reporta que, según estadísticas elaboradas por la CNMV, aproximadamente el 70% de los ingresos por comisiones de gestión de las doce gestoras españolas con más de 5.000 millones de patrimonio se cede al

35 HUETE, M., *Las retrocesiones en los fondos de inversión*, 2016 [Consulta: 23-05-2019]. Disponible en <https://martinhuete.com/las-retrocesiones-en-los-fondos-de-inversion/>



distribuidor. Esto supone que, de los 1.807 millones de ingresos que consiguieron a lo largo de 2015 por comisiones de gestión, más de 1.270 millones fueron a parar al comercializador.<sup>36</sup>

## **8. Evolución de la protección del inversor: comparativa entre MiFID I (Directiva 2004/39/CEE) y MiFID II (Directiva 2014/65/UE)**

### **8.1. MiFID I**

La Directiva 2004/39/CEE del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a los mercados de instrumentos financieros, más conocida como MiFID, fue aprobada el 21 de abril de 2004 y publicada nueve días después. Inicialmente se acordó un plazo de 24 meses para que los distintos estados miembros la transpusiesen a su ordenamiento jurídico. De haber sido así, MiFID hubiese sustituido el 30 de abril de 2006 a la anterior Directiva de Servicios de Inversión de 1993. Sin embargo, debido a la complejidad y amplitud de la nueva Directiva, la Comisión Europea solicitó una prórroga de doce meses, de tal forma que, su entrada efectiva en vigor (en el caso de España) tuvo lugar en noviembre de 2007 a través de la Ley 47/2007, de 19 de noviembre, por la que se modificaba la Ley 247/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y por el Real Decreto 217/2008 de 15 de febrero, sobre régimen jurídico de las empresas de inversión y demás entidades que prestan servicios de inversión.

Es importante señalar que esta Directiva se enmarcó dentro del Plan de acción en materia de servicios financieros (PASF) de 1999, cuyo objetivo era crear un marco normativo común para los mercados financieros de la UE. A su vez, cabe recordar que, la ejecución del PASF, cuyo desarrollo se inició en 2001, seguía las recomendaciones del denominado “informe Lamfalussy”, el cual diseñaba un método de regulación que, por un lado, aceleraba el proceso legislativo, de manera que, este no quedase rezagado

<sup>36</sup> PINTO, J., *¿A cuánto asciende el porcentaje de retrocesión de las grandes gestoras españolas?* Funds people, abril de 2016. [Consulta 24-05-2019]. Disponible en: <https://es.fundspeople.com/news/a-cuanto-asciende-el-porcentaje-de-retrocesion-de-las-grandes-gestoras-espanolas>



de los continuos cambios que se producían en los mercados financieros y, por otro lado, garantizaba la convergencia en las normas para crear un auténtico mercado financiero único en la UE con un marco normativo común.

Finalmente, el referido método diseñado comprendió cuatro niveles de regulación e implementación: MiFID fue un ejemplo de regulación de nivel 1, donde se integraba la legislación marco adoptada por el Consejo y el Parlamento que recogía los principios esenciales. Por su parte, el segundo nivel comprendía todas aquellas normas de desarrollo de la legislación de nivel 1, es decir, determinaba las medidas técnicas de implementación a seguir; el tercero perseguía la aplicación homogénea de la normativa europea y la convergencia de la práctica supervisora dentro de la Unión; y el cuarto suponía el control por la Comisión Europea e incluso por el Tribunal Europeo de Justicia del cumplimiento por los estados miembros de toda la legislación en materia de valores.<sup>37</sup>

Dicho esto, y como comenzamos diciendo, MiFID vino a sustituir a la anterior Directiva de servicios de inversión y eso fue lo que hizo. Para ello, profundizó en sus principios basados en la equidad, la transparencia y la eficacia de los mercados financieros, y actualizó su contenido, entre otras materias, respecto a la necesidad de incrementar la protección del inversor. Este último criterio inspirador de la normativa y en el cual nos centraremos, se basó, a su vez, en dos tipos de medidas que lo que hacían era establecer una serie de requisitos o exigencias a los proveedores de servicios de inversión, las cuales podemos clasificar en dos: las referidas al elenco de requisitos mínimos de organización y control interno con el que debían contar, y las que se referían al perfeccionamiento de las normas de conducta que debían cumplirse con los clientes.

37 ARENILLAS LORENTE, C., *La MIFID y sus implicaciones para las entidades de crédito*, Mediterráneo económico. [Consulta: 30/05/2019]. Disponible en: <http://www.carlosarenillas.es/docs/La%20Mifid%20y%20sus%20implicaciones%20para%20las%20entidades%20de%20cr%C3%A9dito,%20publicado%20en%20el%20n%C3%BAmero%208%20de%20la%20Revist.pdf>



En cuanto a las primeras, es decir, las relativas a la estructura interna de las entidades, esta Directiva recogía numerosas implicaciones para las entidades de crédito, además de las ESIs, como consecuencia del creciente papel que las mismas habían adquirido en el mercados de valores y en la prestación de servicios de inversión. En este sentido, establecía el nivel más alto de las entidades de garantizar un adecuado cumplimiento de sus mandatos, abordaba cuestiones relativas a las funciones de control, recogía los principios para identificar, tratar y comunicar los conflictos de interés y regulaba las condiciones mínimas para la exteriorización de las actividades. Pero, sin lugar a dudas, lo más novedoso de esta Directiva se encontraba en el segundo de los requisitos, esto es, en el establecimiento de unas normas de conducta que debían regir las relaciones con los clientes, inclusive con los de carácter potencial. De hecho, la primera de las acciones que debía realizarse para cumplirse con ello era la de clasificar previamente a los clientes bien en la categoría de minorista, bien en la categoría de profesionales; concediéndose una mayor protección a los primeros, los cuales, por esta razón, recibían más información y documentación.

Para cumplir con ese cometido MiFID creó los denominados test de conveniencia y test de idoneidad, que debían realizarse a los clientes, con carácter previo a la contratación, con la finalidad de clasificar al potencial inversor en alguna de las categorías de cliente previstas (la de cliente profesional o la de minorista). La realización de un test u otro dependía del servicio que se fuese a prestar. Así, por ejemplo, si la entidad pretendía llevar a cabo actividades de asesoramiento financiero en inversiones o de gestión de carteras, que conllevaban hacer recomendaciones personalizadas sobre productos financieros que se ajustasen a los objetivos de inversión del cliente y a su situación financiera, debía realizar el test de idoneidad, pues era en él donde se recopilaba todo ese tipo de información. Si por lo contrario, la entidad lo que iba a desempeñar era un actividad comercializadora de productos financieros, consistente en ofrecer aquellos que considerase adecuados, estaba obligada a realizar el





test de conveniencia, a través del cual lo que se pretendía era conocer si el cliente era capaz de comprender la naturaleza y riesgos de los productos que se le ofrecerían.<sup>38</sup>

En definitiva, través de MiFID se buscaba que los mercados minoristas de la Unión aumentasen su grado de integración, permitiendo así, a los consumidores alcanzar también los beneficios derivados de un mercado financiero único<sup>39</sup>. Se trataba de reforzar la protección a los clientes, en sus actividades de inversión, ante productos cada vez más complejos. Sin embargo, a pesar de estas buenas intenciones la experiencia de la crisis financiera demostró que dicha regulación no solo no fue suficiente, sino que además fue incapaz de hacerle frente; fallando en uno de sus objetivos primordiales como era la protección al inversor. Tal es así, que la Comisión Europea señaló como algunos de los problemas principales de la regulación en la relación entre el consumidor y las entidades: la deficiencias de información pre-contractual, la existencia de un asesoramiento no fiable y la falta de transparencia en las comisiones bancarias.<sup>40</sup>

## 8.2. MiFID II

En el contexto referido en el apartado anterior y teniendo en cuenta el ambiente de desconfianza generado a raíz de la crisis financiera, la Comisión Europea planteó la necesidad de revisar MiFID, surgió así la Directiva 2014/65/UE, más conocida como MiFID II, la cual constituye a día de hoy la referencia regulatoria principal de los servicios financieros y un paso más en la protección del inversor. Es importante destacar que, tal Directiva se transpuso definitivamente al ordenamiento jurídico español a través

38 LEGORBURO, J., *Test MIFID: Test de Idoneidad y Test de Conveniencia*, LC Legorburo Consultores, abril de 2014. [Consulta: 09-07-2019]. Disponible en: <https://www.legorburoconsultores.es/test-mifid-idoneidad-conveniencia.html>

39 FERNÁNDEZ ORDÓÑEZ, M., *Banco de España. Eurosistema: Jornadas de la CNMV sobre protección del inversor en la MiFID. Reflexiones sobre la MiFID*, Madrid, enero de 2007. [Consulta 29-06-2019]. Disponible en: <https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/IntervencionesPublicas/DelGobernador/mfo240107.pdf>

40 CASTELLÓ MUÑOZ, E., “La protección del cliente de servicios financieros”, *Revista cuatrimestral de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales. Especial 50 Aniversario ICADE*, 2011, núm. 83-84, pp. 73-75.



del Real Decreto 1464/2018, de 21 de diciembre, que desarrollaba el texto refundido de la Ley Mercado de Valores y que entró en vigor el 19 de enero de 2019.

Dicho esto, y entrando en el contenido y las novedades que aportó MiFID II, encontramos cuatro claros cometidos: el primero, aumentar la seguridad y eficiencia de los mercados de valores; el segundo, aclarar las incertidumbres relativas al alcance de los servicios de mera ejecución de órdenes; el tercero, revisar las condiciones del servicio de asesoramiento en materia de inversión; y el cuarto, prohibir, cuando el asesoramiento se presentase como independiente, la percepción de incentivos monetarios o de otra naturaleza por los intermediarios financieros.

Todo ello, se traduce en un incremento de las obligación pre-contractuales y post-contractuales. Así, en cuanto a las primeras, se impone a las entidades el deber de proporcionar a sus clientes o posibles clientes información sobre diferentes extremos:

- En primer lugar, sobre la forma de asesoramiento, si es independiente o no; debiéndose en el primero de los casos informar sobre los honorarios que deba pagar el consumidor, su valor o la base para su cálculo y, en el segundo de los supuesto, sobre las comisiones, beneficios monetarios o incentivos que vayan a ser abonados por un tercero por la prestación del asesoramiento. De esta manera, la MiFID II introduce esta nueva categoría del asesoramiento independiente caracterizándolo, por un lado, por la mayor amplitud de análisis de los productos financieros y, por otro lado, por eliminar conflictos de intereses potenciales, como son los que surgen con las retrocesiones, ya que, en este tipo de asesoramiento, en general<sup>41</sup>, se prohíbe a las entidades aceptar o recibir honorarios o comisiones de un tercero o por persona que actúe en nombre de un tercero en relación con la prestación del servicio a los clientes.

41 Hablamos en términos generales debido a que la Directiva deja fuera de la prohibición a los incentivos no monetarios de poca relevancia, siempre que el cliente sea informado de su existencia, que se justifiquen en un aumento de la calidad del servicios de asesoramiento y que por su naturaleza no menoscaben el deber de la entidad de actuar en el mejor interés de sus clientes.



- En segundo lugar, se impone también el deber de las entidades de inversión de informar si el asesoramiento se basa en un análisis global o, por el contrario, más restringido del mercado. Con esto se refieren a si los productos de inversión recomendados se limitan a instrumentos financieros emitidos o facilitados por entidades que tengan vínculo estrecho con la empresa de inversión o, si por el contrario son variados en su procedencia y tipología. A este respecto, MiFID II obliga a las empresas de inversión, en caso de prestar asesoramiento independiente, a evaluar un número lo suficientemente elevado de instrumentos financieros disponibles en el mercado, debiendo éstos, estar diversificados tanto respecto al tipo como a su emisor, evitándose así, que todos los productos ofrecidos sean los emitidos o distribuidos por la propia entidad.

- Y en tercer y último lugar, se exige a las entidades informar al cliente acerca de si se le proporcionará o no una evaluación continuada y periódica sobre la idoneidad de los instrumentos financieros recomendados.

Por su parte, en lo que respecta a las obligaciones post-contractuales, se mantiene la necesidad de que el asesoramiento se preste en condiciones de idoneidad, lo que supone realizar una evaluación previa al cliente sobre sus conocimientos, su experiencia inversora, su situación financiera y sus objetivos de inversión, todo ello con la finalidad de que la entidad pueda recomendarle los productos financieros que más le convengan. Aunque con la Directiva MiFID II se intensifica esta exigencia al establecerse que dicha evaluación deberá incluir la tolerancia del cliente al riesgo y su capacidad para soportar pérdidas, además de que cuando se trate de carteras o combinaciones de productos se requerirá que la entidad examine no solo la idoneidad del conjunto de productos si no también, de cada uno de ellos por individual.

No obstante, la mayor novedad en este ámbito la encontramos en la obligación de justificar a los clientes que no sean profesionales que el asesoramiento proporcionado se ajusta a sus características personales y a sus objetivos de inversión, lo que constará en un registro que recogerá entre otros aspectos: el cliente minorista al que se ha prestado



el asesoramiento, el instrumento o cartera recomendado y la fecha de la recomendación. Así mismo, esta normativa impone el deber de que todos los productos recomendados estén clasificados según los criterios de riesgo, prohibiéndose la recurrida práctica de las entidades de clasificar los productos por tipo o por “familias” homogéneas en cuanto a su naturaleza y riesgo.

Para terminar, es importante hacer referencia a la restricción que establece MiFID II respecto de los servicios de mera ejecución. Así, si recordamos la primera Directiva (MiFID) disponía que cuando el servicio de inversión que prestaba la entidad consistía únicamente en la ejecución de una orden, solo se exigía a la entidad financiera recabar información relativa a los conocimientos y experiencia inversora del cliente, a los únicos efectos de comprobar la adecuación de los productos ofrecidos a dichas circunstancias. Era el conocido test de conveniencia, mucho más limitado que el de idoneidad. Además, la MiFID I permitía, incluso, prestar dichos servicios de recepción y transmisión de órdenes de los clientes sin necesidad de realizar el test de conveniencia, cuando dichos servicios fuesen de “sola ejecución”, es decir, cuando se prestasen por la sola iniciativa del cliente sin producirse aproximación de la entidad, a excepción únicamente de que el producto sobre el que versase la orden fuese complejo<sup>42</sup>. Pues bien, esta práctica con MiFID II se ve enormemente limitada, pues, aunque esta normativa mantiene el criterio de que la complejidad del servicio o producto determina la necesidad de hacer o no el test de conveniencia, reduce, en contrapartida, el ámbito material de los servicios de sola ejecución en los que no habrá que evaluar la conveniencia. Así MiFID II considera que la prestación conjunta por una misma entidad de varios servicios, si aumenta la complejidad de la operación y hace más difícil comprender los riesgos que entraña, puede conllevar la necesidad de realizar el test de conveniencia. Además, pasa a considerar complejos numerosos productos que bajo la

<sup>42</sup> Los productos de inversión se pueden clasificar en dos grupos: productos complejos y no complejos. Para su distinción el art. 217 LMV establece una lista de instrumentos considerados no complejos, los cuales, en definitiva, cumplen con las siguientes características: 1) se pueden reembolsar de forma frecuente a precios conocidos por el público; 2) cuando se adquieren, no se puede perder un importe superior al invertido en ellos; 3) existe información pública, completa y comprensible para el inversor minorista sobre las características del producto; 4) no son productos derivados. En contrapartida, se consideran complejos todos aquellos que no cumplan con alguna de las características mencionadas; recibiendo tal denominación, por conllevar un mayor riesgo para el inversor, al ser más difícil entender tantos sus características, como el propio riesgo que llevan asociados.



MiFID I se consideraban no complejos, cuando estos incluyan derivados o incorporen una estructura que dificulte al cliente la comprensión de los riesgos.<sup>43</sup>

En definitiva, estas son en términos generales algunas de las novedades que ofrece la nueva Directiva MiFID II respecto de la anterior, en relación a la protección del inversor. Como hemos podido observar a lo largo de la explicación, casi todas las medidas implantadas redundan en la necesidad de mayor transparencia, más información y mayor protección del sujeto más débil de la relación, como es el cliente o inversor minorista. Todo ello, con el propósito más racional de recuperar la confianza, para así, potenciar de nuevo un mercado financiero competitivo no solo cuantitativamente (en términos económicos), sino cualitativamente (en términos éticos y de calidad).

## **9. La protección que ofrece MiFID II al inversor respecto de este tipo de prácticas**

### **9.1. Obligaciones que dicha normativa impone a los prestadores de servicios de inversión**

Como ya podemos intuir de la lectura del anterior epígrafe, MiFID II establece una prohibición de gran relevancia en cuanto al futuro de la retrocesiones. Nos referimos a la prohibición de incentivos en los casos de asesoramiento independiente y de gestión de carteras. Así se recoge en su artículo 24 apartados 7 y 8 (art 220 ter y quater LMV), en los cuales se prohíbe aceptar o retener honorarios, comisiones u otros beneficios monetarios o no monetarios proporcionados por un tercero o por una persona que actúe por cuenta de un tercero, comúnmente conocidos como “incentivos”, cuando los servicios prestados por la entidad sean de asesoramiento independiente o de gestión de carteras. De hecho, si se percibiesen tales incentivos por la prestación de los servicios, la empresa deberá reintegrar las cantidades percibidas a los clientes, no permitiéndose

43 ALONSO CABORNERO, FJ., FRANCO HIDALGO, S., GALLEGO TORTUERO, I., “MiFID II. Novedades en relación con las normas de conducta. Especial referencia al asesoramiento de inversiones”, *Revista cuatrimestral de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales*, núm. 89, 2013, pp 105-112.



compensar dichos incentivos con costes y gastos que debiesen ser abonados en un futuro por los clientes..

Así mismo, bajo la nueva normativa se exige también a las entidades proporcionar información sobre los incentivos percibidos y, posteriormente, abonados al cliente, tanto ex-ante como ex-post. Para ello, se les impone el deber de informarles periódicamente sobre todas aquellas transferencias realizadas en sus cuentas en concepto de incentivo.

Sin embargo, a pesar de esta prohibición general de incentivos, el art. 12 de la Directiva delegada que complementa a la MiFID II<sup>44</sup>, traspuesto a través del art. 63 RD 217/2008<sup>45</sup>, establece que siempre que se informe al cliente de su existencia, se seguirá permitiendo la recepción de determinados beneficios no monetarios que tengan la condición de menores, en tanto no es probable que los mismo puedan influir en el comportamiento de quien los recibe, en detrimento del interés del consumidor. Para asegurarse de ello, la normativa establece una lista tasada de beneficios no monetarios menores que las empresas de servicio de inversión podrán pagar o percibir de terceros, entre los que figuran beneficios como la documentación relativa a un instrumento financiero o la participación en eventos sobre beneficios. De esta manera, aquellos que no figuren en la mencionada lista no podrán ser considerados como incentivos no monetarios menores, prohibiéndose, por consiguiente, su percepción.

No obstante, todo lo dicho hasta el momento hace referencia a los servicios de asesoramiento independiente y de gestión de carteras, por lo que en el asesoramiento dependiente y en el resto de los servicios se seguirá permitiendo el cobro de incentivos, aunque, eso sí, se endurecerán los requisitos para ello.

44 Directiva Delegada (UE) 2017/593 de la Comisión de 7 de abril de 2016 por la que se complementa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que respecta a la salvaguarda de los instrumentos financieros y los fondos pertenecientes a los clientes, las obligaciones en materia de gobernanza de productos y las normas aplicables a la entrega o percepción de honorarios, comisiones u otros beneficios monetarios o no monetarios.

45 Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre 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 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.



En este sentido, es importante recordar que MiFID I, ya establecía que, siempre que se le comunicase al cliente la existencia de tales incentivos con carácter previo a la prestación del servicio y que estos aumentasen la calidad del servicio prestado y no entorpecieran el cumplimiento de actuar en el mejor interés del cliente, se considerarían como una actividad lícita. A pesar de ello, MiFID II ha reforzado tanto las obligaciones de información a los clientes, como las condiciones para considerar que éstos aumentan la calidad del servicio. Así, el artículo 11 de la Directiva delegada de MiFID II (art. 220 quinquies LMV y art. 62 RD 217/2008) establece en relación al cobro de estos honorarios, comisiones o beneficios monetarios o no monetarios, una serie de requisitos, como son:

1º) El deber de justificarlos mediante la prestación de un servicio adicional o de mayor calidad y que sea proporcional a los incentivos percibidos, como puede ser, por ejemplo, la prestación del servicio de asesoramiento no independiente con acceso a una amplia gama de instrumentos financieros idóneos para el cliente, incluyendo un número adecuado de instrumentos de terceros que no tengan vínculo estrecho con la entidad; la prestación del servicio de asesoramiento dependiente combinado con la posibilidad de evaluar de manera continuada la idoneidad de los instrumentos financieros en los que el cliente ha invertido o con cualquier otro servicio que aporte valor añadido al cliente; o el acceso, a precio competitivo, a una amplia gama de instrumentos financieros que sean adecuados a los intereses del cliente e incluyan instrumentos financieros de terceros que no tengan vínculo estrecho con la entidad (lo que se conoce como un régimen de “arquitectura abierta”), junto con herramientas que añadan valor a la prestación del servicio, como por ejemplo, ofreciendo ayuda al cliente para que tome decisiones de inversión o haciéndole seguimientos para adecuar y ajustar la gama de instrumentos financieros en los que ya haya invertido o proporcionándole informes periódicos sobre los rendimientos, costes y gastos de los instrumentos financieros.

En definitiva, tanto si se trata de asesoramiento no independiente con producto de tercero, como si se trata de comercialización sin asesoramiento, la normativa exige que



al menos se ofrezcan dos alternativas de producto de tercero por cada categoría de producto propio y que al menos un 25 % de los productos ofrecidos sean ajenos<sup>46</sup>

2º) La imposibilidad de que los incentivos que reciba la entidad, sus accionistas o empleados les suponga un beneficio directo, sin que proporcione a la par un beneficio tangible para el cliente.

3º) La obligación de proporcionar un beneficio recurrente para el cliente, cuando los incentivos que reciba la entidad sean también de forma recurrente.

Adicionalmente, se impone a las entidades el deber de conservar evidencias del cumplimiento de la prestación de un servicio de mayor calidad o servicio adicional, por medio de listas internas en las que se establezca la totalidad de los incentivos percibidos por terceros en relación a la prestación de un servicio de inversión, y a través de registros en los que conste como los incentivos han contribuido a aumentar la calidad del servicio, así como las medidas tomadas para no perjudicar el deber del prestador de actuar con honestidad, imparcialidad y profesionalidad, en el mejor interés del cliente.

Finalmente, en favor de una mayor transparencia, la MiFID II exige que las entidades informen, de manera previa a la prestación del servicio de inversión, de todo lo relativo a los incentivos que van a recibir, no pudiéndose justificar el incumplimiento de este deber en la imposibilidad de su cálculo de manera previa, en cuyo caso deberán proporcionar al cliente el método de cálculo y ex-post facilitarle la cantidad exacta que se recibió en incentivos. Esta obligación se establece como mínimo una vez al año, cuando los servicios que se presten y los incentivos que se reciban sean recurrentes. Por su parte, se permite que los beneficios no monetarios menores puedan describirse de forma genérica.<sup>47</sup>

46 MIGUEL SERRANO, A., *MiFID II ¿una revolución para el ahorro en fondos?*, Inversión y finanzas.com, febrero de 2019. [Recuperado: 06-06-2019]. Disponible en: <http://www.finanzas.com/noticias/mercados/fondos-inversion/20190225/mifid-revolucion-para-ahorrador-3997805.html>

47 MIGUEZ, S.H., SARRIA, J., FAUSTINO, A., FERRER, J., “Nuevos Modelos de Negocio en el Asesoramiento Financiero tras las Modificaciones Regulatorias de MiFID II”, *Instituto de Estudios Bursátiles (IEB)*, 2016, pp. 19-21.[Consulta: 01/06/2019]. Recuperado de:





## 9.2 ¿La transparencia y la información como una solución efectiva a este problema?

Como hemos podido observar a lo largo de estos dos apartados anteriores relativos a la Directiva MiFID II, lo que se pretende en relación a MiFID I es proporcionar una mayor protección al inversor, en concreto al inversor minorista, exigiendo para ello que las entidades prestadoras sean más transparentes en su actuación y ofrezcan así, al cliente una mayor información, respecto a los costes del servicio, las comisiones que reciben de terceros y el tipo de asesoramiento. De esta manera, al proporcionarle una mayor información sobre el servicio que se le está prestando, se entiende que estará más capacitado para tomar mejores decisiones, que en efecto favorezcan sus intereses. Pero ¿realmente más información supone mayor capacidad de decisión?

La respuesta es no, es decir, que al cliente se le exponga detallada y minuciosamente el instrumento financiero al que está accediendo o el valor mobiliario que está adquiriendo, no comporta que igualmente ello lo vaya a capacitar para tomar las decisiones más beneficiosas a sus intereses. Pues la realidad, es que *no somos máquinas pensantes que a veces sienten, sino seres instintivos que a veces piensan, aunque a menudo, demasiado tarde*<sup>48</sup>. Esto supone, en primer lugar, que uno de los paradigmas en los que descansa el sistema de tutela del inversor, como es el de su capacidad para tomar decisiones fundadas y racionales, caiga por su propio peso y, en segundo lugar, que se asiente la afirmación de que los excesos de información pueden llegar a ser tan peligrosos como la ausencia de la misma.

Y es que, erróneamente el legislador ha considerado que mediante una completa información se pueden nivelar las asimetrías existentes y garantizar una cierta igualdad en la contratación. De hecho, de primeras parece lógico que, si el problema en este mercado es el desconocimiento del inversor, la forma de solucionarlo sea aportarle la

<https://www.ieb.es/ww2017/wp-content/uploads/2017/05/InformMIFID.pdf>

48 DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “Repensar la protección del inversor: bases para un nuevo régimen de la contratación mobiliaria”, ob. cit., p. 15.



información de la que carece, pero esta opción se fundamenta realmente en una incorrecta valoración de la psicología humana y del mecanismo de toma de decisiones.

Para comprenderlo mejor hemos de saber que el ser humano es adverso a tomar decisiones, lo que explica que, ante cuestiones poco familiares, como podrían ser las financieras o de inversión, estemos continuamente postergando la toma de decisión, tratemos de mantener varias opciones abiertas, deleguemos para que decida otra persona o que no tomemos ninguna decisión. Si a esta animadversión inherente al ser humano de decidir ante situaciones o temas complejos, unimos los excesos de información y la falta de conocimientos financieros, el resultado será más que desconsolador, pues tomaremos decisiones sin prestar mucho tiempo al análisis de una información tan densa y detalla, si es que llegamos a leerla toda y en cuyo hipotético caso comprenderemos y asimilaremos una pequeña parte, llegando a una conclusión que en el mejor de los casos podrá no perjudicarnos.

Pero, además, a todo lo dicho tenemos que añadir lo que empezamos diciendo, y es que las personas somos parcialmente racionales, es decir, actuamos mediante impulsos y son esos impulsos emocionales, esa euforia, seguridad, pesimismo que nos embarga, la que nos impulsa también a decidir en un sentido u otro. Así, está demostrado que las emociones y otros estados arraigados en lo físico forman parte integral del proceso de toma de decisiones e influyen no solo en las cosas que son objeto de razonamiento de las personas, sino también en el modo en que razonan. Sin ellas no podríamos tomar decisiones o las que tomaríamos serían contraproducentes<sup>49</sup>.

En conclusión, más información no es la solución, el legislador no puede fundamentar la tutela de protección al inversor en proporcionarle únicamente más información, porque se ha demostrado, en contra del proverbio “*cuanto más mejor*”, que lo que el inversor necesita no son más datos e informaciones, porque aún así no estará capacitado para tomar buenas decisiones, lo que precisa son buenos consejos y recomendaciones de

49 DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A. “Repensar la protección del inversor: bases para un nuevo régimen de la contratación mobiliaria”, ob. cit., pp 5-15



personas de su confianza, que hayan sabido analizar y procesar la información disponible.

## **10. Perspectiva práctica del futuro de las retrocesiones: eliminación o pervivencia**

Hasta ahora nos hemos centrado en explicar qué son las retrocesiones y qué establece la nueva normativa respecto a ellas, pero como toda norma, que se sitúa en el mundo del deber ser, ahora nos queda examinar el mundo del ser, es decir, las repercusiones que la Directiva MiFID II ha tenido en la práctica, en otras palabras, si ha supuesto la eliminación de las retrocesiones o si de lo contrario, esta práctica empresarial continúa y continuará.

Para contestar a esta pregunta, debemos recordar, que la Directiva MiFID II (y su correspondiente transposición al ordenamiento jurídico español) lo que ha hecho, en pocas palabras, es exigir a los intermediarios que se declaren, de manera previa a la prestación del servicio de inversión, como independientes (en cuyo caso les prohíbe terminantemente el cobro de retrocesiones), o como no independientes, pudiendo en este último supuesto seguir cobrando dichas comisiones, eso sí, bajo el cumplimiento de una serie de requisitos.

La realidad ante este contexto es que en España la fórmula mayoritaria por la que han optado las entidades distribuidoras, en el caso de los fondos de inversión, es por la segunda, es decir, por la de declararse como no independientes y perpetuar así el negocio de las retrocesiones<sup>50</sup>. Y es que en la práctica, ello solo les supone un cambio en sus procedimientos generales o en el modelo de presentación de sus servicios de inversión, de manera que los adapten a las previsiones que contempla la Directiva<sup>51</sup>.

50 GIMÉNEZ, Ó., *Por qué las retrocesiones de los fondos sobrevivirán con MiFID II*, El Confidencial, marzo de 2018 [Recuperado: 02/06/2019]. Disponible en: [https://www.elconfidencial.com/mercados/2018-03-07/retrocesiones-fondos-inversion-inverco-mifid\\_1530990/](https://www.elconfidencial.com/mercados/2018-03-07/retrocesiones-fondos-inversion-inverco-mifid_1530990/)

51 CNMV., *Preguntas y Respuestas sobre la aplicación de la directiva MiFID II*, 2018, p. 12. [Recuperado 06/06/2019]. Disponible en: [https://www.cnmv.es/docportal/Legislacion/FAQ/FAQ\\_MiFIDIII30718.pdf](https://www.cnmv.es/docportal/Legislacion/FAQ/FAQ_MiFIDIII30718.pdf)



En este sentido, la decisión se fundamenta en que la industria española de los fondos de inversión está articulada, como ya hemos podido comprobar, en torno a las retrocesiones, las cuales generan un enorme beneficio que hace difícil rechazarlas. Concretamente, 1.335 millones de euros ingresaron en el año 2018 las redes bancarias con la distribución y venta de fondos<sup>52</sup>. Además, en España, dada la capacidad económica de la mayoría de ahorradores, existe tradición de proveer un asesoramiento no independiente, por el cual el cliente no paga, mientras que si se le proporcionase el asesoramiento independiente el servicio sería mucho más costoso, a lo que las empresas ni los propios clientes estarían dispuestos.

A ello tenemos que añadir, en relación al factor psicológico que antes comentábamos, el curioso dato de que en una gran parte de casos, al informarle al cliente que el tipo de asesoramiento que recibiría no sería independiente y que, por ello, esa persona cobraría un incentivo, precisamente como retribución por ofrecerle un asesoramiento interesado o sesgado, éste no lo percibía como una razón para aumentar su desconfianza y ponerse en guardia respecto de las recomendaciones de ese asesor, sino que entendía ese incentivo como signo de conocimiento experto o de determinado status profesional. En definitiva, en un sentido totalmente opuesto al real<sup>53</sup>. También es cierto que, debería analizarse la manera en que se proporcionó dicha información, pues seguramente no fue tan claro como aquí lo hemos dejado dicho.

A lo largo de esta exposición nos hemos referido en múltiples ocasiones al asesoramiento, sin embargo, no hemos ahondado más allá de la prohibición de cobrar incentivos en el caso del asesoramiento independiente. Por este motivo, a continuación, haremos un breve análisis de en qué consiste el asesoramiento y por qué ha cobrado tanta importancia.

52 DEL PUERTO, JM., *Más de 30 gestoras aún reparten más de la mitad de sus comisiones en retrocesiones*, Invertia, 2019. [Recuperado: 06/06/2019]. Disponible en <https://www.invertia.com/es/noticias/fondos-de-inversion/20190521/mas-de-30-gestoras-aun-reparten-mas-de-la-mitad-de-sus-comisiones-en-retrocesiones-271166>

53 NAVARRO FRÍAS, I., “De sesgos y retrocesiones: MiFID II y las nuevas perspectivas de protección del inversor”, *Revista de Derecho del Mercado de valores*, núm. 23/2018 p. 3.



Para ello, conviene comenzar por el art. 141 letra g) LMV, el cual lo define como el “servicio de inversión consistente en la emisión de una recomendación personalizada a un cliente, ya sea a petición de este o por iniciativa de la entidad, con respecto a una o más operaciones relativas a instrumentos financieros concretos”. Así mismo, añade el propio artículo, dichas recomendaciones han de presentarse como idóneas para el cliente, teniendo en cuenta sus circunstancias personales; no estando dentro del concepto de asesoramiento, todas aquellas recomendaciones de carácter genérico y no personalizadas que se puedan realizar en el ámbito de la comercialización o venta de valores e instrumentos financieros por parte de las entidades comercializadoras, en cuyo caso tendrán la consideración de meras comunicaciones. Con todo esto, podemos afirmar que, el ejercicio del asesoramiento no se limita a poner a disposición del cliente diversas ofertas o productos para satisfacer sus necesidades, lo que comportaría únicamente una acción de comercialización, sino que es necesario que el asesor recabe información del inversor, de su situación financiera y objetivos, ofreciéndole en base a ello diversas opciones.

Partiendo de esta base, MiFID II añadió al concepto los adjetivos “independiente” y “no independiente”, exigiendo en el primero de los casos una serie de requisitos, ya estudiados en el anterior epígrafe, como son la prohibición de incentivos y la evaluación de una gama lo suficientemente amplia de instrumentos financieros, que en caso de no cumplirse, supondrían la calificación del asesoramiento como no independiente, debiendo, eso sí, informarse al cliente de ello y de los incentivos que se obtienen.

Expuesto esto, solo nos queda destacar porqué ha cobrado tanta relevancia con esta Directiva. La respuesta la encontramos en la tradición española y en cómo se ha venido haciendo hasta el momento. Y es que, el asesoramiento en España es prestado en su mayoría por entidades de crédito, más concretamente bancos, ya que el cliente medio o ahorrador minorista no suele acudir a entidades o profesionales del sector, sino que, por extensión o desconocimiento, acude a la misma entidad bancaria donde tiene depositado su dinero. A esto tenemos que unir la extensa red de distribución con la que cuentan estas entidades, la percepción de gratuidad del servicio de asesoramiento, tal y como



nos referíamos al principio, y la alta edad del cliente, así como la dificultad operativa a la hora de contratar productos de inversión fuera del círculo bancario, que lo que hacen es reforzar el oligopolio que ostentan estas entidades<sup>54</sup>. Esta estructura no favorece ni los intereses del cliente ni la implantación del asesoramiento independiente, ya que, al fin y al cabo, lo único que fomenta es el interés del banco y el cobro de las ya más que familiares retrocesiones. Y por desgracia y como empezamos diciendo, esto no va a cambiar con MiFID II. Las entidades bancarias sin duda optarán por el asesoramiento no independiente, por todo lo ya mencionado. Por su parte, el resto de entidades financieras como las Eafis optará por un asesoramiento mixto donde convivan ambos, recibiendo el asesoramiento independiente un número muy reducido de clientes, generalmente, los que ostentan grandes rentas y que demandan un servicio donde valoran la capacidad de diversificación y gestión del asesor, estando dispuestos a pagar por ello el cien por cien del coste del asesoramiento.<sup>55</sup>

En lo que respecta a la gestión de carteras, podemos afirmar que han llegado a su fin las retrocesiones, pues en este caso ni MiFID II ni su transposición a la LMV han dado alternativas, ya que, desde su entrada en vigor, el asesoramiento que conlleva este servicio habrá de ser prestado de manera independiente, lo que comporta un adiós a la recepción de cualquier incentivo monetario de tercero (art. 220 quater LMV). Todo ello se traduciría, en principio, en un servicio de mayor calidad y que garantiza la búsqueda del mejor interés para el cliente. Sin embargo, los que pueden acceder a este tipo de servicios no son muchos, ya que, para ello las entidades establecen un mínimo de inversión que va desde los 15.000 euros que exige Bankinter hasta los 60.000 que piden entidades como Santander o CaixaBank, aunque esta última lanzó un servicio low cost para patrimonios de 1.000 euros. Sin embargo, en esos casos raras son las ofertas para acceder a fondos de gestoras que no son del propio banco. De hecho, la mayoría de los bancos segmenta ese acceso en función del patrimonio de cada cliente, dejando la

54 HUETE, M., *La encrucijada de las gestoras dependientes de los bancos*, 2016. [Recuperado: 03/06/2019]. Disponible en:

<https://martinhuete.com/la-encrucijada-de-las-gestoras-dependientes-de-los-bancos/>

55 GARCÍA LÓPEZ, E., “Asesoramiento mixto, el preferido por la Banca Privada ante MiFID II”, *EFPA*, núm. 12.132, 2017, p 39.



inclusión de fondos de terceros solo para aquellos inversores más pudientes<sup>56</sup>. Así, en el caso de los patrimonios más bajos, la composición de la cartera gestionada, que suele incluir en gran medida fondos de inversión por la ventaja fiscal que tienen respecto a otros productos, no responde a una solución a medida, ya que aunque la composición se decide en función del perfil de riesgo del cliente y su objetivo de inversión, en el caso de este tipo de patrimonios, que por otro lado son los mayoritarios, las entidades trabajan con carteras estandarizadas<sup>57</sup>. En conclusión, si bien es cierto que en este tipo de servicios se han eliminado el cobro de retrocesiones, lo que supone una victoria para el inversor, permanecen otras prácticas que nuevamente centran su actuación en la obtención de mayores beneficios para la entidad, en lugar de en el mejor interés para el cliente.

## **11. Las consecuencias jurídicas de las retrocesiones: el control de la CNMV**

La práctica de retrocesiones en los supuestos prohibidos podría producir en la actualidad dos tipos de consecuencias: una en la vía civil y otra en la vía administrativa. En lo que respecta a las consecuencias administrativas, se encuentran previstas en la LMV y en ellas toma un papel muy importante, como es imaginable, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Por esta razón y con el fin de comprender más el alcance de las mismas, vamos a abordar, en primer lugar, este organismo, sus potestades y sus funciones.

En este sentido, podemos definir la CNMV como aquella entidad de derecho público, con personalidad jurídica propia, que fue creada en virtud de la Ley 24/1988 del Mercado de Valores (regulándose en la actualidad en los art. 16 y ss. LMV) y que posee plena capacidad pública y privada para velar por la transparencia del mercado, la

56 PALOMARES, A., *Gestión de carteras: ¿un traje a medida?*, ElEconomista.es, 2018. [Recuperado:04/06/2019]. Disponible en: <https://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/9133251/05/18/Gestion-de-carteras-un-traje-a-medida.html>

57 PALOMARES, A., *Gestión discrecional: pros y contras del nuevo producto favorito de los bancos*, ElEconomista.es, 2017. [Recuperado:04-06-2019]. Disponible en: <https://www.eleconomista.es/inversion-a-fondo/noticias/8679489/10/17/Gestion-discrecional-pros-y-contras-del-nuevo-producto-favorita-de-los-bancos.html>



correcta formación de precios y la protección de los inversores; encomendándosele para ello la supervisión, ordenación, control e inspección del mercado de valores<sup>58</sup>.

En cuanto a su ámbito de actuación, podemos decir que la acción de la Comisión se proyecta, principalmente, sobre las sociedades que ofrecen valores para ser colocados de forma pública, sobre los mercados secundarios de valores, y sobre las empresas que prestan servicios de inversión y las instituciones de inversión colectiva. Sobre estas últimas, así como sobre los mercados secundarios de valores, la CNMV ejerce una supervisión prudencial, que garantiza la seguridad de sus transacciones y la solvencia del sistema. Para realizar este cometido, recibe un importante volumen de información acerca de los intervinientes en los mercados, cuyo contenido es en su mayoría público y se encuentra en sus Registros Oficiales.<sup>59</sup>

Para el cumplimiento de todas las funciones mencionadas se le atribuye la potestad sancionadora (art. 17.2 LMV), regulándose el régimen jurídico de las infracciones y sanciones en el T. VIII, capítulo IV de la LMV, bajo la rúbrica del “*Régimen de supervisión, inspección y sanción*”. Dentro de todo este articulado, la infracción a la que haría referencia el cobro de retrocesiones, la encontramos en el art 284.5, el cual dispone que serán consideradas como infracciones muy graves: *El incumplimiento no meramente ocasional o aislado por parte de las empresas de servicios y actividades de inversión de sus obligaciones establecidas en los artículos 220 ter a 220 sexies*, los cuales precisamente se refieren, entre otros aspectos, a la prohibición de percibir incentivos de terceros (en el caso del asesoramiento independiente y de la gestión discrecional de carteras), y a los requisitos para el cobro de estas comisiones en los supuestos de asesoramiento no independiente.

La consecuencia, al tratarse de un incumplimiento muy grave, se establece conforme a las prescripciones del art 302 LMV, el cual dispone una serie de sanciones que pueden

58 CORTÉS, L., Contratos y mercados financieros, en MENÉNDEZ, A., ROJO, A., *Lecciones de Derecho Mercantil (Volumen II)*, Décimosexta Edición, Civitas, Navarra, 2018, p. 209.

59 CNMV. *Funciones* [Consulta: 04/06/2019] Disponible en: <https://www.cnmv.es/portal/quees/Funciones/Funciones.aspx>





ser impuestas cumulativamente y que consisten, básicamente, en: multas, suspensión de actividades, suspensión de la condición de miembro del mercado secundario oficial, exclusión de la posibilidad de negociación de instrumentos financieros, revocación de la autorización (en el caso de ESI), suspensión o separación del cargo de administración o dirección, etc.

Por otro lado, cabría la posibilidad, como empezamos diciendo, de que por la vía civil el incumplimiento de una norma imperativa, como es la de los preceptos 220 ter a 220 quinquies, pudiese producir como resultado la nulidad o anulabilidad del contrato (al amparo del art. 6.3 Cc) y el correspondiente resarcimiento de los daños (conforme al art. 1.101 Cc). Sin embargo, ni la Directiva europea ni la LMV, tras su transposición, establecen como una consecuencia a su incumplimiento la nulidad del contrato de adquisición del instrumento financiero, sino que lo que prevén para el caso de su contravención son las consecuencias en el orden administrativo antes comentadas.

No obstante, ello no quita que podamos contemplar la posibilidad de que la infracción de estas normas de conducta, relacionadas con la protección del inversor, puedan tener efectos sobre la validez del contrato. Pues, el cobro de retrocesiones en los supuestos prohibidos o condicionados comporta, a su vez, falta de transparencia, incumplimiento del deber de información, además de una conducta desleal y poco profesional por los prestadores del servicio<sup>60</sup>. Todo esto, en una determinada situación, podría llegar a repercutir en la decisión de contratar del inversor y, por tanto, suponer la existencia de un error vicio en su consentimiento, en cuyo caso, sí se podría recurrir a esta vía civil<sup>61</sup>, como así se ha declarado en numerosas sentencias<sup>62</sup>. En ellas, el marco normativo de referencia era MiFID I, pero por analogía y conforme a mi particular entender, sería posible también aplicarlo a lo dispuesto en MiFID II, ya que ninguna de las dos establecía nada al respecto.

60 Ello se deduce de la remisión que hace el propio art. 220 quinquies al art 208 LMV.

61 VALPUESTA GASTAMINZA, E., "Incumplimiento de la normativa comunitaria MiFID en cuanto a los deberes de información y evaluación del cliente: Consecuencias en el ámbito contractual según la jurisprudencia española", *Cuaderno de Derecho Transnacional*, V. 8, Nº1, 2016, p. 282.

62 STS 840/2013, de 20 de enero; STS 716/2014, de 15 de diciembre; STS 323/2015, de 30 de junio.



Sin embargo, hay que señalar que, aunque la jurisprudencia mencionada ampara esta posibilidad de declararse la nulidad del contrato celebrado, se refiere a supuestos donde la falta de transparencia y la conducta desleal por parte de la entidad prestataria es muy evidente, bien por no cumplirse con los procedimientos legalmente establecidos (en los casos, por ejemplo, en los que es preciso realizar un test de idoneidad o conveniencia), o bien por ofrecer productos financieros no adecuados; tratándose, por tanto, de actos con los que sí se podría haber afectado a la toma de decisión del inversor de haberlos conocido. En resumidas cuentas, lo que se trata de poner de manifiesto aquí es que en ninguna de las sentencias estudiadas se impone este tipo de consecuencias por la práctica de retrocesiones, lo que podría fundarse en el hecho de que aunque tal actuación está relacionada, como hemos podido ver, con la falta de transparencia y el deber de información, en sí misma, no comporta una infracción tan grave en lo que se refiere a la formación de la voluntad del inversor como para originar un vicio en su consentimiento.

En conclusión y a modo de resumen, ante el incumplimiento de la normativa referente al cobro de retrocesiones existe siempre una consecuencia en la vía administrativa, mediante la apertura del correspondiente expediente sancionador por la CNMV, mientras que las repercusiones en la vía civil dependerán de que tal infracción conlleve una falta de consentimiento o un consentimiento viciado, lo que parece muy difícil que ocurra a través de esta conducta única y exclusivamente. Esto significa que éstas últimas (consecuencias civiles) no operan de manera automática y que, por ende, puede ocurrir, que ante una infracción de este tipo, se imponga la correspondiente sanción administrativa, pero que no suponga la nulidad del negocio jurídico por no darse, como hemos visto, las condiciones para ello.

## **12. Las retrocesiones y su futuro en el resto de Europa desde la entrada de MiFID II: los casos de Holanda y Reino Unido**

Al disponerse que la nueva normativa europea (MiFID II) adoptaría la forma de Directiva y no de Reglamento, se otorgó a los estados una facultad muy importante: la



de decidir cómo adaptarían sus ordenamientos, si siendo más restrictivos o simplemente conformándose con las disposiciones imperativas que en ella se establecían.

No hace falta decir que España no fue de los primeros casos, por lo menos en lo que a las retrocesiones se refiere. En contrapartida, países como Reino Unido u Holanda no solo fueron más restrictivos, sino que se adelantaron a la propia MiFID II prohibiendo totalmente este tipo de prácticas para establecer, a mi parecer, un modelo de negocio más ético, profesional y leal con los intereses de sus clientes.

Así, por ejemplo, en el caso de Holanda está prohibido el cobro de retrocesiones en materia de servicios de inversión a clientes minoristas desde el 1 de enero de 2014, lo cual es bastante destacable ya que el mercado del asesoramiento holandés está controlado, al igual que ocurre en la mayoría de Europa (incluida España), por los bancos. De hecho, aproximadamente el 95% del mercado está controlado por ellos, por lo que la entrada en vigor de la normativa europea ha provocado que la banca holandesa se replantee dos vías de modelo de negocio: el primero, consistiría en el desarrollo de un modelo de bajo coste o de solo ejecución y, el segundo, en centrarse en los clientes con alto patrimonio. Independientemente de ello, cuyo resultado final desconocemos, lo que sí está claro es que con la nueva normativa se ha debilitado el asesoramiento.

Por su parte, lo ocurrido en Reino Unido no es tan equiparable a nuestra situación, ya que este territorio presenta un modelo de negocio bastante diferente, pues el mercado de distribución y asesoramiento está, principalmente, en manos de los denominados IFA (*Independent Financial Advisers*<sup>63</sup>), que ostentan cerca del 70-75 % del negocio y que vendrían a ser una figura similar a las EAFIs en España. Partiendo de esta panorámica tan distinto al español (donde el sector está prácticamente bancarizado) y centrándonos en el modelo inglés, la normativa que introdujo tal prohibición fue la denominada *Retail Distribution Review*, más conocida por sus siglas RDR. Entró en vigor el 1 de enero de 2013, tras ocho años de debates y consultas, y tiene su origen en la crisis,

<sup>63</sup> Se trata de asesores independientes, no empleados por los productores de los instrumentos financieros, que proveen servicios de asesoramiento sobre los mismos, así como sobre toda clase de servicio de inversión.



concretamente, en el intento de recuperar la confianza de los inversores para lograr nuevamente canalizar el ahorro hacia la inversión, tarea que en su momento no se planteó nada fácil por, entre otros aspectos, la practica de retrocesiones, las cuales suponían la creación de sesgos y conflictos de intereses en el asesor, que lo único que hacían era potenciar esa desconfianza. Razón por la que Reino Unido decidió acabar totalmente con ellas, estableciendo para ello dos tipos de asesoramiento: el “independiente” y el “restringido”.

Esta clasificación puede recordarnos a lo que MiFID II impuso a los Estados. Sin embargo, la diferencia es que en ninguno de estos dos modelos se permite el cobro de incentivos o comisiones de terceros (por lo que el asesor solo cobra por su servicios a través de los honorarios que le paga el cliente), aunque sí se dan diferencias de calidad entre los dos, puesto que en el primero de ellos, es decir, en el del asesoramiento independiente, los asesores se caracterizan por seguir un modelo de “arquitectura abierta”, lo que les dota de total libertad para considerar objetivamente todos los tipos de instrumentos de inversión capaces de satisfacer las necesidades de su cliente; mientras que en el segundo, esto es el asesoramiento restringido, no se cumple con ese estándar, ya que solo se ofrece asesoramiento sobre ciertos productos o entidades, pero eso sí, se le explica al cliente las limitaciones o restricciones en que se pueda estar incurriendo por ello.<sup>64</sup>

En definitiva, desde las perspectiva europea nos hemos centrado en estos dos países, ya que, a diferencia del resto de Estados miembro de la UE (cuya actuación en este tema ha sido parecida a la de España), estos han tomado una postura más revolucionara, incluso previamente a la entrada en vigor de la normativa. Finalmente, en cuanto a las consecuencias que esa decisión les ha reportado, muchos expertos las han calificado de negativas, ya que consideran que ha sido la causante de un encarecimiento del servicio, de la exclusión financiera de los segmentos de los ahorradores con un volumen de patrimonio más reducido, de la reducción de la oferta del producto y de un menor

64 MIGUEZ, S., SARRIA, J., FAUSTINO, A., FERRER, J., “Nuevos Modelos de Negocio en el Asesoramiento Financiero tras las Modificaciones Regulatorias de MiFID II”, *Instituto de Estudios Bursátiles*. 2016, pp. 58-69.



desarrollo del servicio de comercialización de fondos de inversión, sin que ello supusiese en contrapartida un impulso del servicio de asesoramiento ni de gestión de carteras<sup>65</sup>. No obstante, a pesar de esos perjuicios en los que se fundamentan los detractores de la eliminación de las retrocesiones es innegable que los cambios producidos en estos países han dotado a sus mercados financieros de mayor seguridad y profesionalidad, pues si bien en cierto que ha disminuido la cantidad tanto de prestatarios como de clientes, ha aumentado la calidad del servicio. Y en esa disyuntiva solo quedaría plantearse, qué es lo que preferimos.

### **13. Conclusiones**

En este trabajo hemos podido comprobar como el cobro de retrocesiones se ha convertido y consolidado a lo largo del tiempo en una práctica tradicional, casi inherente, a la prestación de determinados servicios de inversión. Hemos constatado el perjuicio que causa al cliente, que no solo desconoce su existencia, sino que también es ajeno al conflicto de interés en el que se ve involucrado el intermediario, aquel en quien deposita además de sus ahorros, su confianza, porque aunque jurídicamente su función no trascienda más allá de la comercialización (cumpliéndose las prescripciones legales establecidas), en la práctica, lo que ese cliente entiende es que le están asesorando, que le están dando el mejor consejo, la mejor opción para que sus ahorros crezcan y no que están comparando, como en la realidad sucede, qué productos (dentro de los que se le puede ofrecer) tienen mayores comisiones. Así, hemos descubierto que no hay ninguna característica positiva, en términos de competencia, profesionalidad o ética, que realmente fundamente su permanencia, más que los intereses económicos de quienes se sirven de ellas (las entidades bancarias) y justifican su mantenimiento en una tradición o estructura hegemónica, la cual se prevé imposible sin este tipo de prácticas.

Desconocemos si eso es verdad, aunque, por otro lado, países como Holanda y Reino Unido las han eliminado, así que parece que no es un supuesto tan imposible.

<sup>65</sup> ÁLVAREZ ALVA, J., “MiFID II: Incorporación en las entidades financieras”, *Centro de Estudios Financieros (CEF)* 2018, p. 69.



Indistintamente MiFID II decidió no eliminarlas o al menos no totalmente, eso sí aumentó los requisitos y exigencias para su percepción. De esta manera, y con otras muchas prescripciones, la normativa quería corregir los errores y debilidades que la gran crisis financiera había dejado a la vista, estableciendo como bases de su regulación el aumento de la transparencia en el funcionamiento de la industria de inversión y el otorgamiento al inversor minorista de una doble capa de protección. Estos fueron sus objetivos, lo que trataba de conseguir en la práctica, sin embargo, parece que lo buscado y lo obtenido distan mucho de ser igual. La realidad ha demostrado que esa mayor transparencia y protección al inversor se ha traducido en mayor burocracia, vulgarmente, en más papeles que firmar por el destinatario de los mismos (el cliente), quien, a pesar de ello, continúa sin comprender con qué se compromete, o qué adquiere. Y de esto no podemos echarle la culpa solamente a MiFID II, ya que ninguna obligación puede complementar la ausencia tan abismal de educación y formación financiera. Es imprescindible además de deseable que se eduque a la población en este sector, de lo contrario los responsables de sus decisiones en este serán las entidades bancarias, pues hemos comprobado que más información no es directamente proporcional a mayor racionalidad y fundamento en la decisión.

Y esto nos lleva al último punto que quiero abordar en estas conclusiones, como es la actuación y comportamiento de las empresas de inversión y entidades bancarias, ya que este era otro de los objetivos que perseguía MiFID II, dotar a los sujetos prestatarios de servicios de inversión de una mayor profesionalidad, honorabilidad e imparcialidad, a través de toda una serie de normas de conducta, de manera que se volviese a poner en la cúspide el interés superior del cliente. Pero, nuevamente, parece que la normativa europea no ha alcanzado sus objetivos, debido a que la pervivencia de las retrocesiones en los servicios de asesoramiento no independiente, supone en la práctica que los inversores minoristas que no ostenten grandes patrimonios (que, por otro lado, son la mayoría de la población), solo tengan acceso a ese tipo de asesoramiento y, por lo tanto, el conflicto de intereses que suponía ese tipo de práctica se mantenga como si la directiva nunca hubiese existido, pues aunque se le informe de la existencia de esos



sesgos o intereses privados del asesor, ya sabemos que el cliente no lo entenderá como una medida de precaución.

En definitiva, y como si de una portada de periódico se tratase, la directiva MiFID II trae buenas noticias a las entidades bancarias: se promete larga vida a las retrocesiones.



#### 14. Bibliografía Básica

- ÁLVAREZ ALVA, J., “MiFID II: Incorporación en las entidades financieras”, *Centro de Estudios Financieros (CEF)*, 2018, p. 49-75.
- ALONSO CABORNERO., FJ. FRANCO HIDALGO, S., GALLEGO TORTUERO, I., “MiFID II. Novedades en relación con las normas de conducta. Especial referencia al asesoramiento de inversiones”, *Revista cuatrimestral de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales*, núm. 89, 2013, p. 95-122.
- ARENILLAS LORENTE, C., *La MIFID y sus implicaciones para las entidades de crédito*, Mediterráneo económico. [Consulta: 30/05/2019]. Disponible en: <http://www.carlosarenillas.es/docs/La%20Mifid%20y%20sus%20implicaciones%20para%20las%20entidades%20de%20cr%C3%A9dito,%20publicado%20en%20el%20n%C3%BAmero%208%20de%20la%20Revist.pdf>
- CNMV., *Fichas del inversor: Tarifas y comisiones por servicios de inversión*, septiembre de 2009. [Consulta: 15-05-2019] Disponible en: [https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Fichas/Ficha\\_Tarifas.pdf](https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Fichas/Ficha_Tarifas.pdf)
- CNMV., *Funciones* [Consulta: 04/06/2019] Disponible en: <https://www.cnmv.es/portal/quees/Funciones/Funciones.aspx>
- CNMV., *Las empresas de servicios de inversión*, 5º Edición, CNMV, 2006. [Consulta: 13-05-2019] Disponible en: [https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Guias/guia\\_empresasinversion.pdf](https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Guias/guia_empresasinversion.pdf)
- CNMV., *Las principales comisiones de los fondos de inversión*. [Consulta: 21-05-2019] Disponible en: <https://www.cnmv.es/Portal/inversor/Fondos-Comisiones.aspx>
- CNMV., *Preguntas y Respuestas sobre la aplicación de la directiva MiFID II*, 2018. [Recuperado 06/06/2019]. Disponible en: [https://www.cnmv.es/docportal/Legislacion/FAQ/FAQ\\_MiFIDII130718.pdf](https://www.cnmv.es/docportal/Legislacion/FAQ/FAQ_MiFIDII130718.pdf)
- CASTELLÓ MUÑOZ, E., “La protección del cliente de servicios financieros”, *Revista cuatrimestral de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales, Especial 50 Aniversario ICADE*, 2011, núm. 83-84, p. 69-88.
- CORTÉS, L., *Lecciones de contratos y mercados financieros*, Thomson-Civitas, Madrid, 2004.
- DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “Repensar la protección del inversor: bases para un nuevo régimen de la contratación mobiliaria”, *Diario La Ley*, núm. 8549, 2015, p. 1-50.





- DE LA CUESTA RUTE, J., *Derecho Mercantil*, Cuarta edición, Barcelona, Huygens, 2015.
- DEL PUERTO, JM., *Más de 30 gestoras aún reparten más de la mitad de sus comisiones en retrocesiones*, Invertia, 2019. [Recuperado: 06/06/2019]. Disponible en <https://www.invertia.com/es/noticias/fondos-de-inversion/20190521/mas-de-30-gestoras-aun-reparten-mas-de-la-mitad-de-sus-comisiones-en-retrocesiones-271166>
- GARCÍA LÓPEZ, E. “Asesoramiento mixto, el preferido por la Banca Privada ante MiFID II”, *EFPA*, núm. 12.132, febrero de 2017, p. 38-39.
- HUETE, M., *La encrucijada de las gestoras dependientes de los bancos*, 2016 [Recuperado: 03/06/2019]. Disponible en: <https://martinhuete.com/la-encrucijada-de-las-gestoras-dependientes-de-los-bancos/>
- HUETE, M., *Las retrocesiones en los fondos de inversión*, 2016 [Consulta: 23-05-2019]. Disponible en <https://martinhuete.com/las-retrocesiones-en-los-fondos-de-inversion/>
- FERNÁNDEZ ORDÓÑEZ, M., *Banco de España. Eurosistema: Jornadas de la CNMV sobre protección del inversor en la MiFID. Reflexiones sobre la MiFID*, Madrid, enero de 2007. [Consulta 29-06-2019]. Disponible en: <https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/IntervencionesPublicas/DelGobernador/mfo240107.pdf>
- GIMÉNEZ, Ó., *Por qué las retrocesiones de los fondos sobrevivirán con MiFID II*, El Confidencial, marzo de 2018. [Recuperado: 02/06/2019]. Disponible en: [https://www.elconfidencial.com/mercados/2018-03-07/retrocesiones-fondos-inversion-inverco-mifid\\_1530990/](https://www.elconfidencial.com/mercados/2018-03-07/retrocesiones-fondos-inversion-inverco-mifid_1530990/)
- IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J., *La contratación en el Mercado de Valores*, Marcial Pons, Madrid, 2001.
- Iberley., *El contrato de gestión de cartera de valores*, noviembre de 2015. [Consulta: 22-05-2019] Disponible en: <https://www.iberley.es/temas/contrato-gestion-cartera-valores-45191>
- INVERCO., *Qué son los Fondos y Sociedades de Inversión (IIC)*. [Consulta: 21-05-2019] Disponible en: <http://www.inverco.es/20/22/25>
- LEGORBURO, J., *Test MIFID: Test de Idoneidad y Test de Conveniencia*, LC Legorburo Consultores, abril de 2014. [Consulta: 09-07-2019]. Disponible en: <https://www.legorburoconsultores.es/test-mifid-idoneidad-conveniencia.html>
- MENÉNDEZ, A., ROJO, A., *Lecciones de Derecho Mercantil (Volumen II)*, Décimosexta Edición, Civitas, Navarra, 2018.



- MIGUEL SERRANO, A., *MiFID II ¿una revolución para el ahorrado en fondos?*, Inversión y finanzas.com, febrero de 2019. [Recuperado: 06-06-2019]. Disponible en: <http://www.finanzas.com/noticias/mercados/fondos-inversion/20190225/mifid-revolucion-para-ahorrador-3997805.html>
  
- MIGUEZ, S.H., SARRIA, J., FAUSTINO, A., FERRER, J., “Nuevos Modelos de Negocio en el Asesoramiento Financiero tras las Modificaciones Regulatorias de MiFID II”, *Instituto de Estudios Bursátiles (IEB)*, 2016, p. 1-129 [Consulta: 01/06/2019]. Recuperado de: <https://www.ieb.es/ww2017/wp-content/uploads/2017/05/InformMIFID.pdf>
  
- NAVARRO FRÍAS, I., “De sesgos y retrocesiones: MiFID II y las nuevas perspectivas de protección del inversor”, *Revista de Derecho del Mercado de valores*, núm. 23/2018 p. 1-13
  
- PALOMARES, A., *Gestión de carteras: ¿un traje a medida?*, *ElEconomista.es*, 2018. [Recuperado:04/06/2019]. Disponible en: <s/mercados-cotizaciones/noticias/9133251/05/18/Gestion-de-carteras-un-traje-a-medida.html>
  
- PALOMARES, A., *Gestión discrecional: pros y contras del nuevo producto favorito de los bancos*, *ElEconomista.es*, 2017. [Recuperado:04-06-2019]. Disponible en: <https://www.economista.es/inversion-a-fondo/noticias/8679489/10/17/Gestion-discrecional-pros-y-contras-del-nuevo-producto-favorita-de-los-bancos.html>
  
- PINTO, J., *¿A cuánto asciende el porcentaje de retrocesión de las grandes gestoras españolas?*, *Funds people*, abril de 2016. [Consulta 24-05-2019]. Disponible en: <https://es.fundspeople.com/news/a-cuanto-asciende-el-porcentaje-de-retrocesion-de-las-grandes-gestoras-espanolas>
  
- VALPUESTA GASTAMINZA, E., “Incumplimiento de la normativa comunitaria MiFID en cuanto a los deberes de información y evaluación del cliente: Consecuencias en el ámbito contractual según la jurisprudencia española”, *Cuaderno de Derecho Transnacional*, V. 8, N°1, 2016, p. 271-299.
  
- VIVES, X. “La crisis financiera y la regulación”, *IESE Business school – Universidad de Navarra*, núm. 179, 2010, p. 1-17.
  
- Wolters Kluwer., *Contrato de gestión de cartera de valores*. [Consulta: 22-05-2019]. Disponible en: [https://guiasjuridicas.wolterskluwer.es/Content/Documento.aspx?params=H4sIAAAAAAAAAEAMtMSbF1jTAAAUMjA0sTtbLUouLM\\_DxbIwMDCwNzAwuQQGZapUt-ckhlQaptWmJOcSoAIDYSBzUAAAA=WKE](https://guiasjuridicas.wolterskluwer.es/Content/Documento.aspx?params=H4sIAAAAAAAAAEAMtMSbF1jTAAAUMjA0sTtbLUouLM_DxbIwMDCwNzAwuQQGZapUt-ckhlQaptWmJOcSoAIDYSBzUAAAA=WKE)
  
- Wolters Kluwer., *Empresas de servicio de inversión*. Disponible en: <http://guiasjuridicas.wolterskluwer.es/Content/Documento.aspx?>



params=H4sIAAAAAAAAAEAMtMSbF1jTAAAUMjU1MztlUouLM\_DxbIwMDCwNz  
AwuQQGZapUt-ckhlQaptWmJOcSoAU2U5QDUAAAA=WKE

- ZUNZUNEGUI, F., *Derecho del Mercado Financiero*, Tercera edición, Barcelona, Marcial Pons, 2005.

- ZUNZUNEGUI, F., “Retrocesiones y malas prácticas bancarias”, *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, 2007, p.1.