



**Consulta pública sobre los productos financieros complejos y no complejos en la MiFID a efectos de aplicación de los requisitos de evaluación de la conveniencia. (MiFID complex and non-complex financial instruments for the purposes of the Directive´s appropriateness requirements)**

**[Enlace al documento: MiFID complex and non-complex financial instruments for the purposes of the Directive´s appropriateness requirements.](#)**

### **1.- A quien va dirigido (potenciales interesados):**

- Intermediarios financieros autorizados para prestar servicios de inversión.
- Inversores.
- Participantes en los mercados en general.

### **2.- Nota Informativa**

La MiFID incluye una serie de normas de conducta aplicables a la prestación de servicios de inversión a los clientes. En especial, la información a obtener de los clientes varía en función de la naturaleza del servicio prestado, pudiendo diferenciarse, a los efectos de este documento, las situaciones siguientes:

a) cuando se presta el servicio de asesoramiento en materia de inversión o gestión de carteras, la entidad deberá cumplir con los requisitos asociados a la realización del llamado test de idoneidad y recogidos en el artículo 19.4 de la Directiva de Nivel 1 y artículos 35 y 37 de la Directiva de Nivel 2.

b) cuando se presta un servicio distinto de los dos anteriores, las entidades deberán cumplir con los requisitos del llamado test de conveniencia recogidos en el artículo 19.5 de la Directiva de Nivel 1 y artículos 36 y 37 de la Directiva de Nivel 2.

c) sin embargo, excepcionalmente, una entidad podría prestar los servicios de ejecución o recepción y transmisión de órdenes sin aplicar el test de conveniencia cuando se cumplan los requisitos del artículo 19.6 de la Directiva de Nivel 1 y artículo 38 de la Directiva de Nivel 2 “sólo ejecución”, siendo una de las condiciones que el servicio se refiera a un **instrumento no complejo**.

**En definitiva, se plantea una mayor protección de los inversores minoristas en relación con los instrumentos complejos para los que siempre habría que aplicar el test de conveniencia salvo cuando, por el tipo de servicio, proceda aplicar el test de idoneidad.**

**En consecuencia, la distinción entre producto financiero complejo y no complejo es fundamental.** A tales efectos, la Comisión Europea estableció en febrero del 2006 que la complejidad no necesariamente es sinónimo del riesgo asociado a un instrumento sino que viene determinada por la forma en la que un

instrumento está estructurado, en la medida en que ello influirá en la mayor o menor facilidad para comprender los riesgos asociados al mismo.

El artículo 19.6 de la MiFID establece una lista no cerrada de productos no complejos: acciones admitidas a cotización en un mercado regulado o en un mercado equivalente de un tercer país, instrumentos del mercado monetario, obligaciones y otras formas de deuda titulizada (salvo que incorporen un derivado implícito), Instituciones de Inversión Colectiva armonizadas a nivel europeo y otros instrumentos financieros no complejos que cumplan con lo previsto en el artículo 38 de la Directiva de Nivel 2.

El documento se estructura sobre la base del análisis de los tipos de instrumentos financieros no complejos del artículo 19.6 de la MiFID así como de los criterios definidos en el artículo 38 de la Directiva de Nivel 2.

### **Sección 1ª: Acciones admitidas a cotización en un mercado regulado o en un mercado equivalente de un tercer país.**

Incluye comentarios en relación con el concepto de mercado regulado y mercado equivalente de un tercer país y, sobre todo, acerca de qué tipos de acciones están directamente incluidas y deben considerarse productos financieros no complejos y cuáles deben ser analizados a la vista del artículo 38 de la Directiva de Nivel 2 como, por ejemplo, valores equivalentes a acciones, certificados de depósito representativos de acciones y acciones no admitidas a cotización en mercados regulados o en un mercado equivalente de un tercer país.

Por otro lado, las acciones convertibles y las acciones preferentes con opción de amortización anticipada son consideradas como instrumentos complejos mientras que los derechos de suscripción preferente sobre acciones admitidas a cotización en un mercado regulado se podrían considerar como no complejos.

### **Sección 2ª: Instrumentos del mercado monetario, obligaciones y otras formas de deuda titulizada.**

Contiene varias cuestiones sobre qué instrumentos deben entenderse comprendidos en cada categoría. Así, los instrumentos del mercado monetario se consideran como no complejos salvo que incorporen un derivado implícito o se trate de papel comercial titulado.

En cuanto a las obligaciones y otras formas de deuda titulizada, el documento refleja la opinión de CESR de que, aunque no contengan un derivado implícito, no siempre deberían considerarse automáticamente como productos financieros no complejos sino que habría que atender a la estructura del instrumento. En ese sentido, CESR considera que determinados tipos de deuda titulizada como los Asset Backed Securities, Mortgage Backed Securities, Collateralised Debt Obligations o Asset Backed Commercial Paper, deberían considerarse como productos complejos.

En relación con los productos estructurados, el documento realiza una descripción general considerando que, habitualmente, contienen un derivado implícito y, en consecuencia, deberían tratarse como complejos (por ejemplo, productos estructurados referenciados a una cesta de acciones, a índices o a materias primas).

A estos efectos, resulta interesante el concepto de obligación y otras formas de deuda titulizada que incluyen un derivado implícito, adoptando la descripción de derivado implícito utilizada por el IASB en su NIC 39.

En ese sentido, las obligaciones convertibles, las obligaciones que incorporan una opción de compra o venta así como las participaciones preferentes de la legislación española son explícitamente consideradas como instrumentos complejos por incorporar derivados implícitos.

En cuanto a las obligaciones respaldadas por una cesta de activos que se mantienen en el balance de la entidad (por ejemplo, cédulas hipotecarias), se consideran productos financieros no complejos, salvo que incorporen un derivado implícito. No obstante, cuando se trata de estructuras en las que los activos que las respaldan están fuera de balance, se considera que deberían tener el mismo tratamiento que los valores titulizados. Los certificados de depósito sobre obligaciones (al igual que en el caso de las acciones) se analizarán a la vista del artículo 38 de la Directiva de Nivel 2.

### **Sección 3ª: UCITs y otras Instituciones de Inversión Colectiva.**

Las cuestiones que se plantean están relacionadas fundamentalmente con las Instituciones de Inversión Colectiva no armonizadas., Habitualmente se incluye en esta categoría a los Fondos inmobiliarios, Fondos de capital riesgo, Fondos de inversión alternativa (hedge funds) y Fondos de Fondos de inversión alternativa. El documento propone que las participaciones o acciones de las mismas se clasifiquen aplicando los requisitos del artículo 38 de la Directiva de Nivel 2.

Respecto a las IIC armonizadas, si bien según la Directiva son instrumentos no complejos, el documento pone de manifiesto la opinión de CESR de que no siempre las mismas deberían ser incluidas automáticamente en esa categoría.

### **Sección 4ª: Otros instrumentos financieros no complejos por aplicación del artículo 38 de la Directiva de Nivel 2.**

Esta sección contiene 6 preguntas sobre la interpretación del artículo 38 de la Directiva de Nivel 2 según el cual un instrumento financiero puede ser considerado no complejo cuando:

1.- No se incluye dentro del artículo 4.1.18. c) de la Directiva MiFID de Nivel 1 ni en los puntos 4 a 10 de la sección C del Anexo I de la misma, (incluyéndose a modo de ejemplo en esta categoría los instrumentos derivados tales como futuros, opciones, swaps, forwards sobre tipos de interés, contratos financieros por diferencias, warrants, etc).

2.- Existen posibilidades frecuentes de venta, reembolso u otro tipo de liquidación a precios disponibles públicamente para los participantes en los mercados y que sean precios de mercado o validados por sistemas de evaluación independientes del emisor.

A este respecto, el documento indica que no bastaría con que un título estuviera admitido a negociación sino que, en la práctica, es necesario que existan posibilidades frecuentes de venta determinados, por ejemplo, por la existencia de creadores de mercado en un mercado no regulado. En cuanto a la publicidad de los precios, el

documento considera cumplido este requisito en el supuesto en el que se apliquen los requisitos de pre y post-transparencia contenidos en la MiFID. En el caso de Instituciones de Inversión Colectiva no armonizadas, se menciona como ejemplo de sistema de evaluación independiente del emisor, la supervisión de los mismos por parte de un Depositario.

3.- No conlleve responsabilidad real o potencial para el cliente que exceda del coste de adquisición.

4.- Esté a disposición del público información completa sobre sus características de forma que un cliente minorista medio pueda emitir un juicio informado acerca de si realizar una transacción sobre dicho producto. A modo de ejemplo, se indica que dicha información debe ser fácilmente accesible y podrá referirse a la estructura del producto, cálculo de la rentabilidad, valor de rescate, garantías, riesgos u otras circunstancias que puedan afectar al valor, rendimiento o liquidez del instrumento.

### **Sección 5ª: Otros productos.**

En este apartado, el documento hace referencia especial al criterio de la Comisión Europea que considera como instrumento MiFID un depósito que incorpore un derivado implícito que tenga el potencial de reducir el capital inicial invertido. Adicionalmente, se hace referencia a los contratos sobre materias primas negociados en un mercado (Exchange Traded Commodities), en los que habrá que atender a la estructura concreta del contrato para su clasificación (por ejemplo, cuando se incorporen a un contrato por diferencias, deberían ser tratadas como instrumentos complejos).

### **Sección 6ª: Conclusiones y listado de cuestiones.**

En conclusión, este documento pretende realizar un análisis que ayude a clarificar la inclusión en una u otra categoría (complejos o no complejos) de determinados ejemplos de instrumentos financieros a los efectos de la aplicación de las normas sobre evaluación de la conveniencia. Asimismo, se suscitan ciertas cuestiones interpretativas a la luz de los recientes acontecimientos acaecidos durante la crisis financiera.

El Anexo 1 contiene una tabla resumen de instrumentos complejos/no complejos.

### **3.- Solicitud de comentarios**

El período de consultas finaliza el **17 de julio de 2009**.

Las observaciones pueden enviarse directamente a la página web de CESR ([www.cesr-eu.org](http://www.cesr-eu.org)) bajo el encabezamiento "consultations".

Asimismo, se solicita la remisión de una copia de los documentos a la dirección de la CNMV que se indica a continuación:

Dirección de Relaciones Internacionales  
c/ Miguel Ángel 11  
28010 Madrid

[International@cnmv.es](mailto:International@cnmv.es)