

# RMMV

## Revista de Derecho del MERCADO de VALORES

### Dirección

CÁNDIDO PAZ-ARES – ALBERTO ALONSO UREBA

### Secretaría

Antonio Roncero Sánchez  
Antonio Perdices Huetos  
Pedro Portellano Díez  
María Jesús Peñas Moyano  
Reyes Palá Laguna

Guillermo Guerra Martín  
Aurora Campins Vargas  
María Isabel Sáez Lacave  
Ignacio Gómez-Sancha Trueba

### s u m a r i o

#### Estudios

- *Justificación de las operaciones de exclusión de cotización. Un análisis económico*, Fernando Vives Ruiz
- *Instituciones financieras para la mejora del Mercado Inmobiliario: los Fondos de Titulización (en particular, los Fondos de Titulización Hipotecaria) y las Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliarias (en particular, los Fondos de Inversión Inmobiliaria)*, Alberto Javier Tapia Hermida
- *Efectos de la reforma contable sobre la discrecionalidad informativa*, José Antonio Laínez Gadea
- *El cumplimiento telemático de los deberes de información relevante a la CNMV*, M.ª de la Sierra Flores Doña

#### Análisis

- *La cotización de sociedades españolas en mercados extranjeros: el rompecabezas normativo*, Francisco Garcimartín Alférez
- *El deber de adecuación de los intermediarios financieros a la MiFID en el Derecho portugués*, Paulo Câmara
- *El nuevo régimen de inversiones de las Instituciones de Inversión Colectiva*, Elisa Rincón
- *El modelo de contrato-tipo de gestión de carteras de inversión: situación tras la transposición de MiFID*, Alberto García Tobajas
- *La regulación de los conflictos de intereses en la MiFID*, Galo Juan Sastre Corchado
- *El nuevo régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión. Principales novedades del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero*, Guillermo Bernaldo de Quirós Cabrera

#### Mercados y Praxis Negocial

- *FTSE4GOOD IBEX: El nuevo índice español socialmente responsable*, Luis Ferruz Agudo/Isabel Marco Sanjuán/Fernando Muñoz Sánchez
- *La exclusión del derecho de suscripción preferente en las salidas a Bolsa con previa oferta pública de adquisición*, José Blanco Aróstegui
- *Efectos mercantiles de la nueva normativa contable*, Mario Alonso Ayala
- *Límites en la negociación de acciones propias por sociedades cotizadas*, Javier Menchén Calvo
- *Aplicación de los nuevos límites para la formulación de cuentas abreviadas: ¿Debe la sociedad auditarse en 2008?*, Idoya Fernández Elorza

#### Crónica del Mercado de Valores

- Legislación
- Jurisprudencia
- Documentación

RMMV



LA LEY

grupo Wolters Kluwer

N.º 3  
Año 2008

# RMV

## REVISTA DE DERECHO DEL MERCADO DE VALORES

### Dirección

Cándido Paz-Ares

Alberto Alonso Ureba

### Secretaría

Antonio Roncero Sánchez  
Antonio Perdices Huetos  
Pedro Portellano Díez

María Jesús Peñas Moyano  
Reyes Palá Laguna  
Guillermo Guerra Martín

Aurora Campins Vargas  
María Isabel Sáez Lacave  
Ignacio Gómez-Sancha Trueba

### Consejo Asesor

Jaime Aguilar Fernández-Hontoria  
Sebastián Albella Amigo  
Guillermo Alcover Garau  
Jesús Alfaro Águila-Real  
Mario Alonso Ayala  
Francisco Alonso Espinosa  
José María Beneyto Pérez-Cerdá  
Juan María Bilbao Ubillos  
Joaquín Bisbal i Méndez  
Jorge Caffarena Laporta  
Luis Cazorla Prieto  
Luis de Carlos Beltrán

Manuel Casero Mejías  
Vicente Conde Viñuelas  
Alberto Díaz Moreno  
Emilio Díaz Ruiz  
Ignacio Díez-Picazo Giménez  
José Miguel Embid Irujo  
Luis Fernández del Pozo  
Javier García de Enterría  
Francisco Garcimartín Alférez  
José María Garrido García  
Íñigo Gómez Jordana

José Antonio Gonzalo Angulo  
Joaquín Hervada Yáñez  
Fernando Martínez Sanz  
Rafael Mateu de Ros  
Francisco Palá Laguna  
José Luis Piñar Mañas  
María Gracia Rubio de Casas  
Alberto J. Tapia Hermida  
Fernando Torrente García de la Mata  
Fernando Vives Ruiz  
Jaime Zurita y Sáenz de Navarrete

### Redacción

María Ángeles Alcalá Díaz  
Pedro José Bueso Guillén  
Concepción Chamorro Domínguez  
María Enciso Alonso-Muñumer  
Luisa María Esteban Ramos  
Mónica Fuentes Naharro  
Andrés Gutiérrez Gilsanz  
Esther Hernández Sáinz  
Blanca Leach Ros  
Álvaro López-Jorrín

Fernando Marín de la Bárcena  
Francisco Martínez Segovia  
Ana Felicitas Muñoz Pérez  
Francisco Navarro Gancedo Rodríguez  
Ignacio Olivares Blanco  
Amalia Rodríguez González  
Ignacio Paz-Ares Rodríguez  
Benjamín Peñas Moyano  
Anunciación Pérez Pueyo  
Juan Antonio Roca Fernández-Castanys

Fernando Sacristán Bergia  
Manuel Sánchez Álvarez  
Luis Ángel Sánchez Pachón  
Rosa Tapia Sánchez  
Mauricio Troncoso Reigada  
María Valmaña Ochaíta  
Carlos Vargas Vasserot  
Aristides Jorge Viera González  
Javier Ybáñez Rubio

### Consejo Internacional

John Armour (*Universidad de Cambridge, Reino Unido*)      Karsten Schmidt (*Bucerius Law School, Alemania*)  
Theodor Baums (*Universidad Johann Wolfgang Goethe, Alemania*)      Gerald Spindler (*Universidad de Göttingen, Alemania*)  
Luca Enriques (*Universidad de Bolonia, Italia*)      Guhan Subramanian (*Universidad de Harvard, Estados Unidos*)

# Revista de Derecho del Mercado de Valores

## SUMARIO

### Estudios

- Justificación de las operaciones de exclusión de cotización. Un análisis económico, *Fernando Vives Ruiz* ..... 9
- Instituciones financieras para la mejora del Mercado Inmobiliario: los Fondos de Titulización (en particular, los Fondos de Titulización Hipotecaria) y las Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliarias (en particular, los Fondos de Inversión Inmobiliaria), *Alberto Javier Tapia Hermida* ..... 37
- Efectos de la reforma contable sobre la discrecionalidad informativa, *José Antonio Láinez Gadea* ..... 59
- El cumplimiento telemático de los deberes de información relevante a la CNMV, *M.<sup>a</sup> de la Sierra Flores Doña* ..... 79

### Análisis

- La cotización de sociedades españolas en mercados extranjeros: el rompecabezas normativo, *Francisco Garcimartín Alférez* ..... 135
- El deber de adecuación de los intermediarios financieros a la MiFID en el Derecho portugués, *Paulo Câmara* ..... 147
- El nuevo régimen de inversiones de las Instituciones de Inversión Colectiva, *Elisa Rincón Holgueras* ..... 161
- El modelo de contrato-tipo de gestión de carteras de inversión: situación tras la transposición de MiFID, *Alberto García Tobajas* ..... 197
- La regulación de los conflictos de intereses en la MiFiD, *Galo Juan Sastre Corchado* ..... 227
- El nuevo régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión. Principales novedades del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, *Guillermo Bernaldo de Quirós Cabrera* ..... 249

### Mercados y Praxis Negocial

- FTSE4GOOD IBEX: El nuevo índice español socialmente responsable, *Luis Ferruz Agudo/ Isabel Marco Sanjuán/Fernando Muñoz Sánchez* ..... 271

• La exclusión del derecho de suscripción preferente en las salidas a Bolsa con previa oferta pública de adquisición, <i>José Blanco Aróstegui</i> .....	283
• Efectos mercantiles de la nueva normativa contable, <i>Mario Alonso Ayala</i> .....	293
• Límites en la negociación de acciones propias por sociedades cotizadas, <i>Javier Menchén Calvo</i> .....	303
• Aplicación de los nuevos límites para la formulación de cuentas abreviadas: ¿Debe la sociedad auditarse en 2008?, <i>Idoya Fernández Elorza</i> .....	309
<b>Crónica del Mercado de Valores</b>	
<b>• Legislación</b>	
— Crónica Legislativa, por <i>Antonio Perdices Huetos, Maribel Sáez Lacave y Aurora Campins Vargas</i> .....	315
— La Circular 3/2007 de la CNMV: requisitos y limitaciones de la operativa bajo contratos de liquidez a los efectos de su aceptación como práctica de mercado, <i>Manuel Mingot y Juan José Corral</i> .....	329
— Desarrollo del régimen de recursos propios de las entidades financieras y su aplicación a las empresas de servicios de inversión por el Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, <i>Fernando Mínguez Hernández y Pablo Bergli Fernández</i> .....	341
— Los instrumentos de refinanciación tras la Ley de Reforma del Mercado Hipotecario, <i>Josefina Mumuera Cebrián</i> .....	353
<b>• Jurisprudencia</b>	
— Crónica Jurisprudencial, <i>M.ª de la Concepción Chamorro Domínguez</i> .....	369
— El nuevo marco de la prenda de créditos: ficción o realidad. Algunas observaciones a propósito de la Disposición Final Tercera de la Ley 41/2007 y la Resolución de la Dirección General de Registros y del Notariado de 18 de marzo de 2008, <i>Carmen Iglesias Bragado y Leonardo Fernández Rodríguez</i> .....	379
— Adquisición de empresas en el mercado de valores, obstaculización y competencia desleal (comentario a los Autos del Juzgado de lo Mercantil núm. 2 de Bilbao de 26 de marzo y de Mayo de 2008), <i>Aurea Suñol</i> .....	385
<b>• Documentación</b>	
— Crónica Documental, <i>Reyes Palá, M.ª Jesús Peñas y Ana Felicitas Muñoz Perez</i> .....	403

# RMV

## ESTUDIOS

### Índice

- Justificación de las operaciones de exclusión de cotización. Un análisis económico,  
*Fernando Vives Ruiz*
- Instituciones financieras para la mejora del Mercado Inmobiliario: los Fondos de Titulización (en particular, los Fondos de Titulización Hipotecaria) y las Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliarias (en particular, los Fondos de Inversión Inmobiliaria),  
*Alberto Javier Tapia Hermida*
- Efectos de la reforma contable sobre la discrecionalidad informativa, *José Antonio Láinez Gadea*
- El cumplimiento telemático de los deberes de información relevante a la CNMV,  
*M.<sup>a</sup> de la Sierra Flores Doña*

# EL DEBER DE ADECUACIÓN DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS A LA MiFID EN EL DERECHO PORTUGUÉS

PAULO CÁMARA (\*)

Abogado

## SUMARIO

- I. *Planteamiento*
- II. *Estructura del deber*
- III. *La evaluación de la adecuación*
- IV. *Ejecución estricta de órdenes*
- V. *Los instrumentos financieros complejos*
- VI. *Extensión a otros productos financieros*

## I. PLANTEAMIENTO

I. Los mercados financieros exhiben señales de una creciente sofisticación. Las turbulencias experimentadas globalmente desde agosto de 2007 acaban de confirmarlo. La deficiente valoración de los instrumentos financieros emitidos en operaciones de titulización, tuvo efectos exponencialmente negativos tras una sucesión de incumplimientos de créditos de alto riesgo (*subprime*): a ello siguió una retracción importante en los mercados Inter-bancarios, el descenso generalizado de cotizaciones y un descenso de la confianza en los mercados financieros.

Asimismo, la ocasión es propicia para fijar nuestra atención en una de las novedades legislativas consagradas al refuerzo de la toma de decisiones de inversión bien fundadas, tras la transposición de la Directiva de mercados de instrumentos financieros en Portugal, realizada en virtud de la entrada en vigor del DL núm. 357.º-A/2007, de 31 de octubre.

II. Desde el punto de vista de las necesidades informativas de los inversores, las reglas sobre «folletos de ofertas públicas de valores mobiliarios no constituyen una respuesta suficiente para lidiar con la complejidad creciente de los instrumentos financieros». Esto es debido a tres motivos: en primer lugar, el concepto restringido de oferta pública deja fuera de lo previsto en el art. 109.º CVM a muchas operaciones de distribución de valores mobiliarios. Además, el régimen de ofertas públicas no se aplica a instrumentos financieros que no tengan la condición de valores mobiliarios. Por último, aun estando en el caso de ofertas públicas de valores mobiliarios, el respectivo folleto es, muchas veces, una pieza de gran volumen, con más de un

---

(\*) (Sérvulo e Associados – Sociedade de Advogados). Traducción de Lucas OLO FERNANDES, Reyes PALÁ LAGUNA y Nuno João DE OLIVEIRA.

centenar de páginas, lo que disminuye los casos en que realmente se leen y se comprenden por parte de sus destinatarios<sup>(1)</sup>.

En este contexto, es de particular relevancia el deber impuesto a los intermediarios financieros, de previo escrutinio sobre el carácter adecuado de la operación que prevén ofrecer a sus clientes.

III. El origen de este deber de adecuación está enraizado en las construcciones norteamericanas sobre el deber de tratamiento equitativo del cliente.

En los EE.UU., el deber de adecuación (*suitability rule*) está consagrado en las reglas de los organismos autorreguladores [v. gr., FINTRA, sucesora de la *National Association of Securities Dealers* (NASD) y el *Chicago Board Options Exchange*]<sup>(2)</sup>, que buscaba en su origen servir de respuesta a las técnicas de comercialización agresiva de instrumentos financieros. Según su principal consagración, está en causa el deber, impuesto en la prestación de servicios relacionados con la transmisión de valores, de recomendar únicamente aquellos valores que, de acuerdo con la información conocida, sean adecuados para el cliente. El origen de este deber jurídico<sup>(3)</sup> se remonta a un estudio de la SEC realizado en 1963, que dibujaba un paisaje muy preocupante en relación con las prácticas agresivas utilizadas en aquel tiempo en la distribución de instrumentos financieros y a los comportamientos, descubiertos en muchos inversores, similares a los detectados en juegos y apuestas. El estudio concluía recomendando a la NASD una intensificación y fiscalización redoblada del deber de adecuación<sup>(4)</sup>.

El fundamento de la *suitability rule*, así dibujada, estaría conectado a la inversión de confianza depositada por el cliente en la profesionalidad del intermediario financiero o en la relación contractual establecida entre ambos<sup>(5)</sup>. Sin embargo, a pesar de su génesis autorreguladora, el deber de evaluación de la adecuación para evitar errores de juicio por parte de los clientes tuvo también un desarrollo interpretativo por vía judicial y administrativa<sup>(6) (7)</sup>.

(1) CÂMARA, P., «A Directiva dos Prospectos: Contexto, Conteúdo e Confronto com o Direito Positivo Nacional», en AA.VV., *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor António Marques dos Santos*, I, Almedina, Coimbra, 2005, págs. 1083-1114.

(2) Se trata de la NASD Rule 2310 [Recommendations to clients (Suitability)], sobre la cual existe abundante material interpretativo (véanse, entre otros, IM-2310-1, IM-2310-2 e IM-2310-3) disponible en [www.finra.org](http://www.finra.org) y la Rule 9.9.2 de la CBOE.

(3) Hay quien apunta que antes de su juridificación, la adecuación ya era válida, en el contexto estadounidense como imperativo ético: POSER, N. S., «Liability of Broker-Dealers for Unsuitable Recommendations to Institutional Investors», *Brigham Young University Law Review* (2001), 1496.

(4) BENSON, M. J., *Online Investing and the Suitability Obligations of Brokers and Broker-Dealers*, *Suffolk University Law Review*, 34 (2001), 401.

(5) Para una descripción de las teorías basadas en la reputación y posición profesional del intermediario (*single theory*) y de las teorías fiduciarias derivadas de ciertas relaciones contractuales (v. gr., asesoría): LIPTON, D., *Broker Dealer Regulation*, vol. 2 (15A), Deerfield/New York/Rochester, (1996), § 5.01-§5.04; RAPP, R. N., «Rethinking Risky Investments for that Little Old Lady: A Realistic Role for Modern Portfolio Theory in Assessing Suitability Obligations of Stockbrokers», *Ohio Northern University Law Review* 24 (1998), 194-217.

(6) Nos remitimos a la Rule 15b10-3 de la SEC, que aplica este deber a intermediarios no afiliados al NASD.

(7) Atentan contra la naturaleza autorreguladora de estas indicaciones, el que las demandas judiciales promovidas por causa de supuestas violaciones de la *suitability rule* se basen ineludiblemente en la Rule 10b-5 aprobada con base en la Securities Exchange Act de 1934 [GEDICKS, F. M., «Suitability Claims and Purchases of Unrecommended Securities: An Agency Theory of Broker-Dealer Liability», *Arizona State Law Journal* (Summer 2005), 11; CUNNINGHAM, L., «Behavioral Finance and Investor Governance», *Washington and Lee LR*, vol. 59 (2002), págs. 767 y ss. Para los antecedentes, JENNINGS, R. J./ MARSH, H. Jr./COFFEE, John Jr., *Securities Regulation-Cases and Materials* 7, Westbury, N.Y. (1992), págs. 639-642]. Para nosotros, las referencias pioneras en la doctrina de la *unsuitability* se encuentran en el

Como decisiones judiciales célebres que pueden ilustrar el deber de adecuación podemos señalar las siguientes:

— Una viuda con recursos reducidos confía su patrimonio a un corredor que hace inversiones en valores mobiliarios de alto riesgo: el Tribunal entiende que ha habido una violación del deber de adecuación<sup>(8)</sup>.

— En respuesta a una acción basada en la violación del deber de adecuación, el intermediario alega que se trata de un cliente «sofisticado». El Tribunal le niega la razón, considerando que el deber de adecuación es aplicable a relaciones con cualquier tipo de clientes, sean éstos cualificados o no<sup>(9)</sup>.

IV. Este legado fue aprovechado en Europa, sea por la influencia de los principios de IOSCO sobre intermediación financiera<sup>(10)</sup>, que le aseguraron una mayor divulgación, sea por el mérito de las reglas vigentes en el Reino Unido<sup>(11)</sup>.

En el Derecho comunitario, la Directiva de Servicios de Inversión de 1993 ya exigía a los intermediarios financieros el deber de conocimiento de la situación financiera, de la experiencia y de los objetivos de inversión del cliente<sup>(12)</sup>. Sin embargo, es la consagración, en términos amplios, del deber de adecuación en la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros y su correspondiente Directiva de ejecución, la que culmina la recepción de esta figura en el contexto europeo.

V. Con carácter preliminar, debe señalarse que la comparación entre el régimen europeo y el estadounidense debe hacerse con extrema cautela. En los EE.UU., pese a que el deber de adecuación del instrumento financiero al cliente se sitúe en el marco de las recomendaciones de inversión<sup>(13)</sup>, el contenido concreto de este deber sigue siendo objeto de un significativo debate y hay autores que se lamentan de que este instituto no haya logrado todavía una consolidación satisfactoria<sup>(14)</sup>. Por el contrario, en Europa, hubo una emancipación significativa en relación a la contribución estadounidense, y actualmente la cuestión está sometida a reglas bastante desarrolladas que son de aplicación a todos los servicios de inversión.

El deber en cuestión se presenta así, en el régimen vigente en Europa, como un deber general en la prestación de servicios de intermediación. De ahí que, en la transposición de la Directiva comunitaria, la materia haya sido tratada en el *Código dos Valores Mobiliarios*, en subsección

importante ensayo de VELOSO, J. A., «Churning: Alguns Apontamentos com uma Proposta Legislativa», en *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa, págs. 349-453 (358, 380 y ss.).

<sup>(8)</sup> *Twomey v. Mitchum, Jones and Templeton, Inc.*: 262 Cal. App. 2d 690; 69 Calif. Rptr. 222 (1968).

<sup>(9)</sup> *Hanley v. SEC*: 415 F. 2d (2nd Circ. 1969).

<sup>(10)</sup> IOSCO, *Report on International Conduct of Business Principles* (1990), donde se lee que la recogida de información sobre el cliente *is a necessary element in enabling a firm to fulfil any suitability requirements*.

<sup>(11)</sup> En el Reino Unido, las primeras consagraciones de este deber surgieron en la *Core Rule 16* del Securities Investment Board, en el Capítulo II, 3.1 del IMRO y en la *Rule 5.31* de la SFA – organismos antecesores de la actual *Financial Services Authority*. Cfr. FISHER, J./ BEWSEY, J., *The Law of Investor Protection*, London (1997), págs. 33-36.

<sup>(12)</sup> Artículo 11.º, § 4.º, 4.º párrafo de la Directiva 93/22/CEE.

<sup>(13)</sup> Es cierto que la *Rule 405* de la NYSE tiene un ámbito más amplio, pero su contenido se resume en el deber de diligencia y de conocimiento del cliente, no pudiéndose calificar como un deber de adecuación en sentido propio.

<sup>(14)</sup> Los epítetos acuñados en la literatura son reveladores: «one of the most ill-defined concepts in all securities law» [BOOTH, R., «The Suitability Rule, Investor Diversification, and Using Spread to Measure Risk», *Business Lawyer*, vol. 54 (Aug.-1999), 1599], «nebulous and amorphous as to its content and parameters» [LOWENFELS, L., ALAN, R. y BROMBERG, A. R., «Suitability in Securities Transactions», *Business Lawyer*, vol. 54 (Aug.-1999), 1557].



propia, inserta en las disposiciones relativas a los deberes organizativos y de conducta de los intermediarios financieros (arts. 314.º-314.º-D) <sup>(15)</sup>, del Capítulo I, Título VI. Al respecto, un análisis atento de su régimen lleva a la conclusión de que sólo es aplicable a los servicios que impliquen una relación de clientela. De este modo, la gestión de sistemas multilaterales de negociación queda fuera de la disciplina a examinar. Su aplicación a la colocación y a la adquisición en firme parece, sin embargo, que pudiera derivarse de la naturaleza de las cosas.

## II. ESTRUCTURA DEL DEBER

I. El deber general de evaluación de la adecuación del servicio propuesto tiene una estructura compleja, descomponiéndose en tres deberes distintos, que se interconectan y persiguen el mismo fin:

- el deber de recogida de información;
- el deber de evaluación de la adecuación;
- el deber de información sobre la inadecuación o sobre la falta de información obtenida.

A continuación desarrollaremos, sucesivamente, cada uno de estos tres deberes.

II. Esta situación jurídica compleja presupone, como punto de partida, el deber de recabar una serie de datos sobre los conocimientos y la experiencia del cliente en materia de inversión en lo que respecta al tipo específico de producto o servicio ofrecido o solicitado, de modo que el intermediario pueda determinar si el concreto producto o servicio de inversión es adecuado para ese cliente.

Este deber de obtener información sobre el cliente (*know your client*) es incompatible con el deber tradicional de discreción que rige en la actividad bancaria, que puede implicar la prohibición de abordar cuestiones referidas a la esfera personal del cliente. Pero es que además, en la prestación de servicios de inversión, el intermediario financiero no puede incentivar a un cliente a no prestar la información requerida (art. 314.º.C, núm. 1).

En el caso portugués, atendiendo a las indicaciones comunitarias, existe un mínimo de información que debe ser obtenida del cliente <sup>(16)</sup>, establecida a través de un régimen dual: a las exigencias establecidas en términos generales (art. 314.º, 314.º-B y 314.º.C), se suma un régimen especial para la gestión de carteras de inversión y de asesoramiento sobre inversiones (art. 314.º.A).

El régimen general obliga a que el intermediario solicite a su cliente información relativa a sus conocimientos y experiencia en materia de inversión, en relación al tipo de instrumento financiero o al servicio en cuestión. Esta información debe ser suficiente para evaluar si el

<sup>(15)</sup> Entre nosotros, este deber se extiende a los comercializadores de participaciones en fondos de inversión mobiliarios que no sean intermediarios financieros: cfr. art. 70.º, núms. 3 y 4 del Reglamento de la CMVM núm. 15/2003, en la redacción dada por el Reglamento núm. 7/2007.

<sup>(16)</sup> En el Derecho estadounidense se produjo una apreciable evolución en la determinación del caudal de información que debe ser obtenida (GEDICKS, F. M., «Suitability Claims and Purchases of Unrecommended Securities: An Agency Theory of Broker-Dealer Liability», *cit.*, 5-6; HAZEN, T. L., *Securities Regulation*, cit. 836). De una posición inicialmente asumida por la NASD en 1964, en el sentido de la inexistencia de un deber positivo de recogida de información, mas tarde rechazada por la SEC, se evolucionó en 1991 hacia la consagración de un deber ampliado en la obtención de información acerca de inversores no institucionales (LOWENFELS L., ALAN, R. y BROMBERG, A. R., «Suitability in Securities Transactions», *cit.*, 1563-1564).

cliente comprende los riesgos que supone la operación (art. 314.º, núm. 1) y debe incluir al menos los tipos de servicios, operaciones y instrumentos financieros con que el cliente está familiarizado, la naturaleza, el volumen y la frecuencia de las operaciones del cliente en instrumentos financieros y el período durante el cual fueran realizadas; y el nivel de educación, la profesión o la anterior profesión del cliente (art. 314.º.B, núm. 1).

El objetivo final de la comprensión del riesgo de la inversión propuesta, teniendo como referencia inmediata a las personas físicas, también se debe aplicar a las personas jurídicas. En este caso, con todo, la dicción de la norma debe ser interpretada convenientemente, en el sentido de que la recogida de la información lo será del representante legal del cliente a efectos de la concreta inversión<sup>(17)</sup>. Tratándose de una figura que tiene como objetivo evitar errores de juicio, el art. 259.º del Código Civil sirve, por idéntica razón, de apoyo o respaldo a esta solución.

III. Aunque la Ley no lo diga expresamente, está implícito en el mensaje legislativo la idea de que el intermediario financiero debe también recoger toda la información sobre el instrumento financiero que se propone al cliente.

Esta conclusión se extrae de la mera interpretación literal del régimen recogido en los art. 314.º y siguientes. Si no fuera así, el intermediario no estaría capacitado para juzgar la adecuación entre el proyecto de inversión en cuestión y las características concretas del cliente. Esta cuestión parece clara, hasta el punto de que la única razón plausible por la que la ley no aclara el deber del intermediario de conocer la inversión por él propuesta, es porque tal declaración equivaldría a afirmar lo obvio.

Se concluye, pues, que también a la luz del Derecho portugués, el deber de adecuación presupone el deber del conocimiento del cliente (*know your client*) y del instrumento financiero afectado (*know your security*)<sup>(18)</sup>.

IV. Las exigencias descritas representan, como se ha indicado, el nivel informativo mínimo que debe ser requerido al cliente. El intermediario financiero puede exigir más información, y en muchos casos lo hará. Vale la pena traer a colación, al respecto, la existencia de un interesante debate, surgido en los EE.UU., sobre lo que debe ser evaluado a efectos del deber de adecuación.

Además de los aspectos financieros, están los que —basándose en las teorías sobre finanzas del comportamiento— sostienen que los test de adecuación deberían versar sobre el perfil psicológico del cliente, con el fin de detectar su propensión o aversión al riesgo o para evaluar sus expectativas en un sentido más global<sup>(19)</sup>.

El grado de diversificación de la cartera del cliente se destaca también como un elemento importante para evaluar el riesgo que una determinada inversión puede implicar<sup>(20)</sup>.

<sup>(17)</sup> También en este sentido: PRICE, R., «Conduct of Business Standards-Fair Dealing with Clients», en ELDERFIELD, M. (ed.), *A Practitioner's Guide to MiFID*, cit. pág. 162. Caso distinto es, naturalmente, el de la responsabilidad de la persona singular que, conociendo el riesgo, acepta una inversión desajustada al de la persona colectiva que representa: cfr., sobre esta cuestión, POSER, N. S., *Liability of Broker-Dealers for Unsuitable Recommendations to Institutional Investors*, cit., 1493, 2001.

<sup>(18)</sup> LOWENFELS, L. y BROMBERG, A. R. «Suitability in Securities Transactions», cit., pág. 1557.

<sup>(19)</sup> CUNNINGHAM, L., «Behavioral Finance and Investor Governance», cit., págs. 34-37.

<sup>(20)</sup> BOOTH, R., «The Suitability Rule, Investor Diversification, and Using Spread to Measure Risk», cit., págs. 1599-1627, que propone una evaluación agregada del *spread* de la cartera como medio de calcular el riesgo del patrimonio.

V. Como hemos indicado, una evaluación más exigente de la adecuación viene impuesta para los servicios de gestión de carteras y asesoría en materia de inversiones<sup>(21)</sup>, ya que son áreas en las que aparece más acentuada la naturaleza fiduciaria de la prestación del intermediario. En estos casos, según el art. 314.º.A, deben ser indagados, además de los extremos referidos anteriormente, la situación financiera y los objetivos de la inversión.

VI. A pesar de que el deber de adecuación vale también para los casos en que el cliente tiene la condición de inversor cualificado<sup>(22)</sup>, éste está sujeto a un régimen marcadamente diferenciado. Como planteamiento, la información recabada debe tomar en consideración la naturaleza del inversor (art. 314.º.B, núm. 2). Además, cuando el intermediario financiero presta un servicio de inversión a un inversor cualificado se presume que, con relación a los instrumentos financieros, operaciones y servicios para los cuales es tratado como tal, ese cliente tiene el nivel necesario de experiencia y de conocimientos (art. 314.º.B, núm. 3).

A esto hay que añadir que en la prestación del servicio de asesoría en materia de inversiones a un inversor cualificado, se presume que éste puede soportar financieramente cualquier eventual perjuicio causado por la inversión (art. 314.º.A, núm. 4).

Ambas presunciones descritas son, en términos generales (art. 350.º, núm. 2 CC) irrebatibles. Por ello, esta suposición sólo puede ser contestada basándose en la información de la que dispone el intermediario; es por ello por lo que que la Directiva utiliza la expresión «las empresas de servicios de inversión podrán asumir» y el art. 314.º.A, núm. 4 «o intermediário financeiro pode presumir».

### III. LA EVALUACIÓN DE LA ADECUACIÓN

I. En cada prestación de servicio de inversión, debe ser juzgada su adecuación al perfil del cliente.

Con frecuencia, la literatura califica la adecuación aquí expuesta como una adecuación cualitativa<sup>(23)</sup>, en contraposición a la adecuación cuantitativa, que se refiere a la prohibición de intermediación excesiva (*churning*)<sup>(24)</sup>. Esta afirmación, sin embargo, se puede revelar como inexacta. Es cierto que la evaluación aquí propuesta es esencialmente cualitativa, al basarse en una relación entre el concreto perfil del inversor y las características (en particular en cuanto al riesgo) del negocio en cuestión. Aun así, este contraste entre evaluación cuantitativa y cualitativa se revela excesivamente simplista, por cuanto que el riesgo que puede afectar a la cartera del cliente depende no sólo de la naturaleza de los instrumentos en los que invertir, sino también de la cuantía asociada y de la cartera global en cuestión<sup>(25)</sup>. Además, no se puede olvidar que el riesgo de la ejecución de órdenes inadecuadas enlaza con el hecho de que la remuneración de los intermediarios se basa en comisiones por negocio, estimulando estructuralmente la

nio mobiliario; en términos parecidos, COHEN, S. B., «The Suitability Rule and Economic Theory», *Yale Law Journal*, vol. 80, núm. 8 (1971), 1604-1635; RAPP, R. N., «Rethinking Risky Investments for that Little Old Lady: A Realistic Role for Modern Portfolio Theory in Assessing Suitability Obligations of Stockbrokers», *cit.*, 252-279.

<sup>(21)</sup> El concepto de asesoría en materia de inversión se emplea aquí en sentido técnico.

<sup>(22)</sup> Del mismo modo, en el panorama de norteamericano: LIPTON, D., *Broker Dealer Regulation*, *cit.*, § 5.01 [3].

<sup>(23)</sup> Así, JENNINGS, R. W., MARSH, Jr. H. y COFFEE, Jr. J., *Securities Regulation - Cases and Materials*<sup>7</sup>, *cit.*, 641-642; M. J., «Online Investing and the Suitability Obligations of Brokers and Broker-Dealers», *cit.*, 402.

<sup>(24)</sup> Para nosotros, cfr. el art. 310.º CVM.

<sup>(25)</sup> COHEN, S. B., *The Suitability Rule and Economic Theory*, *cit.*, 1607-1630.

realización de la orden <sup>(26)</sup>; no obstante, está claro que el interés del intermediario reside en mantener, en términos de durabilidad, el contrato de intermediación y la confianza de su cliente <sup>(27)</sup>. En otras palabras: la tensión entre la perspectiva de la ganancia (ilegitima) inmediata y la amenaza, aunque diferida, del daño reputacional es, al final, transversal en relación al deber de adecuación y a la prohibición de la intermediación excesiva.

Se entiende, por tanto, que el juicio acerca de la adecuación cualitativa del servicio al cliente es necesario pero puede que no sea suficiente.

II. Para que se entienda la intensidad de la evaluación aquí exigida, hay que contar, por un lado, con el régimen general y, por otro lado, con las especialidades en materia de gestión de carteras de inversión y de asesoramiento de inversiones.

En relación a todos los servicios de inversión, el intermediario debe verificar si el cliente dispone de la experiencia y de los conocimientos necesarios para comprender los riesgos que implica la operación (art. 314.º, núm. 1).

Además, en el caso de asesoramiento en materia de inversión y de gestión de carteras, será también necesario enjuiciar si la concreta operación a recomendar o a iniciar se corresponde con los objetivos de inversión del cliente en cuestión y si el cliente puede asumir financieramente cualquier riesgo de inversión conexo, de acuerdo con sus objetivos de inversión (art. 314.º.A, núm. 2).

La versión inglesa de la MiFID utiliza expresiones diferentes para cada uno de los exámenes requeridos: el primero se denomina *appropriateness regime* y el segundo, más exigente, *suitability regime* <sup>(28)</sup>. Pero semejante distinción de términos no está recogida en el texto nacional portugués, ni en el de la Directiva, ni en el de los preceptos del *Código dos Valores Mobiliarios* que procede a su transposición.

III. Las consecuencias de una evaluación negativa son diferentes en función del tipo de servicio del que se trate.

En el régimen general (*appropriateness regime*), si el intermediario financiero concluye que la operación en estudio no es adecuada para el cliente, debe advertírsele por escrito (art. 314.º, núm. 2).

Para los servicios de asesoramiento y de gestión de carteras, si el cliente no comprende los riesgos subyacentes a cada transacción, el intermediario no debe prestar el servicio.

La expresión legal recogida en el núm. 3 del art. 314.º, que es fiel reflejo del texto de la Directiva comunitaria, es que el intermediario *no debe recomendar* el servicio al cliente <sup>(29)</sup>. Pero conviene no olvidar que la prohibición de la prestación del servicio también se aplica a

<sup>(26)</sup> POSER, N. S., «Liability of Broker-Dealers for Unsuitable Recommendations to Institutional Investors», *cit.*, 1524-1527.

<sup>(27)</sup> Antológico, en esta materia: LANGEVOORT, D. C., «Selling Hope, Selling Risk: Some Lessons for Law from Behavioral Economics About Stockbrokers and their Sophisticated Customers», *California LR*, vol. 84, núm. 3 (1996), págs. 628-631, 648-669.

<sup>(28)</sup> Cfr., por ejemplo, CHIRICO, A., «Suitability and Appropriateness under MiFID: “Faithful watchdogs” or “terrible twins”?», *ECMI Policy Brief*, núm. 9 (Sept.-2007), págs. 3 a 6.

<sup>(29)</sup> Cfr. art. 35.º, núm. 1.c) [sic] de la Directiva 2006/73/CE.

la gestión de carteras donde no hay propiamente una recomendación, pero hay una ejecución discrecional (por parte del intermediario) de decisiones de inversión <sup>(30)</sup>.

En todo caso, la *ratio* de esta norma prohibitiva es fácil de entender. En efecto, la recomendación de un instrumento financiero o la ejecución de una decisión de inversión que implique un riesgo que el cliente no conozca, equivaldría al incumplimiento del deber de adecuación del intermediario, que es precisamente lo que el régimen en análisis pretende evitar.

IV. El deber de verificar la adecuación abarca los servicios referidos a negocios adquisitivos y dispositivos

Merece mención aparte la «transmisión de derechos de suscripción o de derechos de adquisición de participaciones sociales». Aquí —y salvo algunos casos de *short selling* de derechos—, el inversor se coloca en una situación en que la no-decisión implica el riesgo de dilución o pérdida patrimonial de su carteta. Por eso, el test de adecuación debe ser abordado en términos más abiertos —para no desembocar en la caducidad sistemática de los derechos por su no ejercicio (o tender a ello)—, lo que sería contrario a la teleología del precepto: la protección del cliente.

V. La Ley no prescribe un concreto intervalo temporal entre la evaluación de la adecuación y la prestación del servicio. Éste puede ser inmediato a aquél, si el resultado de la evaluación concluye en la adecuación del servicio

Además, al igual que sucede en relación a la clasificación de los clientes, no se establece una periodicidad para la revisión de los tests de adecuación. No se puede censurar esta solución. Como enseñan los estudios de finanzas conductuales (*Behavioral Finance*), la apetencia por el riesgo puede cambiar en función de un conjunto de elementos (edad, situación del mercado, origen del patrimonio afectado), lo que siempre haría difícil el establecimiento de un plazo legal para la revisión de la adecuación <sup>(31)</sup>.

VI. El régimen del deber de adecuación cuenta también con especialidades en el supuesto de relaciones plurisubjetivas

El intermediario financiero que recibe de otro intermediario financiero instrucciones para prestar servicios de inversión en nombre de un cliente de este último, puede confiar en dos fuentes distintas de información: en la información sobre el cliente que le ha sido transmitida por el intermediario financiero que le ha contratado, o en las recomendaciones relativas al servicio u operación que hayan sido transmitidas al cliente por el otro intermediario financiero (art. 314.º C, núm. 3).

El intermediario financiero que transmita instrucciones a otro intermediario financiero debe asegurar la suficiencia y la veracidad de la información transmitida sobre el cliente y

<sup>(30)</sup> PRICE, R., «Conduct of Business Standards – Fair Dealing with Clients», en ELDERFIELD, M. (Ed.), *A Practitioner's Guide to MiFID*, cit., págs. 161, 164, 169.

<sup>(31)</sup> LANGEVOORT, D. C., «Selling Hope, Selling Risk: Some Lessons for Law from Behavioral Economics About Stockbrokers and their Sophisticated Customers», cit., 627-699; CUNNINGHAM, L., «Behavioral Finance and Investor Governance», *Washington and Lee LR*, vol. 59 (2002), págs. 767 y ss.

la adecuación de las recomendaciones o de los consejos relativos al servicio u operación que hayan sido prestados a éste (art. 314.º.C, núm. 4).

Habiendo subcontratación, el deber de examen de adecuación corresponde realizarlo al subcontratante, dado que es «éste quien ha contratado directamente con el cliente».

VII. Por último, el cumplimiento del deber de adecuación presenta dificultades prácticas en cuentas en régimen de cotitularidad.

Como fácilmente se comprende, el problema existe con las cuentas solidarias, en las cuales los cotitulares autorizan la disposición de los valores inmobiliarios sin la necesaria intervención de los demás. Es por ello pertinente preguntarnos si en esta situación todos los cotitulares deben ser informados acerca del deber de adecuación.

Aunque el régimen jurídico no ofrezca una respuesta clara, no parece que ésta deba ser necesariamente afirmativa. Si sólo uno de los cotitulares tiene capacidad jurídica, debiera ser suficiente que el análisis se refiera sólo a este sujeto, dispensándose del mismo para con los demás. En el resto de los casos, parece que debe solicitarse la autorización de varios cotitulares y, en su caso, de todos los afectados.

No obstante, el sistema permite establecer pactos entre los cotitulares que confieran a uno solo de ellos la posición de examinado a efectos del cumplimiento del deber adecuación.

#### IV. EJECUCIÓN ESTRICTA DE ÓRDENES

I. Con respecto a los servicios de recepción, transmisión y ejecución de órdenes, la Ley consagra una importante derogación al deber de adecuación.

Se trata de los servicios de ejecución estricta (*execution-only*), que requieren el cumplimiento cumulativo de los requisitos siguientes:

— debe tratarse de un instrumento financiero no complejo, concepto que ya ha sido analizado<sup>(32)</sup>;

— que el servicio sea prestado por iniciativa del cliente<sup>(33)</sup>;

— que el cliente haya sido advertido, por escrito, aunque de forma genérica, de que en la prestación del servicio, el intermediario financiero no está obligado a determinar la adecuación de la operación consideradas las circunstancias del cliente; y

— que el intermediario financiero cumpla los deberes relativos a los conflictos de interés.

Si se cumplieran estos requisitos, ninguno de los tres deberes requeridos en estos casos —el deber de recogida de información, el deber de evaluación de la adecuación y el deber de información sobre la inadecuación o sobre la falta de información obtenida— serían exigibles.

---

<sup>(32)</sup> Cfr., *infra*, 5.

<sup>(33)</sup> Cfr. el Considerando 30 de la Directiva 2004/39/CE (DMIF), sobre la delimitación conceptual de lo que se considera que es un servicio prestado por iniciativa del cliente.

A partir de esta excepción, se infiere de la Ley que está permitida la existencia de *discount brokers*, dedicados exclusivamente a la mera ejecución de órdenes, siempre que se cumplan los requisitos anteriormente expuestos.

II. La prestación de servicios financieros por Internet está sujeta a las mismas reglas de adecuación<sup>(34)</sup>.

Se trata, sobre todo, de los servicios de consultoría, por un lado, y de recepción, transmisión y ejecución de órdenes, por otro. Teniendo en cuenta el menor contacto personal que este medio de comunicación implica, hay que asegurar que la información necesaria sea recabada del cliente, que los avisos sobre inadecuación estén correctamente dirigidos y que no haya prestación de recomendaciones en detrimento de los arts. 314.º y ss. CVM

En este ámbito, es importante delimitar claramente la frontera entre la consultoría genérica y la consultoría en sentido técnico. Normalmente se transmite bastante información por Internet, sin que ésta tenga el carácter de información personalizada<sup>(35)</sup>. Recordemos que el deber de adecuación, sólo se aplica a los casos de consultoría personalizada<sup>(36)</sup>.

La recepción, transmisión y ejecución de órdenes a través de Internet, por su parte, pasa a estar rodeada de mayores exigencias informativas. Aun así, como se ha indicado, el régimen de adecuación en este caso es, en comparación con el de consultoría, significativamente menos intenso en lo que respecta al acervo de información a recabar y a las consecuencias de una evaluación negativa de la adecuación. Es cierto que, estos servicios pueden prestarse en el marco de las reglas de ejecución estricta, arriba descritas. Pero de cualquier modo, los mecanismos indicados acaban por implicar limitaciones significativas a la ejecución estricta de órdenes por Internet con relación a instrumentos complejos. La comprensión de este concepto requiere una explicación adicional, que a continuación se expone.

## V. LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS COMPLEJOS

I. Los tipos de instrumentos financieros no pueden ser rigurosamente clasificados a priori, en función de su grado de complejidad. En efecto, incluso los tipos de valores mobiliarios de estructura tendencialmente más sencilla pueden estar asociados a elementos que hacen más difícil su calificación, como los criterios de remuneración.

Así, fue necesario que la legislación trazara un perímetro para separar los instrumentos financieros complejos de los no complejos, de modo que permitiera que estos últimos pudieran estar sujetos a reglas menos exigentes, precisamente en cuanto al deber de evaluación de la adecuación del instrumento financiero al cliente, sometiéndose en estos casos, como hemos expuesto, a un régimen de ejecución estricta.

<sup>(34)</sup> En el mismo sentido, a propósito del Derecho estadounidense: BENSON, M. J., *Online Investing and the Suitability Obligations of Brokers and Broker-Dealers*, cit., 395-413.

<sup>(35)</sup> ORTINO, M., *Il Mercato Comunitario sei Servizi di Investimento. Il «Trading On-line»*, Milán (2005), págs. 246-247.

<sup>(36)</sup> En los EE.UU., lo esencial orbita en torno a la discusión sobre la existencia de recomendación a efectos de la *suitability rule*. Cfr., a propósito, NASD, *Suitability Rule and Online Communications. Notice to Members 01-23* (April 2001). Ahí todavía, el concepto de recomendación de inversión presenta en algunas formulaciones un ámbito más amplio que el vigente en el régimen comunitario, al recoger todos los casos en los que una operación es, por algún medio, traída al conocimiento del cliente: BENSON, M. J., «Online Investing and the Suitability Obligations of Brokers and Broker-Dealers», cit., pág. 400.

II. En este sentido, la técnica utilizada para trazar la frontera entre instrumentos financieros complejos y no complejos implica la determinación de un elenco de instrumentos directamente considerados como no complejos, permitiéndose que otros puedan merecer tal calificación si cumplen una serie de requisitos adicionales.

Asimismo, tal y como se indica en el párrafo a) del núm. 1 del art. 314.º D CVM son directamente considerados instrumentos no complejos: las acciones admitidas a negociación en un mercado regulado (o mercado equivalente de países terceros), los instrumentos del mercado monetario, las obligaciones y otros valores mobiliarios que representen deuda (que no incorporen derivados) y los OICVM (participaciones en IIC)<sup>(37)</sup>.

Además, en los términos del núm. 2 del art. 314.º D CVM, se admite que otros instrumentos financieros se califiquen como no complejos siempre que:

— No sean títulos de participación, *warrants*, valores que den derecho a su adquisición o suscripción, valores atípicos<sup>(38)</sup>, contratos financieros por diferencias o instrumentos financieros derivados.

— Existan frecuentes ocasiones para «enajenarlos, rescatarlos o realizarlos» (ejecutarlos) a precios que sean públicos y que se encuentren a disposición de los participantes en el mercado; dichos precios serán los precios de mercado o los precios establecidos por sistemas de valoración independientes del emisor.

— No impliquen la asunción de responsabilidades por parte del cliente que excedan del coste de adquisición del instrumento financiero.

— Esté disponible públicamente información adecuada sobre sus características, del tal modo que permita a un inversor medio no cualificado evaluar, de manera razonada, la oportunidad de realizar una operación sobre estos instrumentos financieros.

La calificación de los *warrants* y de los valores «que den derecho a su adquisición o suscripción como instrumentos financieros complejos debe ser interpretada de manera más amplia». Tiene sentido que aquí se incluyan también otros instrumentos financieros derivados en particular los certificados, los valores mobiliarios obligatoriamente convertibles, los valores mobiliarios convertible por opción del emisor y los instrumentos derivados para la transferencia de riesgo de crédito.

III. La lista de instrumentos no complejos aquí descrita deriva directamente de la Directiva comunitaria en la materia —la DMIF—. Sin embargo, no parece que se trate de un listado claramente aceptado o suficientemente consensuado. La opción legislativa aparece repetidas veces criticada por ser demasiado estricta. Basta acordarse, por ejemplo, de que en la preparación del diploma europeo fueron varias las opiniones a favor de incluir en el elenco de instrumentos no complejos a los instrumentos derivados sencillos —lo que finalmente no fue aceptado—<sup>(39)</sup>.

El sistema, tal como se presenta, no escapa tampoco a acusaciones de cierto simplismo. A título de ejemplo, a la luz del criterio enunciado en el apartado a) del núm. 1 del art. 314.º D CVM, las acciones cotizadas de una sociedad de capital riesgo o de una sociedad que invierte

<sup>(37)</sup> Esta disposición transpone el art. 19.º, núm. 6, primer apartado, de la Directiva 2004/39/CE (DMIF).

<sup>(38)</sup> A efectos del apartado g) del artículo 1.º del Código.

<sup>(39)</sup> MOLONEY, N., *The Lamfalussy Process and Recent Evidence on Its Operation: An Examination on Level 2 and Level 3 and the Role of the CESR* (2007).



en *hedge funds* serían consideradas como valores mobiliarios no complejos. Puede, además, apreciarse alguna incoherencia como consecuencia del hecho de que la inversión en acciones sea considerada como una operación no compleja, mientras que la de los derechos inherentes a éstas merecen, por el contrario, la calificación de instrumentos complejos.

A pesar de todo, al conjunto de las críticas indicadas, así como a la norma cualificativa sub iúdice no se le puede atribuir excesiva importancia. Esta clasificación surge como una solución de conveniencia para tratar un aspecto muy puntual del régimen de la intermediación, sin que de ahí se puedan inferir consecuencias más amplias. Ciertamente es que esta clasificación no puede ser considerada como un indicio incontestable del riesgo que implican los instrumentos financieros de referencia. Pero esta categorización es, a pesar de todo, necesaria, para alcanzar una determinación apriorística de los instrumentos que admiten la ejecución estricta de órdenes.

## VI. EXTENSIÓN A OTROS PRODUCTOS FINANCIEROS

I. Uno de los recientes desarrollos relacionados con deber de adecuación está se refiere a su aplicación más allá del elenco de instrumentos financieros consagrado en la Directiva 2004/39/CE. El punto de partida para esta extensión se basa en la equivalencia funcional de otros productos financieros a que esté asociado un riesgo. En estos casos, el deber de adecuación se muestra útil para velar por la existencia de sólidos procesos de decisión por parte del ahorrador, y para prevenir asimetrías informativas en el circuito de distribución.

Tanto es así que en los EE.UU. hay un reconocimiento, por vía de la autorregulación, del deber de adecuación en la comercialización de rentas perpetuas (*annuities*)<sup>(40)</sup> y una creciente preocupación en la asesoría respecto a fondos de pensiones<sup>(41)</sup>.

II. El sistema jurídico portugués se ha situado en la primera línea de esta tendencia a través de la reciente consagración del deber de adecuación en la comercialización individual de fondos de pensiones abiertos y de contratos de seguro ligados a fondos de inversión (*unit-linked*)<sup>(42)</sup>.

Asimismo, en el régimen de comercialización pública de contratos de inversión en bienes «materiales se prevé que las sociedades comercializadoras deban solicitar al cliente la información necesaria para evaluar la adecuación del contrato ofrecido a sus circunstancias personales, en especial a su perfil de riesgo, con el fin de orientarlo para que su decisión de inversión sea tomada de forma consciente y se adecue a su perfil»<sup>(43)</sup>.

En ambos casos, se trata de un deber de adecuación simplificado, que no presupone en principio, la categorización de los clientes, aplicándose a cualquier cliente, independientemente de su naturaleza. Además, el grado prescriptivo aquí subyacente es más moderado, forzando

<sup>(40)</sup> NATIONAL ASSOCIATION OF INSURANCE COMMISSIONERS, *Suitability in Annuity Transactions Model Regulation* (2007); FINRA/ANNUITY WORKING GROUP, *Statement in Support of a Suitability Rule for Insurance Companies and Agencies* (7 de mayo de 2007), accessible en [www.finra.org](http://www.finra.org).

<sup>(41)</sup> LOSS, L., JSELIGMAN, J. y PAREDES, T., *Securities Regulation*<sup>3</sup> (Supl. 2007), 3336.

<sup>(42)</sup> Como referencia está el art. 14.º del Reglamento de la CMVM núm. 8/2007, cuyo núm. 1 dispone que las entidades comercializadoras solicitarán al cliente la información necesaria para evaluar la adecuación del producto ofrecido a sus circunstancias personales, señaladamente a su perfil de riesgo, con el objeto de orientarlo para que su decisión de inversión sea tomada de forma consciente y se adecue a ese perfil.

<sup>(43)</sup> Art. 13.º del Reglamento de la CMVM núm. 9/2007.

la recogida de información *necesaria* para evaluar la adecuación del producto ofrecido a las circunstancias personales del cliente.

III. Este desarrollo no se produce de forma aislada y constituye un interesante síntoma de vocación expansiva del deber de adecuación, dado su potencial proyección a otros instrumentos del sistema financiero. La red de distribución de instrumentos financieros pasa a asumir una función de indagación cognitiva de los conocimientos de los clientes y una función orientadora de las respectivas necesidades.

En sí, y en términos generales, esto constituye también un indicio revelador del carácter pionero de algunos institutos del Derecho del mercado de valores, que pese a su origen periférico, son portadores de contribuciones gradual y crecientemente enriquecedoras del núcleo del sistema jurídico.

# RMTV



LA LEY

grupo Wolters Kluwer

---

