



COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS

Bruselas, 14.11.2000
COM(2000) 722 final

COMUNICACIÓN DE LA COMISIÓN

**APLICACIÓN DE LAS NORMAS DE CONDUCTA DE CONFORMIDAD CON EL
ARTÍCULO 11 DE LA DIRECTIVA RELATIVA A LOS SERVICIOS DE
INVERSIÓN (93/22/CEE)**

COMUNICACIÓN DE LA COMISIÓN

APLICACIÓN DE LAS NORMAS DE CONDUCTA DE CONFORMIDAD CON EL ARTÍCULO 11 DE LA DIRECTIVA RELATIVA A LOS SERVICIOS DE INVERSIÓN (93/22/CEE)

- RESUMEN ANALÍTICO -

La existencia de unos mercados financieros integrados y eficientes en la UE tiene una importancia vital tanto para el adecuado funcionamiento de la economía europea en su conjunto como, más especialmente, para pasar a una economía basada en el conocimiento. En Lisboa, los Jefes de Estado y de Gobierno consideraron prioritario "facilitar la participación eficaz de todos los inversores en un mercado integrado". Con la presente comunicación se pretende contribuir a ese objetivo. El Plan de acción de los servicios financieros consideró que la incertidumbre existente sobre la manera de aplicar en la práctica las disposiciones del artículo 11 de la Directiva relativa a los servicios de inversión¹ constituye uno de los obstáculos potenciales a esta participación. La presente Comunicación se elabora en el contexto más amplio del ejercicio de consulta general sobre la forma de las posibles modificaciones formales a la DSI².

El contexto en que se aplica esta disposición ha experimentado cambios importantes estos últimos años:

- Se han introducido en los mercados de valores nuevos tipos de inversores.
- Las sociedades de inversión están desarrollando nuevas tecnologías para satisfacer el creciente interés existente para contar con un abanico más amplio de productos de inversión y para responder al aumento de la demanda en este ámbito.
- La Directiva sobre determinados aspectos jurídicos del comercio electrónico entrará en vigor a finales de 2001. Esto abrirá la vía hacia el cambio a un enfoque "país de origen" en lo referente a las normas aplicables a la prestación de servicios de inversión por vía electrónica a los profesionales, entre las que se encuentran las normas de conducta.
- La creación del FESCO (Foro de Comisiones Europeas de Valores-Forum for European Securities Commissions) permite a las autoridades supervisoras nacionales de los mercados de valores mobiliarios cooperar como nunca hasta ahora, con lo que se consigue una progresiva aproximación de las prácticas de supervisión. Esto se ha demostrado en el consenso informal alcanzado sobre la clasificación de los inversores a efectos del artículo 11.

La presente comunicación examina la manera en que el artículo 11 ha sido aplicado en los Estados miembros y da orientaciones sobre cómo podrían aplicarse las normas de conducta para facilitar la prestación de servicios transfronterizos.

¹ Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables, DO L 141/27, 11/6/93.

² Comunicación de la Comisión: Modernización de la DSI. (08.11.00).

Por lo que se refiere a su aplicación actual:

- Los Estados miembros han adoptado medidas para que las normas de conducta tengan efecto legal conforme a los principios del apartado 1 del artículo 11. Las disposiciones legales básicas han sido complementadas mediante normas de aplicación detalladas. Aunque su forma y contenido varían de un Estado miembro al otro, las normas de conducta nacionales garantizan un nivel de protección equivalente a los profesionales en la medida en que permiten a los inversores expertos adoptar decisiones fundamentadas sobre la naturaleza de los servicios propuestos.
- La obligación general de establecer una distinción entre los inversores profesionales y los demás se refleja en la mayoría de las legislaciones nacionales. Sin embargo, la aplicación práctica de esta distinción varía considerablemente de un Estado miembro al otro, con lo que las sociedades de inversión pueden clasificarse de diferente modo para las mismas operaciones en los distintos Estados miembros. Como consecuencia de ello, algunas sociedades de inversión que actúan sobre una base transfronteriza pueden verse en la obligación de cumplir requisitos cualitativamente diferentes en lo relativo a la conducta.
- Los Estados miembros utilizan diferentes pruebas para determinar "dónde se presta el servicio" de conformidad con lo dispuesto en el apartado 2 del artículo 11. En la práctica, sin embargo, no tienen en cuenta este aspecto y aplican sus normas de conducta nacionales a los servicios de inversión procedentes del exterior aunque el propio país del prestador del servicio aplique un nivel equivalente de protección.

Por las razones anteriormente mencionadas, la prestación transfronteriza de servicios de inversión se complica innecesariamente y se hace más costosa por la incertidumbre legal y la superposición de las exigencias reglamentarias. Para que los mercados de valores mobiliarios puedan integrarse satisfactoriamente, como deseaban los Jefes de Estado y de Gobierno, es esencial que se produzca una mayor convergencia en la aplicación de las normas de conducta. En particular, un enfoque coherente y sistemático que tenga en cuenta el carácter profesional del inversor puede contribuir en gran medida a la realización de un mercado único de los servicios de inversión salvaguardando al mismo tiempo totalmente la protección de los inversores. La comunicación sugiere lo siguiente:

- **Por lo que se refiere al apartado 1 del artículo 11**, la obligación de los Estados miembros de tener en cuenta el carácter profesional del inversor no deberá estar supeditada a la armonización previa del contenido de las normas de conducta. El FESCO ha alcanzado recientemente un acuerdo sobre un sistema para la clasificación de los inversores que proporciona una base consensual para identificar y supervisar a los "inversores profesionales".
- **Por lo que se refiere al apartado 2 del artículo 11**, el interés general exige que los órganos de control nacionales tengan en cuenta el carácter del inversor y su "necesidad de protección" antes de decidir imponer o no el respeto de las normas de conducta locales. El carácter profesional del inversor puede ayudar a determinar para apreciar si la imposición de las normas de conducta del país de acogida constituye una respuesta proporcionada a la "necesidad de protección" del inversor. También hay que tener en cuenta que las normas de conducta de todos los Estados miembros ya garantizan una protección suficiente y comparable a los inversores profesionales. Por lo tanto, los servicios de inversión prestados a inversores profesionales podrían ser regulados exclusivamente por las normas de conducta vigentes en el país del prestador de servicios ("país de origen") sin armonización previa. Por lo que se refiere a los pequeños inversores, subsisten diferencias entre la

protección proporcionada por las normas de conducta nacionales: de este modo, las autoridades del país de acogida pueden imponer sus normas de conducta locales a estos inversores con arreglo a los principios del Tratado y al derecho derivado.

La comunicación también examina la aplicación de las normas de conducta a las sucursales de las entidades de inversión. El control eficaz de las normas de conducta se verá facilitado por la proximidad entre el órgano de control y la parte de la empresa que trate con el cliente. Esto sugiere que la autoridad del país en que esté situada la sucursal puede estar mejor situada para supervisar las relaciones entre la sucursal y el cliente. Tanto el principio del interés general como las disposiciones de la DSI van en este sentido. Esta conclusión es válida para los servicios de inversión prestados por las sucursales tanto a los inversores profesionales como a los pequeños inversores.

Si se aplica sistemáticamente, el planteamiento esbozado podría facilitar la prestación de servicios transfronterizos a inversores profesionales sin modificar la DSI. No obstante, con un deseo de claridad y seguridad jurídicas, podrían introducirse algunas modificaciones en el texto de esta Directiva. En la Comunicación paralela sobre la modernización de la DSI se ha iniciado una consulta más amplia sobre una modernización completa de la misma. El análisis de la presente comunicación puede considerarse un primer paso en la elaboración de un enfoque que la Comisión tratará de integrar en futuras revisiones formales de la DSI. Sirve para informar al Parlamento Europeo, a las autoridades nacionales, a los supervisores y a los agentes del mercado sobre la posible naturaleza de las modificaciones formales del artículo 11 y las disposiciones relacionadas con el mismo. La presente comunicación no impone ninguna nueva obligación a los Estados miembros ni prejuzga de ningún modo la interpretación que el Tribunal de Justicia podría dar sobre esta cuestión.

- COMUNICACIÓN DE LA COMISIÓN -

I. INTRODUCCIÓN

La presente comunicación ha sido elaborada en respuesta al Plan de acción de los servicios financieros³ que se aprobó en las conclusiones de los Consejos Europeos de Colonia y Lisboa. Entre las prioridades que definió, el Consejo de Lisboa mencionó la necesidad de "la participación eficaz de todos los inversores en un mercado integrado". La presente comunicación contribuirá a la realización de este objetivo en la medida en que estimulará las operaciones transfronterizas competitivas entre profesionales.

La Directiva relativa a los servicios de inversión⁴ (DSI) es la piedra angular del marco legislativo de la UE para los mercados financieros. Cumple varios objetivos. Uno de ellos es el de ofrecer a los prestadores de servicios de inversión un pasaporte único para dichos servicios. Todos los Estados miembros han adoptado las disposiciones nacionales oportunas para que se aplique la Directiva. No obstante, desde la aprobación de estas disposiciones, la experiencia ha revelado un elevado grado de incertidumbre por lo que respecta a la aplicación del artículo 11, que contiene una serie de principios que los Estados miembros deben respetar para la aplicación de las normas de conducta.

El contexto en que estas normas deben aplicarse también ha experimentado profundos cambios durante estos últimos años debido a la evolución tecnológica y al aumento de la participación de nuevos tipos de inversores en los valores mobiliarios. Este aumento del número de inversores que desean realizar directamente sus inversiones en valores mobiliarios constituye un reto para las tradiciones y recursos de supervisión actuales.

Además, se está aclarando el contexto jurídico relativo a la prestación de servicios transfronterizos por vía electrónica. En particular, la Directiva relativa a determinados aspectos legales del comercio electrónico⁵ asume que la ley aplicable a los servicios de inversión entre profesionales que entran en el ámbito de aplicación de la Directiva es la del país de origen. Esta Directiva surtirá efecto inmediatamente desde su entrada en vigor el 17 de enero de 2002.

La presente comunicación expone la posición de la Comisión sobre cómo se podría conseguir una mayor coherencia de las obligaciones que establece el artículo 11 de la DSI con el objetivo de la libre prestación de servicios. Ofrece sugerencias sobre cómo adaptar la aplicación de las normas de conducta a la realidad actual del mercado y a los cambios inminentes en el entorno legal. No impone ninguna nueva obligación a los Estados miembros ni prejuzga la interpretación que el Tribunal de Justicia podría dar sobre estas cuestiones. No obstante, señala una posible orientación para solucionar uno de los principales escollos para el funcionamiento de la DSI. Los futuros ajustes de la DSI y de la política comunitaria en este ámbito tratarán de dar un efecto legal completo a este enfoque. De esta forma, la Comunicación presenta

³ COM (99) 232, 11.05.99.

⁴ Directiva 93/22/CEE - DO L 141 de 11 de junio de 1993, página 27.

⁵ Aprobada el 6 de junio de 2000.

una posible contribución importante al crecimiento, el empleo y la rentabilidad de los mercados europeos de valores mobiliarios.

II. INTRODUCCIÓN AL ARTÍCULO 11 DE LA DSI Y A LAS NORMAS DE CONDUCTA

La DSI pretende facilitar a las entidades de inversión de un Estado miembro la prestación de la misma gama de servicios en todos los demás Estados miembros una vez que hayan sido autorizadas por los órganos de control de su país de origen⁶. Este derecho puede ejercerse mediante el establecimiento de sucursales o a través de la prestación de servicios transfronterizos. Con el fin de apoyar el principio del "pasaporte único" para las entidades de inversión, la DSI y la legislación conexas contienen disposiciones comunes que regulan las condiciones de funcionamiento de la actividad de las entidades de inversión⁷. El artículo 11, que se refiere a las normas de conducta, es una de las principales disposiciones a este respecto.

Apartado 1 del artículo 11: Normas de conducta

El apartado 1 del artículo 11 impone a los Estados miembros la aplicación de unas normas de conducta que las entidades de inversión deben respetar permanentemente. Esencialmente, estas normas:

- regulan las relaciones entre el prestador de servicios de inversión y sus clientes para garantizar la honradez de las operaciones y evitar que se incite a los inversores a realizar inversiones que no respondan a sus necesidades;
- garantizan que la entidad de inversión sea gestionada y actúe de forma que preserve la integridad de los mercados.
- El apartado 1 del artículo 11 no prescribe, con todo detalle, ni el contenido ni la estructura de las normas de conducta que deben establecer los Estados miembros. Se limita a enunciar una serie de principios generales que estas normas deben respetar [véase el recuadro n° 1].

Recuadro n° 1: Descripción de las normas de conducta

Las normas de conducta tienen por objeto preservar la confianza de los inversores y la integridad de los mercados estableciendo normas para el ejercicio de las actividades de los prestadores de servicios de inversión. Esta protección se justifica por el hecho de que existe el peligro de que algunos inversores se vean perjudicados al no tener acceso a la información financiera o no ser capaces de utilizarla correctamente.

⁶ "los Estados miembros deben velar por que no exista ningún obstáculo para que las actividades que se benefician del reconocimiento mutuo puedan ser ejercidas del mismo modo que en el Estado miembro de origen, siempre que no estén en contradicción con las disposiciones legales de protección del interés general vigentes en el Estado miembro de acogida" (DSI considerando n° 33).

⁷ Las autoridades competentes del Estado miembro de origen son las responsables de supervisar permanentemente el cumplimiento de las normas prudenciales por parte de la empresa de inversión (véase el artículo 8), así como de muchas de las disciplinas utilizadas para supervisar las condiciones de ejercicio de esta actividad (artículo 10).

En especial, los prestadores de servicios deben:

- actuar de forma leal y equitativa, con la competencia, el cuidado y la diligencia debidos, defendiendo al máximo los intereses de sus clientes y la integridad del mercado. Esto implica que su cliente les facilite la información relativa a su situación financiera, su experiencia como inversor y sus objetivos (por ejemplo la disciplina "conozca a su cliente");
- transmitir de forma adecuada la información que proceda en el marco de las negociaciones con sus clientes (por ejemplo las advertencias de riesgo);
- esforzarse por evitar los conflictos de intereses y, cuando éstos no puedan evitarse, velar por que sus clientes reciban un trato equitativo.

El artículo 11 también exige a los prestadores de servicios de inversión "ajustarse a todas las normativas aplicables [...] de forma que se fomente [...] la integridad del mercado". Esta categoría de normas de conducta abarca las medidas concebidas para combatir la manipulación del mercado y otras prácticas comerciales no equitativas. Éstas no entran en el ámbito de las normas de conducta que rigen la relación entre el prestador de los servicios y el cliente, que es de lo que trata este proyecto de comunicación.

Apartado 1 del artículo 11: El inversor profesional

El apartado 1 del artículo 11 obliga a las autoridades nacionales a "tener en cuenta el carácter profesional de la persona a la que se preste el servicio" para aplicar las normas de conducta. El considerando 32 del preámbulo de la DSI indica claramente que las medidas adoptadas para garantizar la protección de los inversores deben tener en cuenta "las distintas necesidades de protección de las diversas categorías de inversores y de su grado de especialización profesional."⁸ En conjunto, ***estas disposiciones indican que las normas de conducta deberían tener debidamente en cuenta que algunos inversores necesitan menos protección legal dada su experiencia profesional o sus recursos.*** Estos inversores pueden comprender perfectamente los aspectos comerciales y jurídicos de la inversión que se les propone.

Apartado 2 del artículo 11: Aplicación de las normas de conducta

A falta de unas normas de conducta completamente armonizadas, el apartado 2 del artículo 11 reconoce que la aplicación y control del respeto de las normas de conducta son competencia del "Estado donde se presta el servicio".

Apartado 3 del artículo 11: Carácter del inversor final

El apartado 3 del artículo 11 exige que las entidades de inversión que ejecuten órdenes presentadas por otra empresa cubierta por la DSI por cuenta de un tercero evalúen el carácter del inversor final para la aplicación de las normas de conducta oportunas.

⁸ Los considerandos de una Directiva sirven para facilitar la interpretación de ésta exponiendo las intenciones del legislador comunitario. Véase TJCE, asunto 76/72 *Michel* [1973] RJT 457 y asunto C-238/94 *García* [1996] RJT I-1673.

Disposiciones conexas de la DSI

La DSI contiene otras disposiciones que están estrechamente vinculadas a las normas de conducta o que se superponen a éstas parcialmente.

- El artículo 10 establece las normas cautelares que los Estados miembros de origen tienen que hacer respetar a las entidades de inversión autorizadas. Estas normas enumeran las medidas organizativas que las empresas autorizadas tienen que aplicar para proteger los intereses de los inversores. Se refieren a los procedimientos administrativos y contables, a la protección de los derechos de propiedad de los inversores, a la prohibición para la entidad de inversión de utilizar los valores de los inversores por cuenta propia y al registro de las operaciones. Estas salvaguardias persiguen los mismos objetivos que el artículo 11. Son por lo tanto complementarias y coinciden en la aplicación de los artículos 10 y 11. Esta interacción se complica por el hecho de que el artículo 10 asigna la competencia a los órganos de control del Estado miembro de origen⁹, mientras que el artículo 11 resulta menos claro por lo que se refiere a la atribución de responsabilidades.
- El artículo 13 autoriza a las entidades de inversión a hacer publicidad de sus servicios a través de todos los medios de comunicación disponibles en los otros Estados miembros "siempre que respeten las normas reguladoras de la forma y el contenido de dicha publicidad que hayan sido adoptadas por razones de interés general". A pesar de esta disposición independiente sobre la publicidad de los servicios de inversión, numerosos Estados miembros han incluido disposiciones relativas a la publicidad en sus normas de conducta. Una vez más, esto puede tener como consecuencia que la misma actividad esté también supeditada a disposiciones superpuestas de la DSI que establezcan planteamientos distintos¹⁰.

III. APLICACIÓN DEL ARTÍCULO 11 POR PARTE DE LOS ESTADOS MIEMBROS¹¹

• Obligación de aplicar las normas de conducta (apartado 1 del artículo 11)

Los Estados miembros han adoptado disposiciones detalladas de carácter nacional destinadas a aplicar los principios generales del artículo 11. Para proteger a los consumidores y a los inversores, han introducido normas de conducta que abarcan:

- la publicidad, la comercialización y la venta a domicilio (a menudo completadas por disposiciones generales de protección de los consumidores);

⁹ A excepción de la reserva prevista en el quinto guión del artículo 10 relativa al derecho de la autoridad del país de acogida a imponer determinadas modalidades de organización a las sucursales establecidas en su territorio con el fin de limitar el riesgo de conflictos de intereses.

¹⁰ Una parte de la incertidumbre en este ámbito podría resolverse con la Directiva relativa a la comercialización a distancia de servicios financieros que se está debatiendo actualmente en el Consejo y en el Parlamento. La propuesta podría conducir a la armonización de las normas nacionales sobre la comercialización y publicidad de los servicios financieros, así como de otras disposiciones relativas a la información previa y a las técnicas de comercialización.

¹¹ Este análisis está basado en las respuestas a una completa revisión de las prácticas nacionales en la aplicación de las normas de conducta que fue coordinada por el FESCO, complementado por el análisis de la Comisión de las leyes nacionales de aplicación.

- informaciones a los clientes (por ejemplo, publicación de informaciones periódicas y advertencias contra los riesgos existentes);
- informaciones del cliente con el fin de poder proponerle productos adaptados a sus necesidades;
- comisiones, gastos y honorarios;
- obligación de honradez, en particular la obligación de realizar las órdenes lo mejor posible.

Además, la mayoría de los Estados miembros imponen normas comparables relativas a la separación de las actividades con el fin de evitar conflictos de intereses, así como controles internos destinados a garantizar el cuidado y la diligencia necesarios. Por último, casi todos los Estados miembros exigen la utilización de contratos escritos firmados por el cliente y de documentación estándar. Sin embargo, existen diferencias en la aplicación práctica y detallada de estas normas de protección de los inversores¹².

- **Obligación de tener en cuenta el carácter profesional (apartado 1 del artículo 11)**

Hasta ahora las autoridades nacionales han adoptado planteamientos muy distintos sobre la manera en que distinguen entre los inversores profesionales y los que no lo son. Existen diferencias en el límite exacto establecido entre ambos tipos de inversores, los procedimientos utilizados para dividir a los inversores entre las dos categorías y el contenido de la protección ofrecida a diversos tipos de inversores.

Pocos Estados miembros han establecido expresamente una distinción, en sus disposiciones legales o administrativas, entre la protección que debe ofrecerse a los profesionales y la que debe ofrecerse a los pequeños inversores a través de las normas de conducta. Las disposiciones nacionales de estos Estados miembros indican generalmente (aunque no siempre sistemáticamente) con qué normas de conducta pueden ser menos estrictos o incluso cuáles pueden no aplicar en el caso de los servicios prestados a los inversores profesionales. En algunos Estados incluso existen dudas para saber si una sociedad no financiera o un inversor experto deben ser tratados como profesionales o como pequeños inversores. La mayoría de los otros Estados miembros se basan principalmente en declaraciones generales, en la legislación o en una circular administrativa, para dar efecto a la obligación de tener en cuenta el carácter profesional del inversor.

¹²

Aunque generalmente se asume que con la obligación de "mejor ejecución" se pretende obtener el mejor precio razonablemente posible para el cliente, los Estados miembros divergen en los procedimientos utilizados para lograr este objetivo. Por ejemplo, no todos los Estados miembros dan la misma importancia a la prevención de los conflictos de intereses, la prohibición de actividades tales como la multiplicación inútil de operaciones, la limitación de las órdenes y de su período de validez, las asignaciones y la información que debe publicarse. También adoptan enfoques diferentes en lo relativo a la cuestión de si las operaciones de "simple ejecución" deben someterse a todas las normas de conducta, admitiendo algunos de ellos una menor protección para este tipo de operaciones.

La medida en que los Estados miembros permiten a los inversores optar por una protección menos rigurosa a través de las normas de conducta ha sido también muy variable. Algunos de ellos han adaptado su protección al tipo de servicio o al instrumento financiero correspondiente¹³. Este enfoque funcional o por producto ha tenido un efecto similar a una diferenciación por tipo de cliente en la medida en que la naturaleza de la protección es adaptada para tener en cuenta el hecho de que en las operaciones con algunos instrumentos específicos los inversores expertos a menudo están sujetos a exigencias cautelares.

Por lo tanto, el principio según el cual las normas de conducta deben establecer una distinción entre los inversores profesionales y los pequeños inversores ha sido traspuesto en gran medida en la legislación nacional o en la práctica administrativa. No obstante, los Estados miembros han aplicado esta distinción de diferente modo, de forma que un mismo inversor que efectúa una operación similar puede ser clasificado de manera diferente según la jurisdicción de que se trate.

• **Responsabilidad de la aplicación y del control (apartado 2 del artículo 11)**

Los Estados miembros utilizan toda una serie de criterios diferentes para determinar el lugar donde se presta el servicio y, por consiguiente, qué normas de conducta nacionales son aplicables. Estos criterios van desde el país de residencia del inversor, pasando por el criterio de incitación a la inversión, hasta el de "prestación característica" (basado en la evaluación de dónde utiliza el intermediario los recursos necesarios para prestar el servicio). Otros Estados miembros adoptan un enfoque individual¹⁴.

En la práctica, la mayoría de los Estados miembros aplican sus normas de conducta nacionales a los servicios de inversión transfronteriza procedentes del exterior, sin tener en cuenta la naturaleza de este servicio o el tipo de cliente. La aplicación del régimen del país de acogida se produce tanto si el servicio se presta de forma temporal como si se presta de forma permanente. Tan sólo dos Estados miembros limitan la aplicación de las normas de conducta del país de acogida en los casos en que los servicios se prestan de forma regular.

De hecho, los servicios de inversión prestados sobre una base transfronteriza dan generalmente lugar a la aplicación automática de las normas de conducta del país del inversor (país de acogida). La aplicación de estas normas del país de acogida viene a añadirse a la aplicación íntegra y automática de las normas de conducta del país del prestador de servicios. Por supuesto, los órganos de control del país de origen participan estrechamente en el control de todos los servicios prestados por empresas situadas en su territorio sin distinción entre los prestados dentro del país o de forma transfronteriza. Eso es especialmente cierto en lo referente a los requisitos necesarios para la reconstitución de operaciones controvertidas (auditorías) y el registro de las operaciones.

¹³ Así, en determinados Estados miembros se aplican unas normas de conducta individualizadas con respecto a la financiación de las empresas, los derivados, los bonos y obligaciones del Estado, los certificados de opción de compra.

¹⁴ Esta serie de enfoques podrían dar lugar a situaciones en las que una operación determinada está sujeta, bien a dos tipos distintos de protección (el país de acogida del inversor puede utilizar el criterio de prestación característica mientras que el país de origen puede utilizar el de residencia del intermediario).

La actual situación supone, por lo tanto, la frecuente aplicación de dos tipos de normas de conducta nacionales a todas las operaciones transfronterizas, sean o no profesionales.

- **Aplicación de la exigencia de valoración "por transparencia" del apartado 3 del artículo 11**

Dos Estados miembros han aplicado una estricta interpretación del apartado 3 del artículo 11 y exigen que todos los intermediarios que participen en una operación múltiple tengan en cuenta el carácter del inversor final. Siete Estados miembros limitan la obligación de "conocer al cliente" a la empresa que tiene una relación directa con el mismo, a menos que esta empresa revele la identidad del inversor a su contraparte. Otros Estados miembros aún no han adoptado normas específicas en este ámbito.

No está claro cómo aplicar la obligación de "transparencia" cuando entra en juego la jurisdicción de más de un país. Tres Estados miembros exigen una información sistemática sobre el carácter del cliente final a todos los intermediarios interesados, cualquiera que sea el país de residencia del cliente. En el caso de otro Estado miembro, la obligación de "conocer al cliente" es menos estricta, permitiendo a la entidad de inversión que se fíe de las informaciones relativas al cliente facilitadas por otro intermediario o por otro medio.

- **Aplicación del artículo 11 - Conclusiones**

El análisis de la Comisión de las prácticas nacionales actuales en lo relativo a la aplicación de las normas de conducta revela lo siguiente:

- Existen divergencias entre los Estados miembros en cuanto al nivel de protección ofrecido por las normas de conducta a los pequeños inversores. Estas divergencias parecen más pronunciadas en los ámbitos siguientes: ejecución de las órdenes "lo mejor posible"; conflictos de intereses y exigencias de normas de conducta para los operaciones de "simple ejecución"; tipología de las condiciones contractuales; y la documentación. No obstante, por lo que se refiere a los inversores profesionales, las legislaciones nacionales proporcionan una protección comparable.
- La obligación general de establecer una distinción entre los inversores profesionales y los demás se refleja en la mayoría de las legislaciones nacionales. No obstante, varía mucho la manera en que esta distinción se aplica en la práctica.
- La redacción del apartado 2 del artículo 11 provoca la utilización de criterios diferentes según los Estados miembros para determinar "dónde se presta el servicio". En la práctica, no obstante, no se tienen en cuenta estos criterios y se sigue una norma general en virtud de la cual se aplican las normas de conducta nacionales a los servicios de inversión procedentes del exterior. Estas normas se aplican aunque el país del prestador de servicios aplique otras normas de conducta de importancia, comparables y equivalentes.

IV. VENTAJAS QUE OFRECE LA DISTINCIÓN ENTRE INVERSORES PROFESIONALES Y PEQUEÑOS INVERSORES PARA EL MERCADO ÚNICO DE VALORES MOBILIARIOS

Una distinción efectiva entre inversores profesionales y otros inversores podría presentar ventajas apreciables:

- **Mercados de valores mobiliarios integrados y líquidos y prestación de servicios competitivos.** El primer objetivo de la legislación comunitaria en el ámbito de los valores mobiliarios es el de permitir a las entidades de inversión prestar servicios en toda la Unión sin encontrar obstáculos innecesarios. Esto permitiría también a los inversores buscar y capitalizar posibilidades de inversión más ventajosas. La potencial duplicación de las normas de conducta aplicadas a las operaciones transfronterizas tiene como efecto obstaculizar el acceso al mercado, lo que impide que las contrapartes realicen operaciones transfronterizas ventajosas, fragmentando el mercado y reduciendo la liquidez.
- La aplicación de normas de conducta, que fueron elaboradas pensando en el pequeño inversor, a los inversores profesionales **aumenta sus costes** y puede limitar la utilización de productos innovadores por parte de estos inversores. La inseguridad jurídica relativa a la clasificación de los inversores también acarrea gastos. La situación actual acentúa esta inseguridad y el riesgo de litigio al exigir que las entidades de inversión utilicen de manera efectiva el pasaporte único para cumplir hasta quince tipos de normas de conducta. Indirectamente, esto favorece a las empresas más fuertes que disponen de más recursos para superar esa complejidad.

Utilización más eficaz de los recursos de supervisión. Los recursos de supervisión son un producto escaso. Para que sean utilizados de manera óptima deben orientarse hacia los segmentos de mercado que más pueden beneficiarse de ellos: las familias y los pequeños inversores. Los inversores profesionales que conocen suficientemente el mercado precisan de una menor protección para velar por sus intereses o para obtener asesoramiento sobre inversiones.

V. CONSIDERACIÓN DE LA DISTINCIÓN ENTRE INVERSORES PROFESIONALES Y PEQUEÑOS INVERSORES (APARTADO 1 DEL ARTÍCULO 11)

El apartado 1 del artículo 11, impone a las autoridades nacionales la clara e incondicional obligación de establecer una distinción entre los inversores profesionales y los otros inversores a efectos de la aplicación de las normas de conducta. *La obligación para los Estados miembros de tener en cuenta la "naturaleza profesional" del inversor no se ve condicionada por la armonización previa del contenido de las normas de conducta.* Las autoridades nacionales podrían adoptar ahora las medidas necesarias para distinguir las normas de conducta aplicables a los inversores profesionales.

Las normas de conducta vigentes en todos los Estados miembros ya garantizan una protección completa que es suficiente para permitir a los inversores profesionales

tomar decisiones de inversión con conocimiento de causa. En cambio, es necesario seguir trabajando para precisar y clarificar la aplicación de los principios enunciados en el apartado 1 del artículo 11 a los pequeños inversores¹⁵. El hecho de que se siga trabajando sobre la adecuada protección que debe proporcionarse a los pequeños inversores no debe constituir un obstáculo para la inmediata aplicación de una distinción entre inversores profesionales y pequeños inversores que tome los sistemas nacionales existentes como punto de partida para el tratamiento de los inversores profesionales.

La DSI no da una definición clara de lo que es "naturaleza profesional". Esto ha provocado la proliferación de enfoques nacionales para la clasificación de los inversores. No obstante, recientemente, los órganos nacionales de control de los mercados de valores mobiliarios reunidos en el Foro de Comisiones Europeas de Valores (FESCO) se pusieron de acuerdo sobre una definición común para la clasificación de los inversores profesionales¹⁶. Se han comprometido a realizar "los mayores esfuerzos" para que se respete esta clasificación en todos los servicios de inversión que entren dentro de sus competencias (nacionales y transfronterizos).

La Comisión considera que las autoridades nacionales podrían plantearse la pronta adopción de medidas eficaces para aplicar los acuerdos que sus órganos de control han alcanzado en el FESCO.

Recuadro n° 2: Reseña de la clasificación del FESCO

Categoría 1: Inversores considerados profesionales sin más formalidad o verificación. Esta lista exhaustiva incluye a las entidades que deben ser autorizadas/reguladas para poder operar en los mercados financieros:

- entidades de crédito (según lo dispuesto en la segunda Directiva bancaria);
- entidades de inversión;
- otras entidades financieras autorizadas o reguladas (según lo dispuesto en el apartado 6 del artículo 1 de la segunda Directiva bancaria);
- compañías de seguros;
- organismos de inversión colectiva y sus sociedades de gestión;
- fondos de pensiones y sus sociedades de gestión.

Estados e instituciones internacionales y supranacionales.

Consideraciones de procedimiento: cualquier inversor perteneciente a esta categoría puede solicitar ser tratado como inversor no profesional (posibilidad de optar por una mayor protección).

¹⁵ Los órganos nacionales de control de los mercados de valores mobiliarios, que trabajan juntas en el FESCO, han creado un Grupo de Trabajo sobre los criterios de armonización de las normas de conducta. Este importante trabajo tiene por objeto llegar a un consenso sobre una serie de criterios referentes a las exigencias sobre negociación, a las informaciones que deben solicitarse a los clientes, las informaciones que deben proporcionarse a éstos, la utilización de contratos firmados por los clientes y la documentación.

¹⁶ "Clasificación por categorías de los inversores para las normas de conducta": marzo de 2000.

Categoría 2: Inversores que pueden ser tratados como profesionales a petición suya.

Grandes inversores e inversores institucionales:

- otras entidades financieras (no cubiertas por el apartado 6 del artículo 1 de la segunda Directiva bancaria);
- grandes empresas y asociaciones (determinados límites máximos);
- inversores institucionales distintos de los inversores profesionales cuyo objeto social sea invertir en instrumentos financieros;
- distribuidores de productos básicos;
- organismos públicos;
- emisores de instrumentos numerados.

Consideraciones de procedimiento: el inversor debe ser informado por escrito de la protección de la que puede beneficiarse y confirmar por escrito que es consciente de las consecuencias que implica la pérdida de esta protección.

Categoría 3: Otros inversores que pueden ser tratados como profesionales a petición suya.

Puede autorizarse a estos inversores a renunciar a algunos elementos de protección garantizados por las normas de conducta a condición de que se evalúen detalladamente los conocimientos técnicos y la experiencia del cliente (el FESCO propone la utilización de los criterios de idoneidad aplicables a los gestores financieros). Este sistema está concebido para permitir que los inversores individuales expertos o bien informados sean tratados como profesionales. Deberán cumplirse dos de las siguientes condiciones:

- diez operaciones de una magnitud significativa por trimestre durante cuatro trimestres;
- su cartera debe ser superior a 0,5 millones de euros;
- debe tener una experiencia profesional de un año en el sector.

Consideraciones de procedimiento: el inversor deberá:

1. declarar por escrito que desea ser tratado como un profesional;
2. ser informado por la entidad de inversión de la protección y los derechos que puede perder;
3. declarar, en un documento distinto, que es consciente de las consecuencias de la pérdida de esta protección.

Es posible que en el futuro deban revisarse estas definiciones. La experiencia adquirida con la clasificación aprobada mostrará la forma en que podrá adaptarse para acoger a nuevos sistemas electrónicos con el fin de rentabilizar los servicios de inversión y una mayor sofisticación de los clientes a medida que adquieran una mayor experiencia en la negociación de valores mobiliarios. Cualquier revisión futura podría prever la ampliación de la categoría 1 de inversores definida por el FESCO con el fin de incluir a otras entidades financieras y a otras grandes sociedades que posean servicios de tesorería. También se podría prever la simplificación de los mecanismos para optar a una mayor o a una menor protección.

VI. APARTADO 2 DEL ARTÍCULO 11: POSIBLE ENFOQUE PARA CLARIFICAR CUÁL ES EL RÉGIMEN APLICABLE

El apartado 2 del artículo 11 establece que "sin perjuicio de las decisiones que se adopten en el marco de una armonización de las normas de conducta, la puesta en práctica y el control del cumplimiento de las mismas seguirán siendo competencia del Estado miembro en el que se preste el servicio". A falta de una indicación clara

para determinar "dónde se presta el servicio", las autoridades competentes nacionales han tendido a hacer cumplir las normas de conducta locales a los servicios de inversión prestados a los inversores situados en su territorio. Por lo tanto, los prestadores de servicios de inversión se ven obligados a cumplir con la aplicación de las normas de conducta tanto del país de origen como del país de acogida.

Esta situación puede ser examinada tomando como referencia los principios subyacentes del Tratado relativos a la libertad de prestación de servicios (que es el principio fundamental de la DSI), disposiciones específicas de la DSI que admiten la aplicación del interés general y la jurisprudencia general relacionada con ello del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas¹⁷.

El Tratado y el texto de la DSI establecen una presunción general clara en favor de la libre prestación de servicios sobre la base de la autorización del país de origen. El tercer considerando de la DSI indica claramente que el objetivo de la Directiva es "... garantizar el reconocimiento mutuo de las autorizaciones y de los sistemas de supervisión prudencial, posibilitando así la concesión de una única autorización con validez en toda la Comunidad y la aplicación del principio de supervisión por el Estado miembro de origen."¹⁸

Las disposiciones pertinentes de la DSI admiten explícitamente la implicación de las autoridades del país de acogida por razones de "interés general". El considerando 33 establece que "los Estados miembros deben velar por que no exista ningún obstáculo para que las actividades que se benefician del reconocimiento mutuo puedan ser ejercidas del mismo modo que en el Estado miembro de origen, siempre que no estén en contradicción con las disposiciones legales de protección del interés general vigentes en el Estado miembro de acogida". El apartado 4 del artículo 17 y el apartado 2 del artículo 18 de la DSI disponen que las autoridades competentes del país de acogida que reciban la notificación de una empresa de inversión de un país socio que deseen establecerse o prestar servicios en su territorio, deberán indicar a la entidad de inversión "las condiciones, incluidas las normas de conducta, que deberán presidir *por razones de interés general* el ejercicio de dichas actividades en el Estado miembro de acogida." El texto de estos dos artículos indica claramente que:

- El Estado miembro de acogida deberá notificar, de antemano, cuáles son las normas de conducta aplicables.
- Las autoridades del país de acogida que deseen imponer normas de conducta locales que sean más prescriptivas que la armonización mínima de los principios de las normas de conducta que figuran en el apartado 1 del artículo 11, podrán hacerlo si resulta necesario por razones de "interés general".

¹⁷ "... cuando la redacción del derecho derivado comunitario está abierta a más de una interpretación, deberá darse preferencia a la interpretación que sea coherente con el Tratado y no a la interpretación que sea incompatible con él. Por lo tanto, la Directiva no debe interpretarse de forma aislada y es necesario considerar si los requisitos en cuestión son contrarios a las disposiciones previamente mencionadas del Tratado e interpretar la Directiva habida cuenta de la conclusión alcanzada a ese respecto. ". (Comisión contra República Francesa, c-220/83: RJT 04.12.86).

¹⁸ Los considerandos de una Directiva sirven para facilitar la interpretación de ésta exponiendo las intenciones del legislador comunitario. Véase TJCE, asunto 76/72 *Michel* [1973] RJT 457 y asunto C-238-94 *García* [1996] RJT I-1673.

El apartado 6 del artículo 19 también permite la intervención de las autoridades del país de acogida para controlar las irregularidades que sean contrarias "a las normas de conducta adoptadas en aplicación del artículo 11 o a las demás disposiciones legales, reglamentarias y administrativas que hayan adoptado por razones de interés general".

Diversas disposiciones de la DSI sugieren que las autoridades del país de acogida tengan mayores competencias residuales en la aplicación de las normas de conducta dentro de la rúbrica del "interés general".

Por otra parte, el TJE ha considerado repetidamente la imposición de normas nacionales, incluso cuando no son discriminatorias, sujetas a revisión de conformidad con los artículos 49 y 50¹⁹. A este respecto, puede hacerse referencia a la jurisprudencia reciente (caso Parodi contra Banque Albert de Bary relativo a la concesión de hipotecas en el sector bancario: c-222/95 [1997] RJT I-3899), en la que el TJE estipuló que:

"[...] habida cuenta de la naturaleza particular de determinadas prestaciones de servicios, no pueden considerarse incompatibles con el Tratado requisitos específicos impuestos al prestador como consecuencia de la aplicación de normas que regulan este tipo de actividades.

Sin embargo, procede recordar que la libre prestación de servicios, en tanto que principio fundamental del Tratado, únicamente podrá restringirse mediante regulaciones justificadas por razones imperiosas de interés general y que se apliquen a toda persona o empresa que ejerza una actividad en el territorio del Estado destinatario, en la medida en que dicho interés no se halle salvaguardado ya por las normas a las que el prestador está sujeto en el Estado miembro donde se encuentra establecido. En concreto, dichas exigencias deberán ser objetivamente necesarias para garantizar la observancia de las normas profesionales y para asegurar la protección del destinatario de los servicios y no deben exceder de lo necesario para alcanzar estos objetivos[...]"

El artículo 11 de la DSI admite un papel activo de las autoridades del país de acogida en la aplicación de las normas de conducta con arreglo al artículo 11. Sin embargo, la Comisión considera que, al ejercer responsabilidades para la aplicación de las normas de conducta, las autoridades del país de acogida podrían tener en cuenta dos consideraciones interrelacionadas: (1) si el país de origen del prestador de servicios aplica unas normas de conducta que ofrezcan una protección equivalente y (2) si la aplicación de las normas del país de acogida constituya una respuesta proporcionada para preservar el "interés general".

- Por lo que se refiere a la valoración de la "proporcionalidad", es preciso definir criterios que puedan permitir determinar cómo pueden las autoridades del país de acogida ejercer sus competencias residuales para la aplicación de sus normas de

¹⁹ "[...] El artículo 49 del Tratado exige no sólo la eliminación de toda discriminación por razones de nacionalidad contra los prestadores de servicios establecidos en otro Estado miembro sino también la abolición de cualquier restricción, aunque se aplique sin la distinción a los prestadores nacionales de servicios y a los de otros Estados miembros, que pueda prohibir, impedir o hacer menos ventajosas las actividades de un prestador de servicios establecido en otro Estado miembro donde proporcione legalmente servicios similares. "(cf. caso Arblade & Leloup, C-369/96 y C-376/96 [1999] RJT I-8543).

conducta nacionales. La Comisión considera que un posible criterio a este respecto es la "necesidad de protección (del inversor o consumidor)"²⁰.

La importancia de la "necesidad de protección" se ve confirmada por otros actos legislativos comunitarios en el ámbito de los servicios de inversión y de los valores mobiliarios²¹. Los inversores o sus asesores deben efectuar su propia evaluación para apreciar las características de la inversión que se les propone. Las normas de conducta sólo tienen por objeto evitar que los inversores sean inducidos a efectuar inversiones inadecuadas y protegerlos contra los abusos y las conductas inadecuadas. Por eso, la legislación en el ámbito de los servicios de inversión y de los valores mobiliarios se centra mucho en el principio de la publicidad de la información con el fin de permitir a los inversores racionales tomar decisiones con conocimiento de causa.

A la luz de lo que precede, la "necesidad de protección" es un posible criterio que puede ser utilizado por las autoridades del país de acogida cuando tengan que determinar si la imposición de las normas de conducta es "proporcionada".

1. Protección de los inversores profesionales

Los conocimientos técnicos y la capacidad para actuar en defensa de sus intereses son los criterios determinantes para establecer la "necesidad de protección". Cuando el inversor tiene una naturaleza profesional, se puede argumentar que posee la capacidad y los conocimientos técnicos necesarios para tomar decisiones de inversión con perfecto conocimiento de causa.

Es el planteamiento sugerido por el Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas en su jurisprudencia. En particular, el Tribunal ha reconocido que no puede considerarse que las medidas encaminadas a proteger a la parte más débil de un contrato defiendan el interés general cuando la contraparte es un operador profesional²². Éste es el razonamiento que se defiende en ausencia de la "necesidad de protección". El mismo razonamiento puede resultar útil en el caso de los inversores profesionales. En su jurisprudencia en el ámbito de los seguros, el

²⁰ Éste es la justificación subyacente para las normas de conducta consideradas. Se trata también de un principio de unificación de la DSI que encuentra clara expresión en varias disposiciones: El considerando 32 que declara que en la aplicación de la protección de inversor, es "preciso tener en cuenta los diversos requisitos para la protección de diversas categorías de inversores y de su nivel de experiencia profesional".

Como ha quedado demostrado anteriormente, las normas de conducta mencionadas en el apartado 1 del artículo 11 vienen motivadas por la necesidad de garantizar una protección apropiada y un trato correcto con el cliente.

El apartado 4 del artículo 14 exige que los Estados miembros tengan en cuenta las diferentes necesidades de protección de los inversores y en especial la capacidad de los inversores profesionales e institucionales para actuar en su propio interés al decidir si los inversores deberían ser elegibles para la exención del requisito de acabar transacciones en un mercado regulado de conformidad con el apartado 3 del artículo 14.

²¹ A este respecto, la Directiva relativa a los sistemas de indemnización de los inversores (97/9/CE) es especialmente instructiva. Esta Directiva dispone que determinadas categorías de inversores profesionales e institucionales pueden estar excluidos de la cobertura de los sistemas obligatorios de protección de los inversores previstos por la Directiva (apartado 2 del artículo 4) si el Estado miembro considera "que no necesitan una protección especial" (considerando 17). La filosofía de esta Directiva se basa claramente en el principio de la "necesidad de protección".

²² C-205/84, Comisión contra la República Federal de Alemania.

Tribunal ha considerado que los agentes profesionales o expertos requieren una protección menor que los pequeños consumidores (C-220/83). Siguió un razonamiento similar en el asunto Alpine (C-384/93) en el que aprobó la aplicación de condiciones más severas para la comercialización y la publicidad de inversiones en productos derivados dirigidas a pequeños inversores.

La distinción entre inversores profesionales y pequeños inversores que los Estados miembros tienen que utilizar con arreglo el apartado 1 del artículo 11, puede resultar pertinente para aclarar la medida en que el inversor "necesita" la protección que le ofrecen las normas de conducta del país de acogida además de la ofrecida por las normas del país de origen. El criterio de "proporcionalidad" puede resultar más difícil de satisfacer frente a inversores profesionales dado que estos últimos requieren una menor protección.

La posibilidad de que la necesidad de protección del inversor profesional esté garantizada por la aplicación de las normas de conducta del país de origen se ve reforzada por la comprobación de que todos los Estados miembros parece que aplican una protección suficiente y comparable a los inversores profesionales. Como se ha indicado anteriormente, todos los regímenes nacionales ofrecen una protección suficiente para permitir a los inversores expertos y profesionales adoptar sus decisiones de inversión con conocimiento de causa y todas las medidas necesarias para salvaguardar sus intereses comerciales.

Los efectos positivos de la protección del país de origen se extienden sin reserva a las empresas que operan en otros Estados miembros. Antes de efectuar una operación con un cliente de un país socio, la entidad de inversión debe conocer la identidad de la contraparte y efectuar las comprobaciones necesarias en lo relativo a la idoneidad del cliente, lo cual implica la aplicación automática de elementos importantes de las normas de conducta del país de origen (registro, publicidad, mejor ejecución) que pueden ser mejor seguidas por las autoridades del país de origen²³.

No deben perderse de vista las siguientes consideraciones prácticas:

- los acuerdos prácticos más habituales (Acuerdos principales y otros acuerdos codificados) proporcionan a los inversores profesionales una base contractual para resolver sus posibles litigios con las contrapartes de manera rápida y eficaz;
- la Directiva sobre determinados aspectos del comercio electrónico que debe entrar en vigor en enero de 2002. Esta Directiva tiene por objeto crear un entorno legal que fomente el desarrollo del comercio electrónico en Europa. Su filosofía para los servicios de inversión es que todos los servicios prestados electrónicamente deben ser regulados por la ley aplicable en el "país de origen". Este principio se aplicará sin reserva a las operaciones entre empresas o entre profesionales, pero no a las operaciones contractuales resultantes de contratos de consumo.

²³

A este respecto debe tenerse en cuenta la posición del abogado general en el asunto Alpine (C-384/93). El abogado general considera que el Estado miembro a partir del cual se efectúa la llamada telefónica está mejor situado para regular la "cold calling" (técnica de aproximación al consumidor sin previo aviso). Aunque el Estado de acogida desee prohibir la "cold calling" o someterla a determinadas condiciones, no está en condiciones de impedir o controlar las llamadas telefónicas procedentes de otro Estado miembro sin la cooperación de las autoridades competentes de este Estado.

Por las razones mencionadas, la Comisión considera que puede considerarse que las normas de conducta nacionales ofrecen una protección suficiente y equivalente a los inversores profesionales. A la luz de lo que precede, la Comisión considera que las autoridades competentes nacionales pueden plantearse la exención de las normas de conducta del país de acogida a los servicios de inversión transfronterizos prestados a inversores profesionales domiciliados en su país.

Recuadro 3. ¿Qué inversores profesionales pueden estar exentos de las normas del país de origen?

El acuerdo publicado recientemente por el FESCO sobre la clasificación de los inversores a efectos de la aplicación del artículo 11 determina una serie de inversores que podrían ser tratados automáticamente como "profesionales". *Los servicios de inversión prestados a estos inversores podrían regularse exclusivamente por las normas de conducta vigentes en el país del prestador de servicios ("país de origen")*²⁴.

Además de este grupo de "profesionales automáticos" las autoridades nacionales también pueden decidir si procede o no aplicar las normas locales a los inversores que no son considerados automáticamente como "profesionales". Esta decisión podría tomarse una vez más sobre la base del principio del "interés general" de los Estados miembros.

2. Protección de los pequeños inversores

Dada la actual fragmentación de los marcos contractuales y extracontractuales y de los sistemas de aplicación, las Administraciones nacionales pueden temer la inseguridad jurídica y el riesgo de contrapartida a los que están expuestos los pequeños inversores. En la sección III se ha destacado que existen diferencias en las normas de conducta que hacen que no puedan considerarse "equivalentes" para los pequeños inversores. La aplicación de normas de conducta locales a las operaciones en las que participan "pequeños inversores" locales puede, por lo tanto, mejorar la protección de estos últimos.

Por lo tanto, los pequeños inversores necesitan más protección que los inversores profesionales. Los Estados miembros podrían tenerlo en cuenta cuando consideren la aplicación de los apartados 1 y 2 del artículo 11 de la DSI.

Esta valoración relativa a los pequeños inversores puede variar a la luz de la evolución de la realidad del mercado y del refuerzo de la cooperación entre órganos de control. El desarrollo de nuevos modelos comerciales basados en la comunicación y la distribución electrónica quizá obliguen a modificar el enfoque actual más adelante. El entorno legal de la provisión de servicios por medios electrónicos también cambiará. La forma de cooperación entre las autoridades competentes nacionales para aplicar estas normas de conducta quizá deba tener en cuenta esta evolución. La Comisión también estudia estos asuntos en la comunicación paralela sobre la modernización de la DSI. También se tratarán en el futuro Libro verde sobre el comercio electrónico y los servicios financieros de la Comisión.

²⁴ Los inversores que se consideran automáticamente como profesionales conservan, no obstante, la posibilidad de solicitar un nivel de protección más elevado de su contraparte.

Otro cambio significativo es la manera en que, una vez acordado un sistema de clasificación de los inversores, el FESCO trabaja ahora en la elaboración de normas de protección comunes. Si se llegara a un acuerdo sobre el tratamiento de los pequeños inversores, podría tener que reexaminarse la cuestión sobre si el "interés general" sigue precisando de la aplicación de las normas de conducta del país de acogida para estos inversores.

3. Tratamiento de las sucursales

Las características consustanciales a las operaciones de inversión pueden, de acuerdo con el Tratado, justificar la aplicación de las normas de conducta del país de acogida a todas las funciones de la sucursal relacionadas con la clientela. Esta conclusión es válida para los servicios de inversión prestados por la sucursal tanto a los inversores profesionales como a los pequeños inversores.

Las autoridades del país en que está situada la sucursal están mejor situadas para comprobar que las dos categorías de inversores respetan las normas establecidas. Las sucursales de entidades de inversión establecidas en los otros Estados miembros utilizan generalmente sistemas de gestión de la clientela que son autónomos con relación al país de la sociedad matriz. Los órganos de control del país de la sucursal están in situ, tienen acceso directo a los documentos contables y a los registros de la sucursal y están mejor situadas para comprobar la gestión de la relación directa entre la sucursal y su clientela.

Este razonamiento es coherente con el artículo 10 (quinto guión) de la DSI que dispone que "las modalidades de organización en caso de creación de una sucursal no podrán resultar incompatibles con las normas de conducta establecidas por el Estado miembro de acogida".

VII. CONCLUSIONES

La presente comunicación ha examinado la manera en que los Estados miembros aplican las normas de conducta de conformidad con lo dispuesto en el artículo 11. Se puede constatar lo siguiente:

- aunque el contenido y la forma de aplicación difieren en algunos puntos de un Estado miembro al otro, las normas nacionales parecen ofrecer un nivel equivalente de protección para los inversores profesionales en la medida en que permiten a los inversores expertos tomar decisiones con conocimiento de causa por lo que se refiere a la naturaleza de los servicios propuestos;
- la obligación general de establecer una distinción entre los inversores profesionales y los demás se refleja en la mayoría de las disposiciones legales de aplicación. No obstante, la aplicación práctica de esta distinción varía considerablemente de un Estado miembro al otro, de modo que las entidades de inversión que realicen una misma operación pueden ser clasificadas de diferente modo según los Estados miembros. Como resultado de ello, algunas entidades de inversión que operan sobre una base transfronteriza pueden verse sometidas a normas de conducta diferentes;

- los Estados miembros aplican sus normas de conducta locales a los servicios de inversión procedentes de otro Estado miembro sin examinar si el país del prestador del servicio concede una protección equivalente a través de sus propias normas de conducta.

La mezcla de inseguridad jurídica y solapamiento de las exigencias es fuente de derroche de recursos y muy perturbadora para la prestación transfronteriza de servicios de inversión. Estos costes pueden evitarse, por lo que se refiere a los servicios de inversión entre profesionales, mediante una distinción coherente y sistemática entre los inversores profesionales y los pequeños inversores.

El apartado 1 del artículo 11 obliga claramente a las autoridades nacionales a establecer una distinción entre los inversores profesionales y los otros inversores a efectos de la aplicación de las normas de conducta. La Comisión considera que esta obligación no está condicionada por la previa armonización del contenido de las normas de conducta. Aunque la DSI no proporciona una definición clara de lo que debe entenderse por "naturaleza profesional", el FESCO ha acordado recientemente un sistema común de clasificación de los inversores profesionales. Al tener en cuenta la naturaleza profesional a efectos del apartado 1 del artículo 11, las autoridades nacionales pueden desear considerar el acuerdo en el FESCO sobre la categorización de los inversores profesionales y los pequeños inversores.

La presente comunicación también ha esbozado un posible planteamiento que sirva de guía a las autoridades del país de acogida cuando ejerza sus competencias en la aplicación de las normas de conducta con arreglo al apartado 2 del artículo 11 y el "interés general". Las autoridades del país de acogida podrían en particular tratar de aplicar las exigencias de las normas de conducta de manera proporcional a la necesidad concreta de protección del inversor. En esta comunicación se han presentado varios datos para sugerir que ***los inversores profesionales definidos en la categoría 1 de la clasificación de FESCO que posean los conocimientos técnicos necesarios para evaluar las características de una operación de inversión que se les proponga pueden realizar servicios de inversión sujetos tan sólo a la protección de las normas de conducta del país del prestador de servicios.*** La aplicación de las normas de conducta por los órganos de control del país de origen ofrece una protección equivalente a esta categoría de inversores.

La Comunicación sugiere que los pequeños inversores necesitan la protección que reciben de la aplicación de las normas de conducta del país de acogida. La medida en que la aplicación de las normas de conducta del país de acogida constituye una medida proporcionada para proteger a los pequeños inversores puede ser reconsiderada en el caso de que, por ejemplo, los esfuerzos que realiza actualmente el FESCO para estandarizar la protección de los inversores no profesionales mediante las normas de conducta produzca una convergencia de las prácticas nacionales.

La comunicación también examina las funciones y responsabilidades de los órganos de control del país de origen y del país de acogida por lo que se refiere a la aplicación de las normas de conducta a las sucursales de las entidades de inversión. La vigilancia de las normas de conducta será más eficaz si el órgano de control está próximo a la parte de la empresa que trata con el cliente. Por lo tanto, la autoridad del país donde esté localizada la sucursal puede estar mejor situada que el órgano de control del país de la empresa matriz para supervisar la relación entre la sucursal y el

cliente. Tanto el principio del "interés general" como las disposiciones de la DSI van en este sentido. Esta conclusión es válida para los servicios de inversión prestados por la sucursal tanto a los inversores profesionales como a los pequeños inversores.

La aplicación de la distinción entre inversores profesionales y pequeños inversores podría facilitar la prestación transfronteriza de servicios de inversión a los inversores profesionales sin requerir una modificación formal de la DSI. No obstante, la certeza y claridad jurídicas hablan en favor de una modificación formal del artículo 11 y de las disposiciones relacionadas de la DSI. La comunicación paralela que esboza una completa modernización de la DSI será el centro de la amplia consulta con las autoridades nacionales, los supervisores y los profesionales del mercado en los próximos meses. La presente Comunicación señala una posible dirección para la modificación de la DSI. Los participantes en este proceso de consulta pueden desear tener en cuenta el análisis realizado en el presente documento y sus comentarios y respuestas a la revisión de la DSI pueden verse orientadas por el análisis que precede.