



European Securities and  
Markets Authority

# Directrices

sobre los requisitos de gobernanza de productos en virtud de MiFID II



## Índice

I.  Ámbito de aplicación.....	3
II.  Objeto.....	3
III.  Definiciones.....	4
IV.  Obligaciones de cumplimiento y de información.....	4
V.  Directrices sobre la aplicación de los artículos 16, apartado 3, y 24, apartado 2, de la MIFID II.....	5
V.1.  Disposiciones generales .....	5
V.2.  Directrices para productores .....	5
V.3.  Directrices para distribuidores.....	9
V.4.  Directrices sobre cuestiones aplicables tanto a productores como a distribuidores	18

## I. **Ámbito de aplicación**

### ¿Quién?

1. Las presentes directrices se aplican a las:

- empresas sujetas a cualquiera de las siguientes normas:
  - i. Artículo 9, apartado 3, de la Directiva 2014/65/UE<sup>1</sup> (MiFID II)
  - ii. Artículo 16, apartado 3, de MiFID II;
  - iii. Artículo 24, apartados 1 y 2, de MiFID II;
  - iv. Artículos 9 y 10 de la Directiva Delegada de la Comisión (UE) 2017/593<sup>2</sup> (Directiva Delegada de MiFID II).
- autoridades con competencias supervisoras sobre las empresas mencionadas.

### ¿Qué?

2. Las presentes directrices se aplican en relación con los requisitos mencionados en el apartado 1 de estas directrices; en particular, se refieren a la elaboración o distribución de productos de inversión.

### ¿Cuándo?

3. Las presentes directrices entrarán en vigor el día 3 de enero de 2018.

## II. **Objeto**

4. El propósito de las presentes directrices es aportar más claridad sobre las obligaciones de gobernanza de productos para las empresas indicadas en el apartado 1.
5. La ESMA espera que estas directrices promuevan una mayor convergencia en la implementación y aplicación de los requisitos de MiFID II en materia de gobernanza de productos. La ESMA prevé que, mediante el cumplimiento de estas directrices, la protección de los inversores se vea fortalecida. El anexo V incluye una serie de ejemplos ilustrativos. Estos ejemplos no forman parte de las directrices, sino que tienen por objeto

---

<sup>1</sup> Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE (DO L 173 de 12.6.2014, p. 349).

<sup>2</sup> Directiva Delegada (UE) 2017/593 de la Comisión, de 7 de abril de 2016, por la que se complementa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que respecta a la salvaguarda de los instrumentos financieros y los fondos pertenecientes a los clientes, las obligaciones en materia de gobernanza de productos y las normas aplicables a la entrega o percepción de honorarios, comisiones u otros beneficios monetarios o no monetarios (DO L 87 de 31.3.2017, pp. 500-517).

ayudar a las empresas y a las autoridades competentes a entender cómo se aplican las directrices.

### III. Definiciones

6. A los efectos de las presentes directrices se aplicarán las siguientes definiciones:

- «empresas» significa entidades sujetas a los requisitos establecidos en el apartado I e incluyen empresas de servicios de inversión (tal como se definen en el artículo 4, apartado 1, número 1, de MiFID II), incluyendo las entidades de crédito cuando prestan servicios y actividades de inversión (en el sentido del artículo 4, apartados 1 y 2, de MiFID II), empresas de servicios de inversión y entidades de crédito cuando venden o asesoran a clientes en relación con depósitos estructurados), sociedades gestoras de OICVM y gestores de fondos de inversión alternativos (GFIA) externos (según se define en el artículo 5, apartado 1, letra a), de la DGFIA<sup>3</sup>) al prestar los servicios de inversión de gestión individualizada de carteras o servicios accesorios (en el sentido del artículo 6, apartado 3, letras a) y b), de la Directiva OICVM)<sup>4</sup> y el artículo 6, apartado 4, letras a) y b), de la DGFIA);
- «producto de inversión» significa un instrumento financiero (en el sentido del artículo 4, apartado 1, punto 15, de MiFID II) o un depósito estructurado (en el sentido del artículo 4, apartado 1, punto 43, de MiFID II);
- «productor» significa, teniendo en cuenta el considerando 15 y el artículo 9, apartado 1, de la Directiva Delegada de MiFID II, una empresa que elabora un producto de inversión, incluida la creación, el desarrollo, la emisión o el diseño de dicho producto, incluso cuando asesora a sociedades emisoras sobre el lanzamiento de un nuevo producto;
- «distribuidor» significa, teniendo en cuenta el considerando 15 y el artículo 10, apartado 1, de la Directiva Delegada de MiFID II, una empresa que ofrece, recomienda o vende productos y servicios de inversión a un cliente.

### IV. Obligaciones de cumplimiento y de información

#### Categoría de las directrices

7. El presente documento contiene las directrices emitidas en virtud del artículo 16 del Reglamento de la ESMA. Conforme al artículo 16, apartado 3, del Reglamento de la

---

<sup>3</sup> Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) n.º 1060/2009 y (UE) n.º 1095/2010 (DO L 174 de 1.7.2011, pp. 1-73).

<sup>4</sup> Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) (DO L 302 de 17.11.2009, p. 32).

ESMA, las autoridades competentes y los participantes en los mercados financieros harán todo lo posible para cumplir estas directrices.

8. Las autoridades competentes sujetas a la aplicación de las directrices deberán dar cumplimiento a las mismas incorporándolas a sus prácticas de supervisión, incluso en aquellos casos en los que determinadas directrices del documento estén dirigidas fundamentalmente a los participantes en los mercados financieros.

### **Requisitos de información**

9. Las autoridades competentes sujetas a la aplicación de las presentes directrices deberán notificar a la ESMA si han adoptado o tienen intención de adoptar las presentes directrices, con indicación de los motivos en caso de no adoptarlas o de no tener intención de adoptarlas, en el plazo de dos meses transcurridos desde la fecha de publicación de las directrices en la página web de la ESMA en todas las lenguas oficiales de la UE.
10. Las empresas no están obligadas a notificar a la ESMA si adoptan las presentes directrices.

## **V. Directrices sobre la aplicación de los artículos 16, apartado 3, y 24, apartado 2, de MIFID II**

### **V.1. Disposiciones generales**

11. De conformidad con el artículo 9, apartado 1, punto 2, y el artículo 10, apartado 1, punto 1, de la Directiva Delegada de MiFID II, las presentes directrices se aplicarán de un modo apropiado y proporcionado, teniendo en cuenta la naturaleza del instrumento financiero, el servicio de inversión y el mercado destinatario del producto.
12. Cuando una empresa actúe tanto como productor como distribuidor de productos de inversión, las directrices que figuran a continuación se aplicarán según corresponda, y siempre y cuando la empresa cumpla con todas las obligaciones aplicables a productores y a distribuidores.

### **V.2. Directrices para productores**

#### **Identificación del mercado destinatario potencial por el productor: categorías objeto de consideración**

13. La identificación del mercado destinatario potencial por parte de los productores no se realizará únicamente sobre la base de criterios cuantitativos, sino también sobre la base de consideraciones cualitativas suficientes. En particular, los servicios para el mercado de distribución masiva pueden requerir la automatización de procesos y esta automatización generalmente se basa en fórmulas o metodologías algorítmicas que procesan criterios cuantitativos para productos y clientes. Por lo general, dichos datos numéricos se generan a través de sistemas de puntuación (por ejemplo, mediante el uso de aspectos de los

productos como la volatilidad de los instrumentos financieros, la calificación crediticia de los emisores, etc., o mediante la «conversión» de datos fácticos en sistemas numéricos). Con respecto a la identificación del mercado destinatario, las empresas no se basarán únicamente en dichos criterios cuantitativos, sino que los ponderarán adecuadamente con consideraciones cualitativas.

14. Los productores utilizarán la lista de categorías establecida en estas directrices como base con el fin de identificar el mercado destinatario de sus productos de inversión. La lista de las categorías es acumulativa: al evaluar el mercado destinatario, cada productor usará cada una de esas categorías. Al hacerlo, los productores analizarán la relevancia de cada categoría para un determinado producto y luego alinearán la exhaustividad de la identificación del mercado destinatario potencial en proporción al tipo, la naturaleza y otras características del producto (como se describe en los apartados 18 a 24 de las directrices).
15. Al detallar/describir cada una de estas categorías, los productores tendrán en cuenta la relación entre las diferentes categorías, ya que todas contribuyen a definir el mercado destinatario de un producto determinado.
16. Los productores no excluirán ninguna de las cinco categorías mencionadas a continuación. Si, desde el punto de vista del productor, estas cinco categorías son demasiado restrictivas para identificar un mercado destinatario significativo, se podrán agregar categorías adicionales. Al tomar la decisión de si usar tales categorías adicionales o no, los productores pueden tener en cuenta las características de los canales de información con los distribuidores. Por ejemplo, para facilitar el intercambio de información con los distribuidores y fomentar una arquitectura abierta, los productores pueden limitar el uso de categorías adicionales a los casos en que estas sean esenciales para definir un mercado destinatario significativo para el producto.
17. Los productores deberán identificar un potencial mercado destinatario <sup>5</sup>. Como normalmente no tienen contacto directo con los clientes, de conformidad con el artículo 9, apartado 9, punto 2, de la Directiva Delegada de MiFID II esto significa que su identificación del mercado destinatario puede basarse, entre otras cosas, en su conocimiento teórico y en su experiencia con el producto.
18. Los productores usarán la siguiente lista de cinco categorías:
  - (a) El tipo de clientes a los que se dirige el producto: La empresa especificará a qué tipo de cliente se dirige el producto. Esta especificación se hará de acuerdo con la categorización del cliente de MiFID II de «cliente minorista», «cliente profesional» y/o «contraparte elegible».
  - (b) Experiencia y conocimientos: La empresa especificará el conocimiento que los clientes destinatarios tendrán sobre elementos tales como: el tipo de producto, las características del producto y/o el conocimiento sobre áreas temáticamente

---

<sup>5</sup> Véase el artículo 9, apartado 9, de la Directiva Delegada de la MiFID.

relacionadas que ayuden a comprender el producto. Por ejemplo, para productos estructurados con esquemas de rentabilidad complejos, las empresas podrán especificar que los inversores destinatarios deberán tener conocimiento de cómo funciona este tipo de producto y de los probables resultados del producto. Con respecto a la experiencia, la empresa podrá describir la experiencia práctica necesaria que los clientes objetivo deberán tener con elementos tales como: el tipo de producto, características relevantes del producto y/o experiencia en áreas temáticamente relacionadas. La empresa podrá especificar, por ejemplo, un periodo de tiempo durante el cual los clientes deberán haber estado activos en los mercados financieros. El conocimiento y la experiencia pueden ser interdependientes en algunos casos (es decir, un inversor con experiencia limitada o sin experiencia podría ser un cliente destinatario válido si compensa la falta de experiencia con un amplio conocimiento).

- (c) Situación financiera con especial atención a la capacidad de soportar pérdidas: La empresa especificará el porcentaje de pérdidas que los clientes destinatarios deberán poder y estarán dispuestos a soportar (por ejemplo, desde pérdidas reducidas a pérdidas totales) y si existen obligaciones de pago adicionales que puedan superar la cantidad invertida (por ejemplo, ajustes de márgenes de garantía). Esto también podrá plantearse como una proporción máxima de activos que deberán invertirse.
- (d) Tolerancia al riesgo y compatibilidad del perfil de riesgo/rentabilidad del producto con el mercado destinatario: La empresa especificará la actitud general que los clientes destinatarios deberán tener en relación con los riesgos de la inversión. Las actitudes de riesgo básicas se clasificarán (por ejemplo, «propenso al riesgo o especulativo», «equilibrado», «conservador») y se describirán claramente. Dado que las diferentes empresas de la cadena pueden tener diferentes enfoques para definir el riesgo, la empresa será explícita sobre los criterios que deben cumplirse para categorizar a un cliente de esta manera. Las empresas utilizarán el indicador de riesgo previsto por el Reglamento PRIIP o la Directiva OICVM, cuando corresponda, para cumplir este requisito.
- (e) Objetivos y necesidades de los clientes: La empresa especificará los objetivos de inversión y las necesidades de los clientes destinatarios para los que el producto está diseñado, incluyendo los objetivos financieros más amplios de los clientes destinatarios o la estrategia general que persiguen al invertir. Por ejemplo, se podrá hacer referencia al horizonte de inversión esperado (número de años en los que la inversión se mantendrá). Esos objetivos pueden «afinarse» al especificar los aspectos particulares de la inversión y las expectativas de los clientes seleccionados. Los distintos objetivos y necesidades de los clientes que un producto debe cumplir y satisfacer pueden variar de específicos a más genéricos. Por ejemplo, un producto puede diseñarse para satisfacer las necesidades de un grupo demográfico de edad específico, para lograr un rendimiento fiscal según el país de residencia fiscal del cliente o también puede diseñarse con características especiales para alcanzar

objetivos de inversión específicos, como la «protección monetaria», «inversión ecológica», «inversión ética», etc., según corresponda.

19. Dependiendo de las características del producto específico elaborado, la descripción de una o más de las categorías anteriores puede dar como resultado la identificación de un amplio grupo de clientes destinatarios que también podría abarcar un grupo más restringido. Por ejemplo, si un producto se considera compatible con clientes que poseen conocimientos de carácter general y experiencia pertinente, obviamente será compatible con un nivel sofisticado de conocimientos y experiencia.
20. A fin de evitar el riesgo de interpretaciones erróneas y malentendidos, los productores definirán claramente los conceptos y la terminología utilizados al definir el mercado destinatario mediante las cinco categorías enumeradas anteriormente.

### **Identificación del mercado destinatario potencial: diferenciación en función de la naturaleza del producto elaborado**

21. La identificación del mercado destinatario potencial se realizará de modo adecuado y proporcionado, teniendo en cuenta la naturaleza del producto de inversión. Esto significa que al identificar el mercado destinatario se tendrán en cuenta las características del producto, incluida su complejidad (como la estructura de costes y gastos), el perfil de riesgo-rentabilidad o la liquidez, o su carácter innovador.
22. En consecuencia, para productos más complejos, como productos estructurados con perfiles de rentabilidad complejos, el mercado destinatario se identificará con más detalle. Para productos más sencillos y comunes, es probable que el mercado destinatario se identifique con menos detalles<sup>6</sup>:
  - Para algunos tipos de productos de inversión, el productor puede identificar las categorías de mercado destinatario mencionadas en el apartado 18 siguiendo un enfoque común para tipos de instrumentos financieros con características suficientemente comparables (por ejemplo, debido a un punto de referencia externo, o porque pertenecen a un segmento bursátil con determinados requisitos).
  - Dependiendo del producto de inversión, la descripción de una o más de las categorías mencionadas anteriormente puede ser más genérica. Cuanto más sencillo sea un producto, menos detallada puede ser una categoría.
23. Sin embargo, en todos los casos, el mercado destinatario debe definirse con un nivel de detalle suficiente para evitar la inclusión de grupos de inversores cuyas necesidades, características y objetivos no sean compatibles con el producto.

---

<sup>6</sup> Véase el considerando 19 de la Directiva Delegada de MiFID II.

24. Para productos a medida o específicos, el mercado destinatario del producto generalmente será el cliente que solicitó el producto a menos que la distribución del producto también se haya previsto para otros clientes.

### **Articulación entre la estrategia de distribución del productor y su definición del mercado destinatario**

25. De conformidad con el artículo 16, apartado 3, de MiFID II, el productor garantizará que su estrategia de distribución prevista sea conforme con el objetivo identificado y, de conformidad con el artículo 24, apartado 2, de MiFID II, el productor debe adoptar medidas razonables para garantizar que el producto financiero se distribuya en el mercado destinatario definido. El productor deberá definir su estrategia de distribución para que favorezca la venta de cada producto en su mercado destinatario. Esto incluye que, cuando el productor pueda elegir a los distribuidores de sus productos, se esforzará en la medida de lo posible en seleccionar distribuidores cuyo tipo de clientes y servicios ofrecidos sean compatibles con el mercado destinatario del producto.

26. Al definir la estrategia de distribución, un productor debe determinar el grado de información sobre los clientes necesario para que el distribuidor evalúe adecuadamente el mercado destinatario de su producto. Por lo tanto, el productor debe proponer el tipo de servicio de inversión a través del cual los clientes destinatarios deberán o podrán adquirir el instrumento financiero. Si el producto se considera apropiado para una venta sin asesoramiento, la empresa también podría especificar el canal de adquisición preferente.

### **V.3. Directrices para distribuidores**

#### **Momento y relación de la evaluación del mercado destinatario por el distribuidor con otros procesos de gobernanza de productos**

27. La identificación del mercado destinatario por el distribuidor (es decir, el mercado destinatario «real» para ese producto) debe realizarse como parte del proceso general de toma de decisiones sobre la gama de servicios y productos que el distribuidor va a distribuir. Por lo tanto, la identificación del mercado destinatario real debe efectuarse en una etapa temprana, cuando las políticas comerciales y las estrategias de distribución de la empresa son definidas por el órgano de dirección y de manera *ex ante* (es decir, con anterioridad la operativa diaria).

28. En particular, los distribuidores asumirán la responsabilidad de garantizar, desde el principio, la coherencia general de los productos que se van a ofrecer y los servicios relacionados que se van a prestar con las necesidades, características y objetivos de los clientes destinatarios.

29. El proceso de toma de decisiones sobre el universo de servicios y productos en combinación con el proceso de identificación del mercado destinatario influirá directamente en la forma en que se realice el negocio diario, ya que las decisiones del órgano de dirección se aplican a lo largo de la jerarquía y la cadena de decisiones de la

empresa. Esos procesos en su conjunto tendrán un impacto directo sobre la compatibilidad de los productos y servicios ofrecidos e influirán en todos los demás procesos relevantes relacionados con los servicios prestados, especialmente la definición de los objetivos del presupuesto y las políticas de remuneración del personal.

30. Las empresas se centrarán especialmente en los servicios de inversión a través de los cuales se ofrecerán los productos a sus respectivos mercados destinatarios. En este contexto, la ESMA espera que se tenga debidamente en cuenta la naturaleza de los productos, prestando especial atención a aquellos caracterizados por su complejidad/riesgo u otras características relevantes (como, por ejemplo, iliquidez e innovación).<sup>7</sup> Por ejemplo, si un distribuidor tiene información detallada sobre algunos clientes (por ejemplo, a través de una relación existente con ellos para asesorarles en temas de inversión), podría decidir que, teniendo en cuenta el perfil de riesgo-rentabilidad particular de un producto, se actuaría en el mejor interés de este grupo de clientes si para ellos se excluyeran los servicios de ejecución. Del mismo modo, el distribuidor podría decidir que algunos productos no complejos que podrían ofrecerse conforme al régimen de solo ejecución solo se ofrecerán de conformidad con los requisitos de conveniencia o idoneidad, a fin de otorgar un mayor grado de protección a los clientes.
31. En concreto, los distribuidores decidirán qué productos se recomendarán (también a través de la prestación del servicio de gestión de carteras) o se ofrecerán o comercializarán de manera activa a ciertos grupos de clientes (caracterizados por características comunes en términos de conocimiento, experiencia, situación financiera, etc.). Los distribuidores también decidirán qué productos se pondrán a disposición de los clientes (existentes o potenciales) por propia iniciativa a través de servicios de ejecución (esto es, con evaluación de conveniencia o en régimen de sólo ejecución) sin comercialización activa, ya que en tales situaciones el nivel de información del cliente disponible puede ser muy limitado.
32. En cualquier caso, cuando, sobre la base de toda la información y los datos que pueden estar a disposición de los distribuidores y que han sido recopilados a través de servicios de inversión o servicios auxiliares o por otras fuentes, incluida la información obtenida de los productores, el distribuidor evalúe que un determinado producto nunca será compatible con las necesidades y características de sus clientes existentes o potenciales, se abstendrá de incluir el producto en su oferta de productos (es decir, los productos que se ofrecerán, a quién y a través de la prestación de qué servicios de inversión).

---

<sup>7</sup> Esto es conforme con el considerando 18 de la Directiva Delegada de MiFID II, que aclara: «A la luz de los requisitos dispuestos en la Directiva 2014/65/UE y en aras de la protección de los inversores, las normas en materia de gobernanza de productos deben aplicarse a todos los productos vendidos en mercados primarios y secundarios, con independencia del tipo de producto o servicio prestado y de los requisitos aplicables en el lugar de la venta. Sin embargo, tales normas pueden aplicarse de manera proporcionada, dependiendo de la complejidad del producto y del grado en que pueda obtenerse información públicamente disponible, teniendo en cuenta la naturaleza del instrumento, el servicio de inversión y el mercado destinatario. Por proporcionalidad debe entenderse que estas normas pueden ser relativamente simples para determinados productos sencillos distribuidos en régimen de mera ejecución, cuando tales productos sean compatibles con las necesidades y las características del mercado minorista general».

## **Relación entre los requisitos de gobernanza de productos y la evaluación de idoneidad o conveniencia**

33. La obligación del distribuidor de identificar el mercado destinatario real y de garantizar que un producto se distribuya de acuerdo con dicho mercado no se sustituye por una evaluación de idoneidad o conveniencia y debe realizarse además de dicha evaluación y antes de ella. En particular, la identificación, para un producto dado, de su mercado destinatario y de la estrategia de distribución relacionada garantizará que el producto termine en manos del tipo de clientes para cuyas necesidades, características y objetivos se ha diseñado, y no en otro grupo de clientes con el que el producto puede no ser compatible.

### **Identificación del mercado destinatario por el distribuidor: categorías objeto de consideración**

34. Los distribuidores utilizarán la misma lista de categorías empleada por los productores (véase el apartado 18), como base para identificar el mercado destinatario de sus productos. Sin embargo, los distribuidores definirán el mercado destinatario en un nivel más concreto y tendrán en cuenta el tipo de clientes a los que prestan servicios de inversión, la naturaleza de los productos de inversión y el tipo de servicios de inversión que prestan.

35. Como el productor debe especificar el mercado destinatario potencial en función de su conocimiento teórico y experiencia con un producto similar, determinará el mercado destinatario del producto sin conocimiento específico de clientes concretos. Por lo tanto, la evaluación del productor se realizará con una visión más general de cómo las características/naturaleza de un producto serían compatibles para ciertos tipos de inversores, en función de su conocimiento de los mercados financieros y su experiencia previa con productos similares. De esta manera, se introduce un conjunto de límites en un nivel más abstracto.

36. El distribuidor, por otro lado, debe especificar el mercado destinatario real, teniendo en cuenta los límites de dicho mercado establecidos por el productor. Los distribuidores basarán su mercado destinatario en la información y el conocimiento que tengan de su propia base de clientes y en la información recibida del productor (si han recibido alguna) o la información que hayan obtenido ellos mismos mediante investigación documental (especialmente en casos donde el distribuidor sea una empresa nueva que todavía no cuenta con suficiente información real sobre sus propios clientes). Los distribuidores utilizarán la evaluación más genérica del mercado destinatario hecha por el productor junto con la información existente sobre sus clientes o clientes potenciales para identificar su propio mercado destinatario de un producto, es decir, el grupo de clientes a quienes van a ofrecer efectivamente el producto a través de la prestación de sus servicios.

37. Con este fin, los distribuidores realizarán un análisis exhaustivo de las características de su base de clientes, es decir, los clientes existentes, así como los potenciales (por ejemplo, un distribuidor puede tener clientes con depósitos bancarios a los que pretende ofrecer

servicios de inversión). Los distribuidores deberán usar cualquier dato e información que considere razonablemente útil y disponible para este propósito, que pueda estar a disposición de los distribuidores y que se recopile a través de servicios de inversión o servicios auxiliares. Además, podrán utilizar cualquier dato e información que considere razonablemente útil y disponible que pueda estar a disposición de los distribuidores y que se recopile a través de servicios de inversión o servicios auxiliares.

38. Al afinar el mercado destinatario del productor, el distribuidor no se desviará de las decisiones fundamentales tomadas. Sin embargo, los distribuidores no pueden simplemente confiar en el mercado destinatario del productor sin considerar cómo dicho mercado se ajustaría a su cartera de clientes. Para tal fin, los distribuidores implantarán y mantendrán un proceso específico, que habrá de ponerse en marcha en todo caso. Este proceso está sujeto a la proporcionalidad, es decir, el examen y, de ser necesario, la definición detallada del mercado destinatario del productor por parte del distribuidor serán más intensivos para productos más complejos y podrán ser menos intensivos en el caso de productos más sencillos y comunes. Si, como resultado del proceso, el distribuidor llega a la conclusión de que el mercado destinatario del productor no necesita ser depurado, el distribuidor podrá utilizar el mercado destinatario del productor tal cual es.
39. Por lo general, la evaluación del mercado destinatario del distribuidor se realizará después de que el productor le haya comunicado su mercado destinatario. Sin embargo, es posible que el productor y el distribuidor definan tanto el mercado destinatario del productor como el mercado destinatario del distribuidor, incluyendo cualquier proceso de revisión y refinamiento, al mismo tiempo. Este podría ser el caso, por ejemplo, cuando el productor y el distribuidor desarrollan de manera conjunta un mercado destinatario estándar común para los productos que generalmente intercambian. Tanto el productor como el distribuidor siguen siendo responsables de cumplir sus obligaciones de identificar un mercado destinatario, como se describe en MiFID II y en su Directiva Delegada, y como además se especifica en las presentes directrices para identificar un mercado destinatario. Los productores deberán tomar medidas razonables para garantizar que los productos se distribuyan en el mercado destinatario identificado y los distribuidores deberán garantizar que los productos se ofrecen o recomiendan solo cuando esto redunde en beneficio de los clientes.
40. Al definir su selección de productos, los distribuidores prestarán especial atención a situaciones en las que no puedan realizar una evaluación exhaustiva del mercado destinatario en virtud del tipo de servicios que prestan (en particular, los servicios de ejecución, es decir, con evaluación de conveniencia o el régimen de solo ejecución). Esto es especialmente importante para productos que se catalogan por su complejidad/riesgo (u otras características relevantes tales como la iliquidez o la innovación), así como para situaciones en las que pueda haber conflictos de interés significativos (como en relación con productos emitidos por la propia empresa o por otras entidades del grupo). En tales circunstancias, es muy importante que los distribuidores tomen en debida consideración toda la información relevante facilitada por el productor, tanto en cuanto al mercado destinatario como a la estrategia de distribución.

### **Identificación del mercado destinatario: diferenciación en función de la naturaleza del producto distribuido**

41. La identificación de la evaluación del mercado destinatario por parte del distribuidor también se hará de modo adecuado y proporcionado, teniendo en cuenta la naturaleza del producto de inversión, de acuerdo con lo descrito en los apartados 21 a 24.
42. Cuando el productor haya identificado un mercado destinatario de productos más sencillos y más comunes, la identificación del mercado destinatario del distribuidor no necesariamente tendrá como resultado un ajuste del mercado destinatario del productor.

### **Identificación y evaluación del mercado destinatario por parte del distribuidor: interacción con los servicios de inversión**

43. Como se ha señalado anteriormente, los distribuidores deben identificar y evaluar las circunstancias y necesidades del grupo de clientes a quienes van a ofrecer o recomendar efectivamente un producto, a fin de garantizar la compatibilidad entre ese producto y los respectivos clientes destinatarios. Esta obligación se aplicará de manera proporcional, dependiendo no solo de la naturaleza del producto (véase el apartado 41 anterior), sino también del tipo de servicios de inversión que prestan las empresas.
44. A este respecto, cabe señalar que, por una parte, la evaluación *ex ante* del mercado destinatario real viene determinada por los servicios prestados, ya que puede realizarse de forma más o menos exhaustiva según el nivel de información disponible del cliente, que a su vez depende del tipo de servicios prestados y de la aplicación de las normas vinculadas a su prestación (en particular, el asesoramiento financiero y la gestión de carteras permiten la obtención de información más amplia sobre los clientes en comparación con los demás servicios). Por otro lado, la evaluación del mercado destinatario influye en la decisión sobre el tipo de servicios que se prestarán en relación con la naturaleza del producto y las circunstancias y necesidades de los clientes destinatarios identificados, considerando que el nivel de protección del inversor varía según los servicios de inversión, dependiendo de las reglas que se aplican en el punto de venta. En particular, los servicios de asesoramiento financiero y de gestión de carteras permiten proteger mejor a los inversores, en comparación con otros servicios prestados bajo el régimen de conveniencia o de solo ejecución.
45. Por lo tanto, se espera que cuando los distribuidores definan su selección de productos, presten especial atención a situaciones en las que no puedan realizar una evaluación exhaustiva del mercado destinatario en virtud del tipo de servicios que prestan. En particular, cuando los distribuidores solo lleven a cabo servicios de ejecución con evaluación de conveniencia (por ejemplo, a través de una plataforma de corretaje), deberán considerar que en general podrán realizar una evaluación del mercado destinatario real restringida a categorías exclusivas de conocimiento y experiencia de los clientes (véase el apartado 18, letra b)); cuando solo realicen servicios de ejecución conforme al régimen de solo ejecución, ni siquiera será posible evaluar el conocimiento y

la experiencia de los clientes.<sup>8</sup> A este respecto, las empresas prestarán especial atención a la estrategia de distribución sugerida por el productor (véanse los apartados 26, 49, 50 y 51).

46. Esto es especialmente relevante para productos que se distinguen por características de complejidad/riesgo (u otras características relevantes tales como, por ejemplo, la innovación), así como para situaciones en las que puede haber conflictos de interés significativos (como en relación con productos emitidos por entidades dentro del grupo de la empresa o cuando los distribuidores reciben incentivos de terceros), teniendo en cuenta el nivel limitado de protección otorgado a los clientes en el punto de venta por la evaluación de conveniencia (o ninguna protección, en el caso del régimen de solo ejecución). En tales circunstancias, es muy importante que los distribuidores tengan en cuenta toda la información relevante facilitada por el productor, tanto relativa al mercado destinatario potencial como a la estrategia de distribución. Por ejemplo, cuando el mercado destinatario del productor describa un producto con características particulares que requiera, no solo conocimientos y experiencia específicos del cliente, sino también una situación financiera específica, así como objetivos/necesidades únicos, el distribuidor podrá decidir adoptar un enfoque prudente al no incluirlo en su oferta de productos (aunque la empresa estaría en posición de evaluar *ex ante* la compatibilidad de ese producto con su cartera de clientes en términos de conocimientos y experiencia).
47. Además, teniendo en cuenta que la protección del cliente disminuye cuando la información disponible no es suficiente para garantizar una evaluación completa del mercado destinatario, los distribuidores también podrán decidir permitir a los clientes operar sin asesoramiento, después de haberles advertido de que la empresa no está en disposición de evaluar su total compatibilidad con dichos productos.
48. Por el contrario, si los distribuidores tienen la intención de ponerse en contacto de alguna manera con clientes o potenciales clientes para recomendar o comercializar activamente un producto o considerar ese producto para prestar un servicio de gestión de carteras, se realizará siempre una evaluación exhaustiva del mercado destinatario.

### **Estrategia de distribución del distribuidor**

49. El distribuidor tendrá en cuenta la estrategia de distribución identificada por el productor y deberá revisarla desde una perspectiva crítica. Sin embargo, en última instancia, cuando un productor es una entidad no sujeta a MiFID II y, por lo tanto, no está obligada a identificar una estrategia de distribución, el distribuidor deberá definir su propia estrategia de distribución a la luz de la información sobre su cartera de clientes y sobre el tipo de servicios prestados.

---

<sup>8</sup> Como se explicó anteriormente (véase el apartado 36), para definir el mercado destinatario, además de la información recopilada a través de servicios de inversión o servicios auxiliares, los distribuidores podrán utilizar cualquier otra información y datos que se consideren razonablemente útiles y que puedan estar disponibles y recopilarse a través de otras fuentes. Por lo tanto, incluso las empresas que solo prestan servicios de inversión conforme a un régimen de conveniencia o de mera ejecución, podrían estar en condiciones de realizar una evaluación más exhaustiva del mercado destinatario.

50. En particular, al tomar en consideración la estrategia de distribución sugerida por el productor, el distribuidor podría decidir seguir un enfoque más prudente al prestar servicios de inversión que ofrezcan un mayor nivel de protección a los inversores, como el asesoramiento de inversión. Por ejemplo, si el productor considera que las características de un producto determinado son compatibles con una estrategia de distribución a través de servicios sin asesoramiento, el distribuidor podrá decidir que las características de sus clientes actuales o potenciales (por ejemplo, conocimiento muy limitado y sin experiencia con inversiones en ese tipo de producto, situación financiera inestable y objetivos a muy corto plazo) son tales que el asesoramiento en materia de inversión sería la elección más adecuada para garantizar sus mejores intereses.
51. Por el contrario, el distribuidor podría decidir, en determinadas circunstancias, adoptar un enfoque menos prudente en relación con la estrategia de distribución definida por el productor. Por ejemplo, si el productor considera que un producto dado, debido a sus características específicas, debe ofrecerse a través de asesoramiento en materia de inversión, el distribuidor podría incluso hacer que ese producto esté disponible a través de servicios de ejecución para un segmento específico de clientes. En estas situaciones, ESMA espera que el distribuidor lo haga solo tras haber analizado exhaustivamente las características de los productos y los clientes destinatarios. Además, esta decisión se notificará al productor como parte de la obligación del distribuidor de proporcionar al productor información sobre las ventas de forma que este pueda tenerla en cuenta en el proceso de gobernanza de productos y al seleccionar distribuidores adecuados (como se describe en los apartados 21 y 22).

### **Gestión de carteras, enfoque de cartera, cobertura y diversificación**

52. Al proporcionar asesoramiento en materia de inversión adoptando un enfoque de cartera y de gestión de carteras para el cliente, el distribuidor puede utilizar productos con fines de diversificación y cobertura. En este contexto, los productos podrán venderse fuera del mercado destinatario del producto, si la cartera en su conjunto o la combinación de un instrumento financiero con su cobertura es adecuada para el cliente.
53. La identificación de un mercado destinatario por parte del distribuidor se realiza sin perjuicio de la evaluación de idoneidad. Esto significa que, en ciertos casos, podrán producirse desviaciones permisibles entre el mercado destinatario identificado y las características de cada cliente si la recomendación o venta del producto cumple los requisitos de idoneidad realizados con una visión de cartera, así como con todos los demás requisitos legales aplicables (incluidos los relacionados con la divulgación, identificación y gestión de conflictos de interés, remuneración e incentivos).
54. El distribuidor no está obligado a notificar al productor las ventas fuera del mercado destinatario positivo si estas ventas son para fines de diversificación y cobertura y si siguen siendo adecuadas dada la cartera total del cliente o el riesgo que se está cubriendo.
55. Las ventas de productos en el mercado destinatario negativo siempre se notificarán al productor y se informará al cliente, incluso si esas ventas son para fines de diversificación

o cobertura. Además, aunque se hagan incluso con fines de diversificación, las ventas en el mercado destinatario negativo deberán ser poco frecuentes (véanse también los apartados 67 a 74).

**Revisión periódica por parte del productor y del distribuidor para evaluar, respectivamente, si los productos y servicios están llegando al mercado destinatario**

56. El artículo 16, apartado 3, de MiFID II y los artículos 9 y 10 de la Directiva Delegada de MiFID II requieren que los productores y distribuidores revisen los productos periódicamente para evaluar si el producto sigue siendo conforme con las necesidades, las características y los objetivos del mercado destinatario identificado, y si la estrategia de distribución prevista sigue siendo apropiada.
57. Los productores considerarán, de un modo proporcionado, qué información necesitan para completar su revisión y cómo recopilar esa información. De acuerdo con el considerando 20 de la Directiva Delegada de MiFID II, la información pertinente puede incluir, por ejemplo, información sobre los canales de distribución que se han empleado, la proporción de las ventas realizadas fuera del mercado destinatario del productor, un resumen de los tipos de clientes, un resumen de las reclamaciones recibidas y los comentarios y observaciones recibidos en respuesta a las preguntas propuestas por el productor a una muestra de clientes. Dicha información puede ser de forma agregada y no tiene por qué ser específica de un solo instrumento o venta.
58. Para respaldar las revisiones de los productores contempladas en MiFID, los distribuidores deberán proporcionarles información sobre las ventas y, cuando corresponda, sobre cualquier otra información relevante que pueda ser el resultado de la propia revisión periódica del distribuidor. Además, los distribuidores considerarán datos e información que puedan indicar que han identificado erróneamente el mercado destinatario de un producto o servicio específico o que el producto o servicio ya no cumple las circunstancias del mercado destinatario identificado, como, por ejemplo, dónde el producto pasa a ser ilíquido o muy volátil debido a los cambios del mercado. Esta información está sujeta al principio de proporcionalidad y, en general, puede ser de forma agregada y no tiene por qué ser específica de un solo instrumento o venta. Sin embargo, debe proporcionarse información específica del instrumento en casos de especial relevancia para ciertos instrumentos (por ejemplo, si el distribuidor llega a la conclusión de que se determinó erróneamente un mercado destinatario de un producto específico).
59. En relación con la notificación de la información sobre ventas fuera del mercado destinatario del productor, los distribuidores deberán ser capaces de notificar cualquier decisión que hayan tomado para vender fuera del mercado destinatario o ampliar la estrategia de distribución recomendada por el productor y la información sobre las ventas realizadas fuera del mercado destinatario (incluidas las ventas dentro del mercado destinatario negativo), teniendo en cuenta las excepciones señaladas en el apartado 54.

## **Distribución de productos producidos por entidades no sujetas a los requisitos de gobernanza de productos de MiFID II**

60. Se espera que las empresas que distribuyen productos que no han sido producidos por entidades sujetas a los requisitos de gobernanza de productos de MiFID II realicen la diligencia debida necesaria para proporcionar un nivel adecuado de servicio y seguridad a sus clientes en comparación con una situación en la que el producto se haya diseñado de acuerdo con los requisitos de gobernanza de productos de MiFID II.

61. Cuando un producto no ha sido diseñado de acuerdo con los requisitos de gobernanza de productos de MiFID II (por ejemplo, en el caso de productos de inversión emitidos por entidades que no están sujetas a los requisitos de gobernanza de productos de MiFID II), esto puede afectar al proceso de recopilación de información o a la identificación del mercado destinatario:

- Definición del mercado destinatario: El distribuidor determinará el mercado destinatario incluso cuando el productor no lo haga,<sup>9</sup> (véase el apartado 34). Por lo tanto, la empresa deberá definir su mercado destinatario «propio» incluso cuando no reciba del productor una descripción del mercado destinatario ni información sobre el proceso de aprobación del producto. Esto se hará de un modo apropiado y proporcionado (véase el apartado 21).
- Proceso de recopilación de información: los distribuidores adoptarán todas las medidas razonables para garantizar que la información de los productos obtenida del productor sea de un nivel adecuado y fiable para garantizar que los productos se distribuyan de acuerdo con las características, objetivos y necesidades del mercado destinatario<sup>10</sup>. Cuando toda la información relevante no esté disponible públicamente (por ejemplo, a través de los DFI de los PRIIP<sup>11</sup> o de un folleto), los pasos razonables incluirán la celebración de un acuerdo con el productor o su agente para obtener toda la información relevante que permita al distribuidor llevar a cabo su evaluación del mercado destinatario. La información disponible públicamente solo se podrá aceptar cuando sea clara y fiable y se elabore para cumplir los requisitos reglamentarios.<sup>12</sup> Por ejemplo, se acepta la información divulgada en cumplimiento de los requisitos de la Directiva sobre folletos, la Directiva de transparencia, la Directiva OICVM, la Directiva de GFIA o los requisitos equivalentes de terceros países.

62. La obligación a que se refiere el apartado 61 es pertinente para los productos vendidos en los mercados primario y secundario y se aplicará de manera proporcionada, dependiendo del grado en que esté disponible al público la información y de la complejidad del

---

<sup>9</sup> Véase el artículo 10, apartado 1, de la Directiva Delegada de MiFID II.

<sup>10</sup> Véase el artículo 10, apartado 2, punto 3, de la Directiva Delegada de MiFID II.

<sup>11</sup> Reglamento (UE) n.º 1286/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de noviembre de 2014, sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista vinculados y los productos de inversión basados en seguros (PRIIP) (DO L 352 de 9.12.2014, pp. 1-23).

<sup>12</sup> Véase el artículo 10, apartado 2, de la Directiva Delegada de MiFID II.

producto.<sup>13</sup> Por lo tanto, la información sobre productos más sencillos y comunes, como las acciones ordinarias, no requerirá generalmente un acuerdo con el productor, pero podrá obtenerse de múltiples fuentes de información publicadas con fines regulatorios para dichos productos.

63. Cuando el distribuidor no esté en condiciones de obtener en modo alguno información suficiente sobre productos de entidades no sujetas a los requisitos de gobernanza de productos de MiFID II, la empresa no podrá cumplir sus obligaciones en virtud de MiFID II y, en consecuencia, se abstendrá de incluirlos en su oferta de productos.

#### **Aplicación de los requisitos de gobernanza de productos a la distribución de productos elaborados antes de la fecha de aplicación de MIFID II.**

64. Los productos elaborados y distribuidos antes del 3 de enero de 2018 no quedarán dentro del alcance de los requisitos de gobernanza de productos definidos por MiFID II.

65. Los productos que se elaboraron antes del 3 de enero de 2018 pero que se distribuyen a los inversores después de dicha fecha quedarán dentro del alcance de los requisitos de gobernanza de productos aplicables a los distribuidores, en particular, el requisito de identificar un mercado destinatario de cualquier producto financiero. En esta situación, el distribuidor deberá actuar como si el productor fuera una entidad no sujeta a los requisitos de gobernanza de productos de MiFID II. Cuando el productor haya identificado el mercado destinatario (de forma voluntaria/sobre la base de acuerdos comerciales con distribuidores) de acuerdo con las presentes directrices, el distribuidor, después de revisarlo desde una perspectiva crítica, podría confiar en esta identificación del mercado destinatario.

66. Sin embargo, el productor asignará un mercado destinatario a dichos productos, a más tardar, tras el siguiente proceso de revisión del producto que se realiza de conformidad con el artículo 16, apartado 3, de MiFID II después del 3 de enero de 2018. El distribuidor considerará este mercado destinatario en su propio proceso de revisión.

#### **V.4. Directrices sobre cuestiones aplicables tanto a productores como a distribuidores**

##### **Identificación del mercado destinatario «negativo» y ventas fuera del mercado destinatario positivo**

67. La empresa deberá considerar si el producto sería incompatible con ciertos clientes destinatarios (mercado destinatario «negativo»)<sup>14</sup>. Al hacerlo, la empresa aplicará las mismas categorías y principios que se indican en los apartados 13 a 20 y 34 a 40. En línea con el enfoque seguido para identificar el mercado destinatario «positivo», el productor, que no tiene una relación directa con los clientes finales, podrá identificar el mercado

---

<sup>13</sup> Véase el artículo 10, apartado 2, punto 3, de la Directiva Delegada de la MiFID II.

<sup>14</sup> Véase el artículo 9, apartado 9, y el artículo 10, apartado 2, de la Directiva Delegada de MiFID II.

destinatario negativo sobre una base teórica, es decir, con un visión general sobre cómo las características específicas de un producto determinado no serían compatibles con ciertos grupos de inversores; el distribuidor, teniendo en cuenta el mercado destinatario negativo más general del productor, así como la información sobre su propia cartera de clientes, estará en posición de identificar más concretamente el grupo de clientes a los que no debe distribuir ese producto específico. Además, el distribuidor también deberá identificar cualquier grupo o grupos de clientes para cuyas necesidades, características y objetivos no sería compatible un servicio relacionado con la distribución de un determinado producto.

68. Algunas de las características del mercado destinatario utilizadas en la evaluación positiva del mercado destinatario realizada por productores y distribuidores darán lugar de manera automática a características opuestas para los inversores para los que el producto no es compatible (por ejemplo, si un producto está hecho para una inversión con fines especulativos, al mismo tiempo no será apto para objetivos de «bajo riesgo»). En este caso, una empresa podría definir el mercado destinatario negativo afirmando que el producto o servicio es incompatible para cualquier cliente fuera del mercado destinatario positivo.
69. De nuevo, es importante tener en cuenta el principio de proporcionalidad. Al evaluar un posible mercado destinatario negativo, el número y el detalle de los factores y criterios dependerá de la naturaleza, especialmente de la complejidad o del perfil de riesgo y rentabilidad del producto (es decir, es probable que un producto sencillo estándar tenga un grupo más pequeño de posibles inversores para los que es incompatible, mientras que el grupo de clientes para quienes el instrumento financiero no es compatible podría ser grande para un producto más complejo).
70. Puede haber situaciones en las que los productos puedan, en determinadas circunstancias y cuando se cumplan todos los demás requisitos legales (incluidos los relacionados con la divulgación, idoneidad o conveniencia, identificación y gestión de conflictos de interés), venderse fuera del mercado destinatario positivo. Sin embargo, estos casos deberán estar justificados por las particularidades del caso, el motivo de la desviación se documentará claramente y, cuando proceda, se incluirá en el informe de idoneidad.
71. Como el mercado destinatario negativo es una indicación explícita de aquellos clientes para cuyas necesidades, características y objetivos el producto no es compatible y a quienes no se debe distribuir el producto, la venta a los inversores de este grupo se hará en contadas ocasiones, la justificación para la desviación será correspondientemente significativa y, en general, deberá estar mejor fundamentada que una justificación para una venta fuera del mercado destinatario positivo.
72. Por ejemplo, la venta de productos fuera del mercado destinatario podría darse como consecuencia de ventas sin asesoramiento (es decir, cuando los clientes se dirigen a una empresa para comprar un determinado producto sin una comercialización activa por parte de la empresa ni se han visto influidos de alguna manera por esa empresa), cuando la

empresa no cuenta con toda la información necesaria para realizar una evaluación exhaustiva de si el cliente se encuentra dentro del mercado destinatario, lo que podría ser el caso, por ejemplo, de plataformas de ejecución que solo operan bajo el régimen de conveniencia. Se espera que, en el contexto de los acuerdos de gobernanza de productos, las empresas analicen situaciones *ex ante* como la descrita y tomen decisiones responsables sobre cómo abordarlas en caso de que ocurran, y que se informe a los empleados que tienen contacto con los clientes sobre el enfoque adoptado por el equipo directivo para que puedan cumplirlo. Las empresas también tendrán en cuenta la naturaleza de los productos incluidos en el rango de aquellos que tienen previsto ofrecer a los clientes (por ejemplo, en términos de complejidad/riesgo) y la existencia de conflictos de interés con los clientes (como en el caso de autocolocación), así como su modelo de negocio. Algunas empresas podrían, por ejemplo, considerar la posibilidad de no permitir que los clientes operen si están clasificados dentro del mercado destinatario negativo, mientras permiten que otros clientes realicen transacciones con un producto financiero que está en el área «gris», es decir, entre los mercados destinatarios positivo y negativo.

73. Es importante que si el distribuidor se da cuenta, por ejemplo, a través del análisis de las quejas de los clientes u otras fuentes y datos, de que la venta de un producto determinado fuera del mercado destinatario identificado *ex ante* se ha convertido en un fenómeno significativo (por ejemplo, en términos de número de clientes involucrados), dicha información será debidamente tenida en consideración en el curso de su revisión periódica de los productos y servicios relacionados ofrecidos. En tales casos, el distribuidor puede, por ejemplo, llegar a la conclusión de que el mercado destinatario originalmente identificado no era correcto y que necesita ser revisado o que la estrategia de distribución relacionada no era apropiada para el producto y debe ser reconsiderada.
74. Las desviaciones del mercado destinatario (fuera del positivo o dentro del negativo) que pueden ser relevantes para el proceso de gobernanza de productos del productor (especialmente aquellas que son recurrentes) se notificarán al productor teniendo en cuenta las excepciones indicadas en el apartado 54.

### **Aplicación de los requisitos del mercado destinatario a las empresas que operan en mercados mayoristas (es decir, con clientes profesionales y contrapartes elegibles)**

#### *Clientes profesionales y contrapartes elegibles como parte de la cadena de intermediación*

75. Los requisitos establecidos en el artículo 16, apartado 3, de MiFID II se aplican independientemente de la naturaleza del cliente (minorista, profesional o contraparte elegible). Al mismo tiempo, los artículos 16, apartado 3, y 24, apartado 2, de MiFID II especifican que los clientes destinatarios serán los «clientes finales». Esto significa que una empresa no necesita especificar un mercado destinatario para otras empresas (clientes profesionales y contrapartes elegibles) dentro de la cadena de intermediación, sino que debe diseñar dicho mercado con el cliente final en mente (es decir, el cliente final de la cadena de intermediación). El tipo específico de cliente final destinatario se indicará en la categoría de tipo de cliente mencionada en el apartado 18, letra a).

76. No se considerarán «clientes finales» a aquellos clientes profesionales o contrapartes elegibles que compren un producto con la intención de venderlo a otros clientes, actuando como un enlace en la cadena de intermediación.
77. En tal caso, el cliente profesional (o la contraparte elegible) actuará como distribuidor y, por lo tanto, deberá cumplir los requisitos de gobernanza de productos aplicables a los distribuidores.
78. Por ejemplo, si una empresa vende un producto a una contraparte elegible que compra el producto con la intención de distribuirlo más ampliamente a clientes profesionales o minoristas, la contraparte elegible reevaluará el mercado destinatario relevante de acuerdo con sus obligaciones como distribuidor. Si la contraparte elegible realiza cambios en el producto antes de su distribución posterior, es probable que esto signifique que debe cumplir las disposiciones de gobernanza de productos tanto para los productores como para los distribuidores.

#### *Clientes profesionales y contrapartes elegibles como clientes finales*

79. Las normas de conducta para la protección de los inversores establecidas en MiFID se modulan en función de las necesidades de cada categoría de clientes (es decir, clientes minoristas, clientes profesionales y contrapartes elegibles). En un contexto de mercado mayorista (que incluye solo clientes profesionales y contrapartes elegibles), MiFID permite hacer ciertas suposiciones sobre el conocimiento y la experiencia de los clientes con respecto a la comprensión de los riesgos de inversión.
80. MiFID II requiere que las empresas se aseguren de que los productos que fabrican y/o distribuyen estén diseñados para satisfacer las necesidades de un mercado destinatario identificado de clientes finales dentro de la categoría correspondiente de clientes<sup>15</sup>. Como tal, al evaluar el mercado destinatario apropiado para un producto en particular, las empresas considerarán la categoría de cliente adecuada y si les permite hacer suposiciones sobre el conocimiento y la experiencia de los clientes finales.

#### *Para clientes profesionales como clientes finales*

81. Las empresas tienen derecho a suponer que los clientes profesionales tienen los conocimientos y la experiencia necesarios para comprender los riesgos asociados a los productos o servicios para los que han sido clasificados como clientes profesionales<sup>16</sup>. No obstante, MiFID establece una distinción entre clientes profesionales *per se* y clientes profesionales por elección, indicando que no se considerará que los clientes de esta última categoría poseen unos conocimientos y una experiencia comparables a los de los clientes profesionales *per se*.

---

<sup>15</sup> Véanse el artículo 16, apartado 3, punto 3, y el artículo 24, apartado 2, de MiFID II.

<sup>16</sup> Véase el anexo II de MiFID II.

82. Por lo tanto, al identificar el mercado destinatario, las empresas tendrán en cuenta las diferencias entre los conocimientos que se suponen a clientes minoristas y a profesionales y, dentro de la categoría de clientes profesionales, entre los que se suponen a clientes profesionales por elección y a clientes profesionales *per se*<sup>17</sup>. Por ejemplo, el contraste en el enfoque tendrá en cuenta las diferencias en los perfiles de conocimiento y experiencia de estas diferentes categorías de clientes.
83. Es posible que algunos productos (por ejemplo, los que son aptos para la distribución en los mercados minoristas de distribución masiva) tengan un mercado destinatario con una definición amplia que pueda incluir tanto a clientes minoristas como a profesionales. Dichos productos, por ejemplo, participaciones o acciones en un fondo ordinario de OICVM, podrían considerarse, por defecto, como un mercado destinatario que incluye a clientes profesionales. Sin embargo, otros productos, en particular productos que tienen perfiles de riesgo complejos, tendrán un mercado destinatario con una definición más estricta. Por ejemplo, el mercado destinatario de un bono convertible contingente podría estar compuesto únicamente por clientes profesionales por elección o *per se* que probablemente entiendan las complejidades asociadas a estos productos.

*Para contrapartes elegibles como clientes finales*

84. El marco regulatorio de MiFID reconoce a las contrapartes elegibles como la clase más sofisticada de inversores y participantes en el mercado de capitales y, por lo tanto, desactiva muchas de las medidas de protección con respecto a estos clientes. Sin embargo, MiFID II pretende aumentar las protecciones otorgadas a los clientes no minoristas, extendiendo ciertos requisitos de información y notificación a las transacciones de las empresas con contrapartes elegibles. Si bien las empresas no están obligadas a aplicar los requisitos del artículo 24 (a excepción de los apartados 4 y 5) de MiFID II al realizar transacciones con contrapartes elegibles (artículo 30, apartado 1, de MiFID II), sí deberán asegurarse de que actúen «con honestidad, imparcialidad y profesionalidad» y que comuniquen «información imparcial, clara y no engañosa» en sus operaciones con contrapartes elegibles. Asimismo, los requisitos establecidos en el artículo 16, apartado 3, de MiFID II se aplican independientemente de la naturaleza del cliente (minorista, profesional o contraparte elegible).
85. Cuando el mercado destinatario de los clientes finales se componga únicamente de contrapartes elegibles, es posible que la evaluación general sea menos exhaustiva. Es probable que las contrapartes elegibles tengan una comprensión detallada del entorno del mercado, la viabilidad comercial y otros factores clave y riesgos asociados a una determinada decisión de inversión.

---

<sup>17</sup> Véase el punto 2 de la sección II.1 del anexo II de MiFID II.