



Universidad
Zaragoza

Trabajo Fin de Grado

*Robo-advisors: la digitalización y automatización
del asesoramiento financiero y la gestión de carteras.
Una aproximación jurídica.*

Autora

Elena Arregui Untoria

Directora

Reyes Palá Laguna

Facultad de Derecho
Curso 2018-2019

La Cátedra Ibercaja de Innovación Bancaria UZ-Fundación Ibercaja concedió una ayuda económica a la autora para la elaboración del presente TFG (Resolución de la Cátedra Ibercaja de Innovación Bancaria de 23 de mayo de 2019, <https://otri.unizar.es/sites/otri.unizar.es/files/doc/catedras/archivos/catedra-ibercaja/resolucionayudasestudioibercaja.pdf>)

ÍNDICE

I. INTRODUCCIÓN	5
1. CUESTIÓN TRATADA EN EL TRABAJO FIN DE GRADO.....	5
2. RAZÓN DE LA ELECCIÓN DEL TEMA Y JUSTIFICACIÓN DE SU INTERÉS	6
3. METODOLOGÍA SEGUIDA EN EL DESARROLLO DEL TRABAJO.	8
II. LAS EMPRESAS <i>FINTECH</i>	8
1. CONCEPTO, CARACTERÍSTICAS Y CRECIMIENTO DE EMPRESAS <i>FINTECH</i>	8
2. TIPOS DE EMPRESAS <i>FINTECH</i>	11
3. RIESGOS RELACIONADOS CON SU APARICIÓN.....	13
III. <i>ROBO-ADVISORS</i>	13
1. DEFINICIÓN Y ACTIVIDAD DE LOS <i>ROBO-ADVISORS</i>	13
2. FUNCIONAMIENTO Y CARACTERÍSTICAS	17
3. EVOLUCIÓN DE LA INDUSTRIA DE LOS <i>ROBO-ADVISORS</i>	19
4. REGULACIÓN ACTUAL Y REQUISITOS	21
4.1. <i>Evaluación de la idoneidad del cliente</i>	21
A) <i>El régimen del TRLMV</i>	21
B) <i>Soft Law de desarrollo de la obligación legal respecto al test de idoneidad</i>	24
4.2. <i>Asesoramiento independiente</i>	26
4.3. <i>Deber general de información</i>	29
4.4. <i>Convivencia entre la vertiente administrativa y la contractual en el asesoramiento en materia de inversión.</i>	30
5. ESTUDIO DE CASOS CONCRETOS: INDEXA CAPITAL Y BBVA INVEST	31
5.1. <i>BBVA Invest</i>	32
5.2. <i>Indexa Capital</i>	33
IV. <i>SANDBOX</i>.....	35
V. CONCLUSIONES	41
VI. BIBLIOGRAFÍA Y REFERENCIAS DOCUMENTALES.....	44

ABREVIATURAS

AEFI Asociación Española de *Fintech e Insurtech*

Art. Artículo

BOE Boletín Oficial del Estado

C2C *Consumer-to-consumer*

CC. Código Civil

CCom. Código de Comercio

COM Comisión Europea

CNMV Comisión Nacional del Mercado de Valores

EBI *European Banking Institute*

ESI Empresas de Servicios y Actividades de Inversión

ESMA *European Securities and Markets Authority*

ETF *Exchange Trade Funds*

FCA *Financial Conduct Authority*

FinTech Tecnología Financiera

InsurTech *Insurance and Technology*

IT *Information Technology*

MiFID Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a los mercados de instrumentos financieros

MiFID II Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativa a los mercados de instrumentos financieros

Pág Página

P2B *Peer-to-business*

P2P *Peer-to-peer*

RD Real Decreto

RDL Real Decreto Ley

RD ESIS Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión

Reglamento Delegado UE 2017/565 Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión de 25 de abril de 2016 por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión y términos definidos a efectos de dicha Directiva

Ss. Siguietes

TJUE Tribunal de Justicia de la Unión Europea

TRLMV Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.

TS Tribunal Supremo

UE Unión Europea

I. INTRODUCCIÓN

1. CUESTIÓN TRATADA EN EL TRABAJO FIN DE GRADO

Actualmente, el sector financiero se encuentra inmerso en un fenómeno de transformación digital, que está cambiando las bases de la competencia en los servicios financieros, así como la manera en la que éstos están estructurados, suministrados y consumidos.

Dentro de esa nueva industria digital de servicios financieros, han florecido diferentes grupos de dichos servicios, y en este trabajo en particular, se analiza la situación jurídica de las empresas de servicios de gestión y asesoramiento de inversiones automatizados, los denominados *Robo-advisors*. La denominación de *Robo-advisor* proviene de la contracción inglesa entre «*robo*» (de robot) y «*advisor*» (de asesor), lo que en castellano se podría entender como asesoramiento y gestión automatizada de carteras.

A lo largo del trabajo se ha analizado la regulación española vigente en esta materia, que está altamente influenciada por el régimen armonizado establecido por la UE a través de la Directiva 2014/65/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativa a los mercados de instrumentos financieros y conocida como MiFID II (versión revisada de la MIFID de 2004¹). La transposición de la directiva de 2014 llegó a ser un tema de urgencia debido a que su plazo de transposición venció el 3 de julio de 2016 (art. 93 MIFID II), lo que conllevó a la COM a interponer una demanda contra España ante el TJUE por no adoptar las medidas necesarias para la trasposición de dicha Directiva². El proceso culminó con la aprobación por parte del Gobierno de tres RDL, desde diciembre de 2017 hasta diciembre de 2018³, que han ido modificando

¹ Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a los mercados de instrumentos financieros.

² Comisión Europea, «*Mercados de Valores: La Comisión lleva a Eslovenia y España ante el Tribunal de Justicia por no trasponer plenamente la normativa de la UE sobre los mercados de instrumentos financieros*», 19 de julio de 2018. Disponible en: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-18-4530_es.htm

³ Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia del mercado de valores.

Real Decreto-ley 14/2018, de 28 de septiembre, por el que se modifica el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre.

Real Decreto-ley 19/2018, de 23 de noviembre, de servicios de pago y otras medidas urgentes en materia financiera.

el Texto refundido de la Ley de Mercado de Valores, dando lugar al redactado vigente y a un Real Decreto de 21 de diciembre de 2018 que desarrolla el mismo⁴.

El trabajo está estructurado en tres bloques principales, sin contar esta introducción. En el primero se expone una idea general sobre las empresas *FinTech*, describiendo sus características básicas, su origen, los distintos tipos, y los riesgos relacionados con su aparición. Este primer bloque implica una primera toma de contacto de lo que ha supuesto la tecnología para el sector financiero. El segundo bloque constituye el apartado principal del trabajo, en el que se profundiza sobre la figura de los *Robo-Advisors*: su actividad y características, su evolución en los últimos años y su regulación en el derecho vigente. Asimismo, se realiza un análisis sobre el cumplimiento de la normativa por dos empresas que ofrecen estos servicios. Posteriormente, en el tercer bloque, se examina la *Sandbox* o espacio controlado de pruebas, una nueva e interesante tendencia regulatoria utilizada en varios países para las *FinTech* y que en España se encuentra paralizada actualmente, a la espera de la regulación de esta figura. Asimismo, a lo largo del trabajo se dan apuntes de derecho comparado, con el fin de aportar diferentes puntos de vista y ofrecer soluciones que se han adoptado en países vecinos.

2. RAZÓN DE LA ELECCIÓN DEL TEMA Y JUSTIFICACIÓN DE SU INTERÉS

Fenómenos como la crisis económica que dio lugar a una pérdida de confianza en las entidades bancarias por parte de los consumidores, el desarrollo tecnológico, o las estrictas regulaciones sobre los bancos tradicionales consecuencia de la crisis económica de finales de 2007, conllevó a que a partir del 2008 surgiera esta nueva realidad empresarial que, como se explicará a lo largo del trabajo, ha crecido de manera exponencial en los últimos años. En febrero de 2019, tal y como indica Finnovating en su Informe⁵, en España el número de empleados de empresas *FinTech* asciende a 5.000 y el número de empresas a 337. Desde enero de 2018 hasta febrero de 2019 se ha pasado de 292 a 337 entidades, lo que implica un crecimiento anual del 15%. Además,

⁴ Real Decreto 1464/2018, de 21 de diciembre, por el que se desarrollan el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre y el Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del Derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de mercado de valores.

⁵FINNOVATING, *Finnovating X-Tech Report- Spain 2019-*, 2019. Disponible en: https://www.finnovating.com/wp-content/uploads/woocommerce_uploads/2019/03/Finnovating-X-Tech-Report-Spain-2019.pdf

según este informe, el sector *FinTech* prevé crecer a lo largo del 2019 en más de 4.500 empleados. En concreto, hay 94 *WealthTechs* con 1.000 empleados (en donde se incluyen los *robo-advisors*). Las *WealthTechs* son una subcategoría *FinTech* donde, como indica BBVA⁶, las palabras «*wealth*» (de patrimonio o riqueza) y «*tech*» (de tecnología) se unen para dar lugar a una nueva generación de empresas de tecnología financiera que transforman la industria de gestión de inversores y patrimonios con soluciones digitales. Todo estos datos reflejan que no es solo el crecimiento experimentado a lo largo de estos últimos años, sino que además, hay expectativas futuras de crecimiento que hacen que las *FinTech* se posicionen como factor fundamental en el mercado financiero.

Estas nuevas empresas han conllevado un cambio en los estándares además de en las expectativas que tiene el cliente. Cualquier agente puede utilizar hoy la tecnología financiera (independientemente de su naturaleza jurídica) debido a que la cadena de valor de los servicios financieros está permitiendo, cada vez más, la existencia de agentes alternativos⁷.

Los *robo-advisors* ofrecen un servicio de bajo coste económico para el cliente, hacen de la inversión una tarea sencilla y son independientes de las emociones⁸, lo que provoca que un buen número de consumidores se sientan atraídos por ellos. Su importancia y su crecimiento, dan lugar a la necesidad de un marco jurídico seguro, que garantice la protección de los clientes.

En conclusión, su rápido desarrollo en los últimos años, la forma en la que se constituyen mediante *startups*, su cambio en la cultura empresarial financiera, su innovadora idea de negocio así como la necesidad de un marco jurídico seguro son las principales razones que han suscitado mi gran interés en la elección de este tema.

⁶ BBVA, *¿Qué es el “wealthtech”?*, Comunicados 10 de octubre de 2017.

⁷ VAN NIEUWENHUIZEN C., *Informe sobre la tecnología financiera (FinTech): influencia de la tecnología en el futuro del sector financiero (2016/2243(INI))*, 28.4.2017, Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios, Parlamento Europeo

⁸ VASILEVA A., *Robo Advisors: ¿Qué son y qué ventajas aportan a los inversores?*, Blog Fondos de Inversión, Rankia, 22 de mayo de 2018. Disponible en:

<https://www.rankia.com/blog/fondos-inversion/3077544-robo-advisors-que-son-ventajas-aportan-inversores>

3. METODOLOGÍA SEGUIDA EN EL DESARROLLO DEL TRABAJO.

En cuanto a la metodología seguida para la realización del trabajo, ésta ha consistido en un análisis de la realidad de los nuevos servicios que gracias al desarrollo tecnológico se ofrecen por el sector financiero, centrándonos fundamentalmente en el fenómeno de los *Robo-Advisors*.

Al tratarse de un fenómeno relativamente nuevo, no hay jurisprudencia relacionada con el tema por lo que, para realizar dicho análisis, se ha examinado el derecho vigente, en concreto el procedente de las Directivas y Reglamentos de la Unión Europea que se han transpuesto en el TRLMV y en sus disposiciones de desarrollo, así como los distintos criterios sobre determinadas cuestiones realizadas por la CNMV en sus Comunicados, criterios a los que nos referiremos en las páginas que siguen. Además, en este sentido, se ha realizado el estudio de informes de organismos supervisores europeos como es el caso del EBA o el ESMA.

Igualmente, se han manejado repositorios documentales como por ejemplo Dialnet, y bases de datos como Aranzadi, Tirant Online o *Social Science Research Network* (SSRN) que han permitido el acceso a distintos artículos y opiniones doctrinales sobre las *FinTech* y los *Robo-Advisors*.

II. LAS EMPRESAS FINTECH

1. CONCEPTO, CARACTERÍSTICAS Y CRECIMIENTO DE EMPRESAS FINTECH

FinTech es la contracción de las palabras inglesas *finance* y *technology*, y es como se denomina a las empresas cuyo objetivo es el de desarrollar, a través de la tecnología, nuevos servicios financieros así como la manera de prestarlos. Los proyectos de este tipo de empresas se caracterizan por su gran cultura del cambio (tecnológico).

En la actualidad no hay una definición consensuada de las empresas *FinTech*, y el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB)⁹ las define como aquellas empresas que producen «*innovación en servicios financieros que es permitida o facilitada por la tecnología, y que podría resultar en nuevos modelos de negocios, aplicaciones, procesos o productos, con un efecto material asociado en la provisión de servicios*

⁹ FSB, *FinTech and market structure in financial services: Market developments and potential financial stability implications*, 14 february 2019, Págs. 1-31. Disponible en: <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/P140219.pdf>

financieros». Mientras, Bernal y Santacruz¹⁰ apuntan que: “*Las fintech son empresas que ofrecen una variedad de productos, servicios y soluciones financieras semejantes a los que las entidades bancarias y similares realizan, pero con la características de una mayor agilidad, rapidez e irrupción en un nuevo canal como es el virtual o internet*”.

El término *FinTech* es asociado a diferentes entidades¹¹; comúnmente se vincula a las de nueva creación (*Startups*), caracterizadas por una dimensión reducida y una potente base tecnológica. Estas *Startups* utilizan diferentes plataformas tecnológicas, como es el caso de aplicaciones móviles, las cuales les permiten ofrecer una amplia gama de prestación de productos y servicios de manera muy rápida y sencilla. También se puede relacionar este término con compañías ya consolidadas y con una fuerte dotación de recursos tanto materiales como de capital, que para facilitar determinados procesos aplican el uso de nuevas tecnologías. De otro lado, existen una serie de multinacionales caracterizadas por su base tecnológica, que el sector *FinTech* también acepta incluir, que son las denominadas *Big-Tech*. Este es el caso de compañías como Apple, Google, Microsoft, Amazon... quienes se están introduciendo gradualmente en el sector financiero mediante la canalización y gestión de pagos.

En lo que respecta a las razones que han propiciado el nacimiento y el crecimiento *FinTech*, Cassinello y otros¹² señalan dos fenómenos fundamentales. En primer lugar, el factor político e institucional: nos encontramos en un contexto post-crisis económica que da lugar una pérdida de confianza en las entidades bancarias por parte de los consumidores debido a la mala praxis en la contratación de productos y servicios financieros, además de a una intervención a destiempo de los supervisores y bancos centrales. Y en segundo lugar, la dinámica relacionada con el imparable crecimiento tecnológico que ha dado lugar al desarrollo de determinados conceptos de inteligencia artificial. Es por ello por lo que este fenómeno, aparte de ser proactivo, es reactivo, dándose en un contexto de retroceso de la crisis financiera generándose modelos alternativos al sistema financiero tradicional. En este sentido, las nuevas tecnologías han

¹⁰ BERNAL ALONSO, M.A. y SANTACRUZ CANO, J., «Nuevo marco regulatorio y competencia: Retos del sistema crediticio europeo en la era FinTech», *Cuadernos económicos de ICE*, 2016, núm. 91, Págs. 115-137.

¹¹ MONJO, M. S., «FinTech: panorama actual y tendencias regulatorias». *Revista de derecho del mercado de valores*, 19, 2016, Págs. 1-30.

¹² CASSINELLO N.; CERVERA CONTE I.; IBÁÑEZ JIMENEX J.W.; LÓPEZ DEL VILLAR C., «El desarrollo de las soluciones Fintech en España». *Revista ICADE* núm. 101, versión digital, 2018, Págs. 1-15.

dado lugar a un contacto *C2C* y la contratación entre iguales (*peer-to-peer*), de manera independiente a los avatares políticos y a la crisis de las grandes instituciones financieras.

Los aspectos por los que se caracteriza el modelo de negocio de las *FinTech*, según el Informe del Observatorio de la Digitalización Financiera Funcas-KPMG¹³, son los siguientes: productos financieros totalmente online sin necesidad de desplazamiento del consumidor, utilizando los canales digitales y los dispositivos inteligentes; uso de tecnologías disruptivas, estructuras flexibles y metodologías ágiles para facilitar resultados rápidos; empleo de un enfoque *customer centric* que da lugar a un trato más inmediato y personalizado; no recurso a intermediarios debido a que cada producto de una empresa *FinTech* está orientado a solucionar un problema, cubriendo una necesidad específica y focalizándose sobre la misma; la mayor transparencia en la oferta financiera además de proporcionar una ayuda a favorecer la inclusión financiera de grupos de población no bancarizados; y por último, la oferta de servicios más económicos, debido a la reducción eficiente del nivel de costes respecto a los servicios financieros tradicionales.

Blanco¹⁴ por su parte, destaca de las *FinTech* la idea de «*parabancariedad*», ya que se trata de un fenómeno que tiene lugar en la zona colindante con la actividad bancaria tradicional realizando operaciones tanto pasivas, activas como neutras, con base en soportes tecnológicos que generan la aparición de productos y servicios financieros, así como el ingreso en el mercado de nuevos intermediarios. Este concepto de operación «*parabancaria*» lo encontramos ya en la monografía de Santos Martínez¹⁵ quien al analizar la clasificación de las operaciones y contratos bancarios, distinguía entre operaciones activas, operaciones pasivas y operaciones neutras o parabancarias. En esta última categoría se incluyen la mayoría de los contratos de servicios de inversión realizados por las entidades de crédito, y en consecuencia el de las *FinTech*.

Este tipo de empresas pretenden desarrollarse en el sector financiero, y en este sentido cuentan con una potente base de clientes (especialmente jóvenes, lo que mejora

¹³ Observatorio de la Digitalización Financiera Funcas-KPMG, *Fintech, innovación al servicio del cliente*, 2017, Disponible en:

<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/es/pdf/2017/11/fintech-innovacionservicio-cliente.pdf>

¹⁴ BLANCO SÁNCHEZ, M. J.. «Digitalización de los sectores turístico y financiero. Implicaciones jurídicas desde la perspectiva Big Data y FinTech». *International Journal of Scientific Management and Tourism*, 2018, 4-1, Págs. 217-235.

¹⁵ SANTOS MARTÍNEZ, V., *El contrato bancario. Concepto funcional*, Bilbao, 1972, Pág.179 y ss.

esta proyección) interesados en la prestación de productos y servicios a través de la tecnología. Las *FinTech* suponen una gran competencia para las entidades financieras tradicionales, las cuales se están viendo perjudicadas con la aparición de estas nuevas empresas. Ante esta competencia, el negocio bancario tradicional se ha visto obligado a adoptar diferentes estrategias¹⁶ para poder hacer frente a las misma. Algunos han optado por desarrollar internamente innovaciones en su propio provecho, esto es, por ejemplo, desarrollar sus propias aplicaciones de pago virtual, transferencias *P2P*, gestión de economía doméstica... Otros han optado por invertir en esas *Startups*, ya que las mismas han demostrado ser más ágiles en la construcción de tecnologías, y celebrar acuerdos de tipo «*joint venture*» dando lugar a una combinación de la experiencia y estructura de las entidades tradicionales con los nuevos proyectos y cultura de cambio de las entidades *FinTech*. Y por último y en la línea de la anterior medida, hay entidades que en vez de invertir en *Startups* directamente las han comprado; uno de los pioneros ha sido el BBVA, que ha comprado bancos digitales como «Holvi» y «Simple» y *Startups* de *Big-data* como «Madiva Soluciones»¹⁷.

2. TIPOS DE EMPRESAS *FINTECH*

Las *FinTech* cubren distintos ámbitos de actuación abarcando casi todas las líneas clásicas de los servicios financieros mediante el uso de las nuevas tecnologías. En este sentido tanto Igual (2016)¹⁸ como la Asociación Española de Fintech e Insurtech (AEFI)¹⁹, presentan los siguientes sectores de actividad en los que trabajan estas empresas:

- Asesoramiento y gestión patrimonial: plataformas que facilitan a los usuarios tener el control de todas sus cuentas, movimientos, facturas... a través de sus dispositivos móviles. Dentro de las mismas se incluyen las redes de inversión, las que prestan el servicio de asesoramiento en materia de inversiones de manera automatizada (*robo-advisors*), las que prestan servicio de gestión automatizada y las plataformas de negociación.

¹⁶ MONJO, M. S., «FinTech: panorama actual y tendencias regulatorias». *Revista de derecho del mercado de valores*, 19 , 2016, Págs. 1-30.

¹⁷ BBVA, *BBVA adquiere la startup finlandesa de banca Holvi*, 2016, Comunicado BBVA, Disponible en: <https://www.bbva.com/es/bbva-adquiere-la-startup-finesa-banca-holvi/>

¹⁸ IGUAL, D., *Fintech: Lo que la tecnología hace por las finanzas*, Profit Editorial, Barcelona, noviembre 2016.

¹⁹ AEFI, *Verticales representativos de las tendencias financieras dentro del ecosistema FinTech e InsurTech*, 2019, Disponible en: <https://asociacionfintech.es/servicios/verticales/>

- Finanzas personales: son las que organizan de manera electrónica la financiación y los préstamos. Por ello, en esta categoría se incluyen compradores de productos financieros y entidades que prestan servicios para mejorar las finanzas personales.
- Financiación alternativa: incluye entidades que proporcionan préstamos sin necesidad de garantía, previa evaluación del prestatario.
- Crowdfunding/lending sobre activos o bienes tangibles: son plataformas que ponen en contacto a inversores y solicitantes de financiación. Se incluyen dos tipos de operaciones, bien entre particulares (P2P) o bien entre particulares y empresas (P2B).
- Servicios Transaccionales/Divisas: cambios de divisa y coberturas de cambio.
- Medios de pago: son las que facilitan la ejecución de transacciones entre los agentes económicos evitando la intermediación de un banco, mediante soluciones sobre medios de pago electrónicos, canales digitales y transferencias.
- Infraestructura financiera: se encargan de dar soporte a distintas entidades en su operativa y servicios.
- Criptomonedas y blockchain: este tipo de *FinTech* presentan una diferencia con el resto, las mismas no tienen propietarios, sino que son los propios usuarios quienes controlan tanto su uso como su valor. Las criptomonedas son unas monedas sin emisor central, descentralizadas y dando la vuelta al mundo. Por su parte el *blockchain* se trata de la tecnología que hay detrás de esas criptomonedas, permitiendo la acumulación y conexión de datos codificados de manera sofisticada y segura.
- *InsurTech*: compañías que aplican la tecnología al sector asegurador.
- Identificación online de clientes: empresas que han desarrollado innovaciones relacionadas con la seguridad en temas como la identificación y la gestión de la identidad digital a través de medios electrónicos.
- Análisis de datos (*big-data*): su objetivo es predecir el comportamiento de los usuarios, ayudando de esta manera a una eficaz comercialización de los productos bancarios.
- *Neobanks* y *Challenger Banks*: bancos 100% digitales que no siguen los esquemas tradicionales.
- *Marketplaces* y Agregadores: sitios web que funcionan como mercados tradicionales, disponiendo de multitud de productos y servicios de distintas marcas,

con el objetivo de ofrecer al cliente una experiencia de compra unificada y completa.

3. RIESGOS RELACIONADOS CON SU APARICIÓN

Este desarrollo de las *FinTech* conlleva, debido a la sustitución de mecanismos tradicionales por otros nuevos digitales, la necesidad de crear instrumentos legales que puedan hacer frente a ciertos riesgos asociados a las redes en las que a día de hoy tiene lugar ese comercio electrónico, consiguiendo un indispensable nivel de seguridad.

Principalmente, se ha señalado que la inseguridad está relacionada con cuatro cuestiones: la identidad de las partes intervinientes en las transacciones; la integridad de los mensajes para la formalización de transacciones. Esto es, que las condiciones pactadas no han sido manipuladas al viajar por la red; la efectividad de las transacciones; y la confidencialidad de la información transmitida por la red en la ejecución de transacciones, como por ejemplo a la hora de introducir una tarjeta de crédito al comprar algo en internet²⁰.

Estas cuatro cuestiones dan lugar a una exigencia de crear un marco jurídico con soluciones legales que protejan a los consumidores y usuarios, dotando el sistema con cierta seguridad. En concreto, como se ha indicado al inicio del trabajo, vamos a tratar sobre *robo-advisors*, analizando por tanto posteriormente su legislación.

III. ROBO-ADVISORS

1. DEFINICIÓN Y ACTIVIDAD DE LOS ROBO-ADVISORS

Dentro de la nueva industria de servicios financieros, en este trabajo se ha analizado los servicios de gestión y asesoramiento de inversiones, los *Robo-advisors*. Como se ha indicado anteriormente, la denominación de *Robo-advisor* proviene de la contracción inglesa entre «*robo*» de robot y «*advisor*» de asesor, lo que en castellano se podría entender como *FinTech* dedicadas al asesoramiento y la gestión de carteras automatizadas.

²⁰ DENGRA ÁLVAREZ C., *La protección del consumidor en las nuevas formas de contratación* Trabajo de Fin de Máster. Universidad de Alcalá, 2018, Págs. 8-9.

Por lo tanto, los *Robo-Advisors* permiten gestionar carteras de activos con mínima intervención humana. En concreto, como explican Jung y otros²¹ se tratan de plataformas digitales que, mediante la utilización de la tecnología de la información (con base en algoritmos), guían a los clientes a través de un servicio de asesoramiento de inversión y gestión de carteras automatizado. Por su parte, Tapia Hermida²², los define como las «herramientas digitales que ofrecen a sus clientes un asesoramiento automatizado mediante algoritmos informatizados y árboles lógicos de decisión sin intervención relevante de un ser humano».

Como señala este autor²³, las dos normas fundamentales que establecen el régimen de los servicios de inversión, y por lo tanto de los robo-advisors, en nuestro mercado de instrumentos financieros son: el Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores (TRLMV) y el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión (en adelante RD ESIS), ambos en sus versiones vigentes, fruto de sucesivas y profundas reformas²⁴.

Siguiendo tanto a Madrazo²⁵ como a Tapia Hermida²⁶, se entiende por asesoramiento en materia de inversión, la prestación de recomendaciones personalizadas al cliente, sea a petición de éste o por iniciativa de la empresa de

²¹ JUNG, D., DORNER, V., GLASER, F., & MORANA, S., «Robo-Advisory: Digitalization and Automation of Financial Advisory», *Business & Information Systems Engineering*, 60 (1), 2018, Págs. 81–86.

²² TAPIA HERMIDA A., «Riesgos y paradojas de los tecnoseguros (insurtech)», *El Blog de Alberto J. Tapia Hermida*, 23 de octubre de 2018, Disponible en: <http://ajtapia.com/2018/10/riesgos-y-paradojas-de-los-tecnoseguros-insurtech/>

²³ TAPIA HERMIDA A., «Servicios básicos de la banca privada: asesoramiento de inversión y gestión de carteras», *El Blog de Alberto J. Tapia Hermida*, 29 de marzo de 2019, Disponible en: <http://ajtapia.com/2019/03/servicios-basicos-de-la-banca-privada-asesoramiento-de-inversion-y-gestion-de-carteras/>

²⁴ La última modificación del Real Decreto 217/2008 ha sido la realizada por el Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre, por el que se desarrollan el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre y el Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del Derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de mercado de valores, y por el que se modifican parcialmente el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifican parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, y otros reales decretos en materia de mercado de valores. La reforma entró en vigor el 17 de enero de 2019.

²⁵ MADRAZO LEAL L., «Capítulo 20. Los contratos de servicios de inversión», en *Los mercados financieros*, Ana Belén Campuzano Laguillo (dir.), Fernando Conlledo Lantero (dir.), Ricardo Javier Palomo Zurdo (dir.), Tirant lo Blanch, 2013, Págs. 715-762.

²⁶ TAPIA HERMIDA A., «Servicios básicos...», *cit.*

servicios de inversión, con respecto a una o más operaciones relativas a instrumentos financieros. Además, de conformidad con el artículo 140.1. g) TRLMV²⁷, no se consideran servicios de asesoramiento las recomendaciones de carácter genérico y no personalizadas. Tapia Hermida destaca como jurisprudencia significativa de este tipo de contrato, la Sentencia del Pleno de la Sala Primera de lo Civil del TS núm. 460/2014, de 10 de septiembre de 2014²⁸ y la Sentencia de la Sala Primera de lo Civil del TS núm. 666/2016, de 14 de noviembre²⁹.

En lo que concierne a la gestión de carteras de inversión, este servicio viene referido en el art. 140.1.d) TRLMV, y se puede definir³⁰ como el servicio por el que empresa se obliga a la gestión discrecional e individualizada de la cartera de inversión del cliente, con arreglo al mandato conferido por éste, y a cambio del pago de la retribución pactada. En este sentido, la discrecionalidad conlleva el apoderamiento de la empresa prestadora del servicio de inversión por parte del cliente que el cliente con el objetivo de que pueda ejecutar decisiones de inversión por su cuenta. Sobre este contrato tratan tanto la Sentencia del Pleno de la Sala Primera de lo Civil del TS núm.244/2013, de 18 de abril de 2013³¹ como la Sentencia de la Sala Primera de lo Civil del TS 520/2015, de 6 de octubre³². La primera profundiza en las obligaciones impuestas a los proveedores de estos servicios, que deben cumplir con un estándar de diligencia, buena fe e información completa, clara y precisa. Mientras que la segunda, habla sobre la imposición a las empresas que prestan estos servicios la obligación de acomodar su actuación a una serie de principios y requisitos.

²⁷ En este sentido, el art. 140.1.g) TRLMV señala «no se considerará que constituya asesoramiento, a los efectos de lo dispuesto en este apartado, las recomendaciones de carácter genérico y no personalizadas que se puedan realizar en el ámbito de la comercialización de valores e instrumentos financieros. Dichas recomendaciones tendrán el valor de comunicaciones de carácter comercial. Asimismo, tampoco se considerará recomendación personalizada las recomendaciones que se divulguen exclusivamente al público».

²⁸ Sentencia del Pleno de la Sala Primera de lo Civil del Tribunal Supremo núm. 460/2014, de 10 de septiembre de 2014 [Roj: STS 4339/2014 - ECLI:ES:TS:2014:4339].

²⁹ Sentencia de la Sala Primera de lo Civil del Tribunal Supremo núm. 666/2016, de 14 de noviembre [Roj: STS 5108/2016 - ECLI:ES: TS:2016:5108].

³⁰ MADRAZO LEAL L., «Capítulo 20. Los contratos de servicios de inversión», en *Los mercados financieros*, Ana Belén Campuzano Laguillo (dir.), Fernando Conlledo Lantero (dir.), Ricardo Javier Palomo Zurdo (dir.), Tirant lo Blanch, 2013, págs. 715-762.

³¹ Sentencia del Pleno de la Sala Primera de lo Civil del Tribunal Supremo núm.244/2013, de 18 de abril de 2013 [Roj: STS 2589/2013 - ECLI: ES:TS:2013:2589].

³² Sentencia de la Sala Primera de lo Civil del Tribunal Supremo 520/2015, de 6 de octubre [Roj: STS 4155/2015 - ECLI: ES:TS:2015:4155].

Con base en los nombrados apartados d) y g) del art. 140.1. TRLMV tanto la gestión de carteras como el asesoramiento en materia de inversión se consideran servicios y actividades de inversión. Por su parte, el artículo 143.4 TRLMV señala que las sociedades que prestan estos servicios se denominan sociedades gestoras de carteras³³. Como advierte la CNMV³⁴, en el caso de los *robo-advisors*, al estar realizando una gestión de una cartera de inversión por cuenta de sus clientes estamos ante un servicio de asesoramiento de gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión con arreglo a los mandatos conferidos por los clientes.

Acudiendo al artículo 144 TRLMV, en su apartado primero indica lo que es imprescindible para desarrollar servicios y actividades de inversión, de forma que *«Ninguna persona o entidad podrá, sin haber obtenido la preceptiva autorización y hallarse inscrita en los correspondientes registros administrativos de la CNMV o del Banco de España, desarrollar con carácter profesional o habitual las actividades previstas en el artículo 140 y en el artículo 141.a), b), d), f) y g)(...)»*. Necesitando por tanto, los *robo-advisors*, la previa autorización y la inscripción en el registro de la CNMV o en el del Banco de España. Por último, en su apartado segundo, se exige que el servicio de inversión de gestión discrecional de carteras sea realizado por Sociedades de Valores, Agencias de Valores o Sociedades de Cartera, además de por Entidades de Crédito y Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva autorizadas por la CNMV para prestar dichos servicios de inversión. Hay que tener en cuenta que para la constitución de este tipo de sociedades se exigen unos capitales sociales mínimos, que a veces dan lugar a ciertas barreras económicas para las *start-ups* que quieren salir al mercado.

La CNMV³⁵ en su informe indica que entre todos estos tipos de entidades, la más simple y la que, en principio, menos requisitos necesita para su constitución es la Sociedad Gestora de Cartera. Asimismo, en ese informe advierte de la importancia del hecho de que, el que estemos ante una gestión automatizada, no implica que haya diferencia respecto a al régimen aplicable, debiendo cumplir la normativa vigente, y en

³³ Art. 143.4 TRLMV *«Las sociedades gestoras de carteras son aquellas empresas de servicios y actividades de inversión que exclusivamente pueden prestar los servicios y actividades de inversión previstos en el artículo 140.1.d) y g)»*

³⁴ CNMV, *Preguntas y Respuestas dirigidas a empresas FinTech sobre actividades y servicios que pueden tener relación con la CNMV*, Fecha última de actualización: 12 de marzo de 2019. Págs. 4-25, Disponible en: <http://cnmv.es/docportal/Legislacion/FAQ/QAsFinTech.pdf>

³⁵ CNMV, *«Preguntas y Respuestas...»*, cit.

concreto, cumplimentando la evaluación de idoneidad de sus clientes inversores, como veremos posteriormente.

En cuanto al otorgamiento de la autorización para la creación de empresas de servicios y actividades de inversión, como se ha indicado, corresponde a la CNMV, y se hará conforme a los arts. 149 y ss. TRLMV. Para obtener la misma, es necesario el cumplimiento de los requisitos generales y específicos, que vienen regulados en los arts. 152 y 153 TRLMV, desarrollados reglamentariamente en los arts. 14 y 14 bis RD 217/2008, de empresas de servicios de inversión. Entre los requisitos generales, destacar el indicado en el art. 14.1.f), en el que se señala la obligación de los miembros del órgano de administración y de alta dirección de estas empresas del cumplimiento de los requisitos de idoneidad previstos en los arts. 184.1 y 184 bis TRLMV. Acudiendo al art. 184 bis TRLMV se observan los requisitos que deben de cumplir los miembros de este órgano, entre los que destacan que sus miembros sean de reconocida honorabilidad, honestidad e integridad y que tengan conocimientos, competencias y experiencia suficientes. Este es el problema que se plantea en muchas *startsups* de *robo-advisors*, ya que, en ocasiones son jóvenes emprendedores que no pueden llegar a obtener esa autorización por falta del cumplimiento de este requisito.

2. FUNCIONAMIENTO Y CARACTERÍSTICAS

Los *Robo-Advisors* se diferencian de las plataformas de inversión en línea en dos aspectos conceptuales³⁶: la evaluación del cliente y la gestión de las carteras de clientes. En lo que respecta a la primera, estas entidades amplían las soluciones de asesoramiento existentes, ya que pretenden transformar el proceso de asesoramiento tradicional, el cual se caracterizaba por contacto "de humano a humano", en un proceso digital, caracterizado por un contacto "de humano a ordenador". La realización tradicional del perfil del inversor mediante entrevistas en persona y esa interacción bilateral en las mismas quedan reemplazadas por cuestionarios en línea. Los objetivos y propósitos que tiene el cliente sobre esa inversión, la afinidad o aversión del riesgo y las expectativas de retorno se cuantifican mediante algoritmos y procesos automatizados en las plataformas digitales. La evaluación no se limita al perfil de riesgo sino que también

³⁶ JUNG, D., DORNER, V., GLASER, F., & MORANA, S., «Robo-Advisory: Digitalization and Automation of Financial Advisory», *Business & Information Systems Engineering*, 60 (1), 2018, Págs. 81–86.

puede incluir preferencias éticas y específicas del sector³⁷. Por lo tanto, la interacción humana se limita a situaciones que no están directamente relacionadas con la evaluación o el proceso de inversión, como el soporte de IT o la gestión de fraudes. Debido al ahorro en los costos por el perfil automatizado del cliente y la gestión del ciclo de vida del cliente, *los robo-advisors* normalmente se enfocan en el segmento minorista o no profesional del cliente, independientemente de la riqueza real del cliente.

De otro lado, la gestión de la cartera de clientes de los *robo-advisors*³⁸ también difiere de los enfoques tradicionales existentes. La gestión de la cartera de productos puede incluir uno o más productos financieros, y conlleva una administración de la misma de acuerdo con los mandatos dados por los clientes, siendo diferente para cada uno. El *robo-advisory* se basa, predominantemente, en productos que requieren una gestión de cartera inactiva o poco activa como es el caso de los Exchange Traded Funds (ETF) o fondos indexados. La asignación estratégica de activos se fundamenta en el perfil de riesgo del cliente inversor y está determinada por un modelo cuantitativo. Esta combinación de selección de instrumentos y asignación puede ser completamente automatizada y, por lo tanto, reducir considerablemente los costos de administración. Asimismo, mediante el aprovisionamiento de todo el servicio a través de una plataforma en línea se reduce los costos de personal y de activos, mientras que se puede atender a un mayor número de clientes. La baja complejidad de estos productos los hace más fáciles de explicar a una amplia gama de clientes, además de las ventajas relacionadas con la gestión de cartera de los ETF.

Con respecto a la gestión de cartera de clientes, desde un punto de vista económico, los asesores pueden ser clasificados en dos grupos distintos: activos o pasivos. Y con respecto a la evaluación de clientes, en dinámicos o estáticos. En el caso de que la estrategia de inversión y la construcción de la cartera se delimiten conforme al perfil del cliente después del ajuste inicial, ese enfoque es clasificado como una robo-asesoría estática. El *Robo-Advisor*, solo realiza un reequilibrio automático en el caso de que la composición de la cartera se desvíe de la óptima; esto se da por ejemplo cuando hay una evolución significativa en el mercado. En cuanto al proceso de reequilibrio, se distinguen dos situaciones: cuando el reequilibrio es completamente cuantitativo, lo

³⁷ Por ejemplo, como señalan Jung y otros, (cit.) una preferencia por la Banca Islámica.

³⁸ JUNG, D., DORNER, V., GLASER, F., & MORANA, S., «Robo-Advisory: Digitalization and Automation of Financial Advisory», *Business & Information Systems Engineering*, 60 (1), 2018, Págs. 81–86.

clasificamos como pasivo, pero en el caso de que el inversionista recibe las sugerencias de reequilibrio y él mismo decide sobre la ejecución real, lo clasificamos como activo.

En conclusión, como nos indica BBVA³⁹, los *Robo-advisors* conllevan tres ventajas fundamentales: son accesibles, ya que al tratarse de un servicio *online* se puede acceder desde cualquier dispositivo móvil a cualquier hora; son asequibles, debido a que al tratarse de un servicio automatizado el coste de mantenimiento es bajo; y sin factor emocional, lo que implica mayor raciocinio sin dejarse llevar por momentos de euforia o miedo en el mercado.

3. EVOLUCIÓN DE LA INDUSTRIA DE LOS *ROBO-ADVISORS*

Se va a analizar la evolución de esta industria financiera que está utilizando las nuevas tecnologías para desarrollar servicios financieros más baratos y eficientes. La adopción de estas tecnologías⁴⁰ comenzó y se disparó especialmente después de la crisis financiera de 2008, como se ha indicado anteriormente, momento en que se juntaron por un lado, las estrictas regulaciones sobre los bancos tradicionales, y por otro el desarrollo de la informática, lo que dio lugar a un aumento de los incentivos para desarrollar compañías financieras no bancarias de base tecnológica.

Los primeros *robo-advisors* orientados al consumidor⁴¹, fueron dos empresas americanas (Wealthfront y Betterment), que comenzaron a operar en 2008 pero sin embargo, ninguna ofreció el asesoramiento financiero a inversores minoristas hasta 2010. El objetivo original de los fundadores de Wealthfront, Andy Rachleff y Dan Carroll, era brindar asesoramiento financiero a la comunidad tecnológica. Los fundadores de Wealthfront cambiaron el enfoque de la compañía cuando se dieron cuenta del potencial que ofrecían los programas informáticos para hacer que el asesoramiento sobre inversiones fuera accesible a más personas a un costo menor. Estados Unidos, sigue siendo con diferencia, el principal mercado para los robo-

³⁹ BBVA, *Robo-advisors: qué son y por qué hay que tenerlos en cuenta a la hora de invertir*, Educación Financiera, 2018 Disponible en: <https://www.bbva.com/es/robo-advisors-tenerlos-cuenta-hora-invertir/>

⁴⁰ ABRAHAM, F., SCHMUKLER, S. L., & TESSADA, J., «Robo-Advisors: Investing through Machines». *World Bank Policy Research Working Paper*, (134881), 2019, Págs. 1-4, Disponible en: <http://documents.worldbank.org/curated/en/275041551196836758/pdf/Robo-Advisors-Investing-through-Machines.pdf>

⁴¹ FISCH, J. E., LABOURÉ, M., & TURNER, J. A., «The Emergence of the Robo-advisor». University of Pennsylvania, *Wharton Pension Research Council Working Papers*,, 2018, Págs. 4-46, Disponible en: https://repository.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1010&context=prc_papers

advisors. En 2017⁴² tenía más que cualquier otra economía del mundo (alrededor de 200), superando el valor estimado de los activos gestionados por robo-advisors los 400 mil millones de dólares en 2018. Además, se prevé que crezcan a una tasa promedio anual del 31% alcanzando casi los 1,5 billones de dólares en 2023.

Según un informe de Deloitte⁴³ se espera que a nivel global los activos bajo gestión de los *robo-advisors* lleguen a unas cifras de entre 2.200 millones de dólares y 3.700 millones de euros para 2020 y más de 16.000 millones de euros en el año 2025,

En Europa en cambio, tardó más en llegar, y el primero fue la empresa Nutmeg⁴⁴ en Reino Unido fundado en 2011 y lanzado en 2012. En comparación con los Estados Unidos, el mercado europeo aún está subdesarrollado con una cantidad de activos gestionados de aproximadamente 15,5 mil millones de dólares a finales de 2018, según Ringe y Ruof⁴⁵. La difusión de los *robo-advisors* en Europa varía considerablemente, con el Reino Unido encabezando el desarrollo (alrededor de 7,8 mil millones de dólares en activos gestionados), seguido de Alemania (alrededor de 4,5 mil millones de dólares en activos gestionados). Sin embargo, a la hora de mirar el número de empresas, el número de *robo-advisors* registrados en el Reino Unido y Alemania es similar: cada uno de estos países representa aproximadamente un tercio de todos los *robo-advisors* en la UE. En cambio, en algunos Estados miembros, el asesoramiento robótico no es (todavía) una preocupación económica en absoluto⁴⁶.

En España, el primer *robo-advisor* fue Feelcapital, creado en 2014, y fue su fundador quien importó la idea desde Estados Unidos. La situación del sector *FinTech* en nuestro país, a Febrero de 2019, tal y como indica Finnovating en su Informe⁴⁷, es de 5000 empleados y 337 *FinTech*. Desde enero de 2018 hasta febrero de 2019 se ha pasado de 292 a 337, lo que implica un crecimiento anual del 15%. Según este informe,

⁴² ABRAHAM, F., SCHMUKLER, S. L., & TESSADA, J., «Robo-Advisors: Investing through Machines». *World Bank Policy Research Working Paper*, (134881), 2019, Págs. 1-4. Disponible en: <http://documents.worldbank.org/curated/en/275041551196836758/pdf/Robo-Advisors-Investing-through-Machines.pdf>

⁴³ DELOITTE, *The Expansion of Robo-Advisory in Wealth Management*, Retrieved May, 3, 2018. Págs. 1-5. Disponible en: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/de/Documents/financial-services/Deloitte-Robo-safe.pdf>

⁴⁴ BEIOLEY K., *Robo advisers fail to beat market benchmark*, *Financial Times*, 2018, Disponible en: <https://www.ft.com/content/e6150152-a788-11e8-8ecf-a7ae1beff35b>

⁴⁵ RINGE, W. G., & RUOF, C., «A Regulatory Sandbox for Robo Advice». *EBI Working Paper Series*. 2018-no. 26. Págs. 1-73. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=3188828>

⁴⁶ RINGE, W. G., & RUOF, C., «A Regulatory Sandbox...», cit.

⁴⁷ FINNOVATING, «*Finnovating X-Tech Report- Spain 2019-*»

el sector *FinTech* prevé crecer a lo largo del 2019, en más de 4.500 empleados. En concreto, hay 94 *WealthTechs* con 1.000 empleados, que son las compañías que transforman la industria de gestión de inversiones y patrimonio (donde se incluyen los *robo-advisors*).

4. REGULACIÓN ACTUAL Y REQUISITOS

Para que los *robo-advisors* puedan desempeñar su actividad, además de la obligación indicada anteriormente (inscripción y obtención de la autorización administrativa por parte de la CNMV), hay una serie de exigencias legales para la realización de su actividad de asesoramiento y gestión automatizadas de carteras.

4.1. Evaluación de la idoneidad del cliente

A) El régimen del TRLMV

La evaluación de idoneidad del cliente viene regulada en el artículo 213 TRLMV desarrollado por el art. 80 del RD ESIS. El ESMA⁴⁸ define la misma como «*el proceso completo de recogida de información sobre un cliente y la posterior evaluación por parte de la empresa de si un determinado producto de inversión resulta o no idóneo para él, también sobre la base del sólido conocimiento que la empresa tiene de los productos que puede recomendar o en los que puede invertir en nombre del cliente*».

La MiFID II (en concreto su artículo 25), y su transposición mediante los dos Reales Decretos-leyes anteriormente citados⁴⁹, modificaron el artículo 213 TRLMV⁵⁰ relativo a la evaluación de la idoneidad del cliente, dando lugar a la redacción actual con mayores requisitos y exigencias que la anterior normativa. Este precepto ha sido desarrollado en el art. 80 RD ESIS, el cual remite a lo dispuesto por los arts. 54 y 55 del Reglamento Delegado UE 2017/565⁵¹.

⁴⁸ ESMA, «*Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID II*» 06/11/2018 Ref. ESMA 35-43-1163

⁴⁹ Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia del mercado de valores.

Real Decreto-ley 14/2018, de 28 de septiembre, por el que se modifica el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre.

Real Decreto-ley 19/2018, de 23 de noviembre, de servicios de pago y otras medidas urgentes en materia financiera.

⁵⁰ Añadiéndose el apartado 2 y 6 y modificándose el resto

⁵¹ Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión de 25 de abril de 2016 por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos

De esta forma, cuando se asesora a un inversor, es necesario que la entidad le recomiende los productos que se ajusten mejor a su situación, por lo que la evaluación de idoneidad es una de las partes más importantes del proceso. Es por ello por lo que se tendrán que analizar tanto los conocimientos y la experiencia inversora previa como los objetivos que pretende esa inversión y su situación financiera previa. En el momento que un inversor contrata una gestión de cartera automatizada⁵², se le está confiando a la entidad gestora por su cuenta la toma de decisiones de la inversión y la selección de productos además de la ejecución de operaciones. Por esta razón, la entidad debe cerciorarse mediante el test de idoneidad de que el servicio prestado se adecúa a los conocimientos, experiencia, objetivos y situación financiera.

Con base en el apartado 1 del art. 54 del Reglamento Delegado UE 2017/565, en el caso de los servicios automatizados o semi-automatizados en materia de inversión o gestión de carteras, la responsabilidad de llevar a cabo la evaluación de idoneidad del cliente recae sobre la empresa de servicios de inversión que preste el mismo, no reduciéndose la evaluación por la utilización de un sistema electrónico para formular la recomendación personal. Al iniciar la evaluación de idoneidad, la empresa informará de forma clara y sencilla a los clientes o potenciales clientes de que el motivo de la misma es permitir a la empresa actuar en su mejor interés.

Esta evaluación de idoneidad se realiza a partir de un conjunto de preguntas que se formulan al cliente inversor, con el fin de obtener toda la información. En concreto, para conocer su situación financiera, son necesarios cuatro puntos (art. 213.1 TRLMV y el art. 54.2 y 54.4 del Reglamento Delegado UE 2017/565): el nivel y la fuente de ingresos periódicos; sus activos – líquidos, inmuebles e inversiones; sus compromisos financieros periódicos; y su capacidad para soportar pérdidas.

Asimismo, para analizar los objetivos de la inversión, se debe informar tanto del horizonte temporal deseado (art. 54.5 Reglamento Delegado UE 2017/565), como del riesgo que está dispuesto a asumir con la misma. Una vez realizado, la declaración de idoneidad se proporcionará al cliente en soporte duradero en la que se especifique el asesoramiento proporcionado y de qué manera este asesoramiento se ajusta a las

y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión y términos definidos a efectos de dicha Directiva

⁵² CNMV, *Asesoramiento de inversiones y gestión de carteras. Evaluación de Idoneidad*, 2019, Disponible en: <https://www.cnmv.es/Portal/Inversor/Idoneidad.aspx>

preferencias, objetivos y otras características del cliente minorista (apartado 5º del art. 213 TRLMV y en el 12 del art. 54 Reglamento Delegado UE 2017/565).

Las empresas que tengan una relación continua con el cliente, deben de contar con políticas o con procedimientos apropiados a fin de mantener la información adecuada y actualizada sobre los clientes, y habrán de poder demostrar que cuentan con tales políticas y procedimientos (art. 54.7 Reglamento Delegado UE 2017/565).

En la línea de lo señalado por Tapia Hermida⁵³, la consecuencia del cumplimiento del deber de evaluación del cliente por parte de las entidades asesoras y gestoras consiste en abstenerse de recomendar servicios y actividades de inversión al cliente o al potencial cliente, en el caso de que no obtenga la información legalmente prevista (art. 213.4 TRLMV).

Además, como advierte la CNMV⁵⁴, y en relación con el art. 213.6 TRLMV, la entidad que tiene un contrato de gestión de carteras con un cliente, debe remitirle al mismo de manera periódica, información sobre la composición y valoración de sus inversiones, los rendimientos y una comparación con el indicador de referencia. En el caso de que la cartera presente pérdidas al final del mes en relación con el mes anterior o en el caso de que la naturaleza de las operaciones conlleven un mayor riesgo, se le debe informar mensualmente por razones de prudencia.

Por último⁵⁵, el deber de la evaluación de idoneidad del cliente presenta algunas especialidades objetivas, ya que en el caso de que la entidad recomiende al cliente la adquisición de un paquete de servicios o productos combinados *«deberá velar porque el paquete, considerado de forma global, sea idóneo para el cliente»* (art. 213.2 TRLMV); y subjetivas ya que, en el caso de clientes profesionales, *«la entidad no tendrá que obtener información sobre los conocimientos y experiencia del cliente en relación con los productos, operaciones y servicios para los cuales ha obtenido la clasificación de cliente profesional»* (art. 213.3 TRLMV).

⁵³ TAPIA HERMIDA A., «Servicios básicos de la banca privada: asesoramiento de inversión y gestión de carteras», *El Blog de Alberto J. Tapia Hermida*, 29 de marzo de 2019. Disponible en: <http://ajtapia.com/2019/03/servicios-basicos-de-la-banca-privada-asesoramiento-de-inversion-y-gestion-de-carteras/>

⁵⁴ CNMV, *Gestión de Carteras*, 2019, Disponible en: <https://www.cnmv.es/portal/Inversor/Gestion-carteras.aspx>

⁵⁵ TAPIA HERMIDA A., *«Servicios básicos...»*, cit.

B) *Soft Law* de desarrollo de la obligación legal respecto al test de idoneidad

Las directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de MIFID II de 6 de noviembre de 2018, (ref. ESMA 35-43-1163)⁵⁶ son las últimas directrices del ESMA que tienen como objetivo aclarar la aplicación de determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID II con el fin de asegurar la aplicación común, uniforme y coherente del artículo 25, apartado 2, de la MiFID II y de los artículos 54 y 55 del Reglamento Delegado de la MiFID II (Reglamento Delegado (UE) 2017/5652 de la Comisión).

Las mismas incluyen referencias a los servicios prestados mediante asesoramiento automatizado que es lo que atañe a este trabajo. En concreto, se refiere a la evaluación de la idoneidad del cliente, la Directriz general 2 en su número 25, en donde se indica la necesidad de que las entidades conozcan y tengan en consideración la posibilidad de la incorrecta comprensión de los cuestionarios. Para que ello no ocurra, ESMA recomienda que se evite el lenguaje engañoso, confuso e impreciso, y se proporcionen aclaraciones adicionales o ejemplos a los clientes cuando sea necesario. Asimismo, no se debería contemplar la posibilidad en los cuestionarios de no responder, con el fin de garantizar la recogida completa de la información, y se debería considerar con detenimiento el orden en el que se plantean las preguntas para recabar la información de manera eficaz.

Además, la Directriz general 2 (32), la cual viene resaltada por la CNMV en un Comunicado⁵⁷, alude al deber de las empresas de diseñar los cuestionarios que cumplan con el fin de garantizar los requisitos relativos a la evaluación. Las empresas deberían tener en cuenta factores como:

- Si se han tomado medidas para abordar las respuestas incoherentes de los clientes (como la incorporación en el cuestionario de características de diseño que avisen a los clientes cuando sus respuestas parezcan carecer de coherencia interna y les sugieran reconsiderarlas, o la implantación de sistemas que marquen

⁵⁶ ESMA, «Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID II» 06/11/2018 Ref. ESMA 35-43-1163

⁵⁷ CNMV, *Comunicado sobre la obligación de las entidades de tomar medidas dirigidas a garantizar la fiabilidad de la información obtenida de los clientes para evaluar la conveniencia o idoneidad de sus inversores*, 5 de febrero de 2019. Disponible en: <https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t=%7B21225a09-bb11-49c7-aa0d-e4d7a3ec8238%7D>

automáticamente la información aparentemente incoherente facilitada por un cliente para que la empresa la revise o le dé seguimiento).

- Si los clientes tienen la posibilidad, mientras responden el cuestionario en línea, de tener algún tipo de interacción humana (telefonía móvil o correo electrónico).

También, aunque no directamente relacionado con el test de idoneidad, estas directrices, especialmente, la Directriz general 1 y sus complementarias, en concreto la 20, hablan sobre la necesidad de solucionar posibles lagunas de comprensión de los clientes sobre el funcionamiento de este tipo de servicios. Para ello recomiendan la necesidad de informarles acerca de cuatro factores fundamentales:

- Una descripción exacta del alcance y grado de participación humana, además de la posibilidad que tiene el cliente de solicitar interacción humana y si es así, cómo hacerlo.
- Una aclaración de la importancia y consecuencias que tienen las respuestas proporcionadas por los clientes en el momento de determinar la idoneidad de las decisiones de inversión ejecutadas en su nombre
- Una explicación de las fuentes de información que son utilizadas para generar ese asesoramiento en materia de inversión o para la prestación del servicio de gestión de carteras. La Directriz de ESMA pone como ejemplo el caso en el que se utiliza un cuestionario en línea: las empresas deberían de indicar que las respuestas al mismo van a ser su única base en la que se apoye el asesoramiento automatizado.
- Por último, una descripción de la forma en la que se irá actualizando la información del cliente en lo que respecta a su situación o circunstancias personales

A raíz de la trasposición de la MiFID II y de estas directivas, la CNMV emitió un comunicado⁵⁸ el 5 de febrero de 2019, indicando la obligación de las entidades de tomar medidas dirigidas a garantizar la fiabilidad de la información obtenida de los clientes para evaluar la idoneidad de sus inversores. En el mismo, indica que la CNMV, en el ejercicio de sus funciones de supervisión, había identificado casos en los que se sobrevalora, en gran medida, la formación, conocimientos financieros y experiencia

⁵⁸ CNMV, *Comunicado sobre la obligación de las entidades de tomar medidas dirigidas a garantizar la fiabilidad de la información obtenida de los clientes para evaluar la conveniencia o idoneidad de sus inversores*, 5 de febrero de 2019. Disponible en: <https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t=%7B21225a09-bb11-49c7-aa0d-e4d7a3ec8238%7D>

inversora de los clientes minoristas. Indicando que la CNMV está actuando incluso en vía sancionadora para corregir este tipo de situaciones.

En este comunicado, se indica por el supervisor que una inadecuada evaluación de la idoneidad de las operaciones debido a errores en la información obtenida puede dar lugar a la venta o recomendación de productos inadecuados para los clientes. Y en este sentido dice la CNMV que el art. 54.7 del Reglamento Delegado (UE) 2017/565, de 25 de abril, que se refiere a la evaluación de idoneidad, establece que las empresas de servicios de inversión deben tomar medidas razonables para garantizar que la información recogida sobre sus clientes o posibles clientes sea fiable, mencionando, sin carácter limitativo, entre las que deben adoptarse, *«las medidas oportunas para asegurar la coherencia de la información del cliente, por ejemplo examinando si existen inexactitudes evidentes en la información»* y la de *«cerciorarse de que los clientes sean conscientes de la importancia de facilitar información exacta y actualizada»*. Por su parte, el artículo 55 del mismo Reglamento establece que las entidades tienen derecho a confiar en la información suministrada por sus clientes a efectos de evaluar la conveniencia y la idoneidad salvo en el caso de que *«sepan, o deban saber, que la misma está manifiestamente desfasada, es inexacta o incompleta»*.

4.2. Asesoramiento independiente

Como consecuencia de la transposición de la MiFID II, las nuevas reformas legales han exigido, con el fin de buscar una mayor transparencia, o que el cliente pague de forma explícita por el asesoramiento financiero independiente o que reciba un servicio de valor añadido que podría incluir la oferta de, no solo fondos de la gestora de la entidad financiera, sino también fondos de inversión a terceros.

Con las últimas reformas, se añadieron los artículos 220 bis, ter, quater, quinquies, sexies al TRLMV. En particular, los arts. 220 ter y quater se refieren al asesoramiento independiente e independencia en la gestión discrecional de carteras, los cuales han sido desarrollados reglamentariamente por el art. 63 RD ESIS. A partir de estas reformas⁵⁹, se prohibió el cobro de retrocesiones por las gestoras de fondos en el caso de que se preste un asesoramiento independiente. Como señala Gómez Cubillo, independiente es aquel que únicamente se retribuye por lo que paga su cliente.

⁵⁹ GÓMEZ CUBILLO J.J., *Asesoramiento independiente de verdad con MiFID II*, 2017, Disponible en: <https://www.elindependiente.com/opinion/2017/12/03/asesoramiento-independiente-de-verdad-mifid/>

En esta línea, el art. 145 TRLMV indica que los arts. 220 ter y quarter serán de aplicación para las entidades que presten una o varias actividades de inversión, siendo esta normativa, por lo tanto, aplicable a los *robo-advisors*. Como señala Tapia Hermida⁶⁰, las empresas de servicios de inversión o las entidades de créditos asesoras o gestoras de carteras, están obligadas a un grado de independencia de criterio, con diferente alcance dependiendo de la materia que se trate. En lo que respecta a la materia de asesoramiento de inversión (art. 220 ter TRLMV), las entidades solo podrán indicar que prestan su servicio de forma independiente si cumplen con los requisitos de evaluar los diferentes instrumentos financieros disponibles en el mercado a fin de garantizar que los objetivos de inversión puedan cumplirse adecuadamente y no se limiten a instrumentos financieros emitidos o facilitados por la propia entidad o por otras entidades que tengan vínculos de algún tipo. Asimismo, solo serán independientes si no aceptan o retienen beneficios monetarios o no monetarios de terceros, o mediante la comunicación al cliente de los beneficios no monetarios menores que puedan servir para aumentar la calidad del servicio prestado al cliente.

En lo que se refiere a la materia de gestión discrecional de carteras, las entidades independientes (art. 220 quarter TRLMV) «*no aceptarán y retendrán honorarios, comisiones u otros beneficios monetarios o no monetarios abonados o proporcionados por un tercero o por una persona que actúe por cuenta de un tercero en relación con la prestación del servicio a los clientes*». Igual que en los servicios de asesoramiento independiente, serán comunicados los beneficios no monetarios menores que puedan servir para aumentar la calidad del servicio prestado al cliente. Estos beneficios no monetarios menores, de uno y otro tipo de servicios, vienen definidos en el art. 63.3 RD ESIS. Además, como señalan Palá y Vidal⁶¹ tan solo podrán obtener incentivos cuando hayan sido informados con carácter previo al cliente y cuando sean, o bien para aumentar la calidad del servicio prestado, o bien para no incumplir de la obligación de actuar con honestidad, imparcialidad y profesionalidad en el mejor interés de los clientes. En este sentido apuntan que «*no tendrán la consideración de incentivos*

⁶⁰ TAPIA HERMIDA A., «Servicios básicos de la banca privada: asesoramiento de inversión y gestión de carteras», *El Blog de Alberto J. Tapia Hermida*, 29 de marzo de 2019. Disponible en: <http://ajtapia.com/2019/03/servicios-basicos-de-la-banca-privada-asesoramiento-de-inversion-y-gestion-de-carteras/>

⁶¹ PALÁ F. y VIDAL C., *Novedades en materia de servicios de inversión tras la reforma de la Ley del Mercado de Valores para su adaptación a MiFID II*, Ramón y Cajal Abogados, 22 de octubre 2018. Disponible en: <https://www.ramonycajalabogados.com/es/novedades-en-materia-de-servicios-de-inversion-tras-la-reforma-de-la-ley-del-mercado-de-valores-para>

aquellos que sean necesarios para prestar los servicios de inversión tales como, gastos de custodia, gastos de liquidación y cambio, tasas reguladoras o gastos de asesoría jurídica y todo gasto que pueda entenderse que, por su naturaleza, no entran en conflicto con el deber general de toda ESI».

Por lo tanto, apoyándonos en esta base legal, como Ruiz Ojeda⁶² indica, dependiendo de la procedencia de los ingresos del prestador del servicio, podemos diferenciar entre asesoramiento dependiente e independiente. El independiente tendrá prohibido cobrar retrocesiones por lo que se caracteriza por un servicio prestado por un asesor cuya fuente de ingresos procede únicamente del cliente. Con el asesoramiento dependiente, la retribución del asesor procede tanto del cliente como de quien suministra los productos. Debido a esto, este tipo de servicios suele ser más económico a simple vista.

Es por esta razón, que un asesor independiente proporciona una recomendación imparcial debido a la inexistencia de intereses entre el asesor y la gestora de los fondos recomendados. Desde el punto de vista del consumidor, recibe una recomendación a cambio de un coste conocido de antemano y establecido en forma de comisiones. Es por ello que normalmente, el coste del asesor independiente es mayor, apareciendo el asesor dependiente como una opción más asequible para el cliente. Sin embargo, a pesar de que a simple vista parece más económico el asesoramiento dependiente, en muchos casos ha supuesto la inversión en activos más caros y que pueden no ser la mejor opción para el inversión debido al efecto de las retrocesiones. En consecuencia, la opción de servicios dependientes a veces conlleva una menor rentabilidad del inversor. Asimismo, con la nueva regulación, en el caso de asesoramiento independiente hay que informar periódicamente al cliente todos los costes que conlleva su inversión (art. 211 TRLMV), que incluyen no sólo los derivados del mercado sino los específicamente causados por comisiones o cargos, de manera que el cliente pueda entender el efecto acumulativo global en sus ganancias.

Debido a los altos costes que conlleva el asesoramiento independiente, la mayoría de los inversores no pueden permitirse esta opción, ya que asumiendo sus costes no llegarían a obtener rentabilidad. Es aquí donde encuentran una gran ventaja los robo-

⁶² RUIZ OJEDA A., «Caveat venditor, o el volteo regulatorio de la asignación de riesgos en las transacciones financieras por la normativa MiFID», *Revista para el análisis del derecho*, Barcelona, Abril 2017, Págs. 1-30.

advisors, los cuales permiten tener un precio más competitivo con unas soluciones más satisfactorias. Es por ello que las empresas que ofrecen actividades de asesoramiento y gestión de carteras automatizadas, tienen un gran nicho de mercado compuesto por todos aquellos cuyo nivel patrimonial haga que no puedan permitirse el asesoramiento independiente pero a su vez no quieran estar ligados a la posible poca parcialidad ligada a los asesores dependientes.

4.3. Deber general de información

Con base en el artículo 209 TRLMV, las entidades que presten servicios y actividades de inversión deberán mantener en todo momento adecuadamente informados a sus clientes, siguiendo para ello lo dispuesto tanto en la TRLMV como en el RD ESIS, como el Reglamento Delegado UE 2017/565. De esta forma, reglamentariamente se desarrolla en el artículo 77 RD ESIS en el que se indica la información necesaria que se debe de proporcionar con suficiente antelación a los clientes.

En el caso de servicios de asesoramiento en materia de inversión que es lo que nos atañe en este trabajo, es necesario informar a los clientes sobre la naturaleza dependiente o independiente del asesoramiento; si el asesoramiento se basa en un análisis general o más restringido de los diferentes tipos de instrumentos financieros; y si la empresa de servicios de inversión proporcionará al cliente una evaluación periódica de la idoneidad de los instrumentos financieros recomendados para ese cliente (art. 77.1.a) RD ESIS).

Es necesario que la información sobre las estrategias de inversión propuestas incluyan advertencias apropiadas sobre los riesgos asociados a las inversiones en esos instrumentos. Asimismo, es imprescindible una información sobre todos los costes y gastos asociados, incluidos los relacionados con el servicio de inversión y el instrumento financiero. En el caso de que los mismos no sean causados por la existencia de un riesgo de mercado subyacente *«estará agregada de forma que el cliente pueda comprender el coste total así como el efecto acumulativo sobre el rendimiento de la inversión, facilitándose, a solicitud del cliente, un desglose por conceptos. Cuando proceda, esta información se facilitará al cliente de manera periódica, y como mínimo una vez al año, durante toda la vida de la inversión»* (art. 77.1.c) RD ESIS).

Para acabar, toda esta información debe permitir que los clientes sean capaces de comprender la naturaleza y los riesgos del servicio de inversión y del tipo específico de instrumento financiero que se ofrece, tomando la decisión de invertir o no con cierto nivel de conocimiento (art. 77.2 RD ESIS)

4.4. Convivencia entre la vertiente administrativa y la contractual en el asesoramiento en materia de inversión.

Por último, queremos incidir el estudio conjunto del contrato privado de asesoramiento y la regulación administrativa del servicio de inversión. El cual es un asunto complejo, no porque nos encontremos ante un contrato que implique una especial dificultad intrínseca, sino porque hay una gran diferencia en el nivel de desarrollo legislativo en sus dimensiones jurídico-privada y administrativa. Actualmente, siguiendo a lo señalado por Carcavilla⁶³, no existe unas normas sustantivas que aborden la vertiente jurídico privada respaldando la faceta regulatoria del asesoramiento ni lo definan como categoría contractual, y ello origina problemas en la práctica.

En este sentido, el autor señala que dicho desacoplamiento del nivel de desarrollo legal en ambos ámbitos se complica aún más con la convivencia de los dos. De un lado, la vertiente administrativa, que es la estudiada a lo largo de todo este trabajo y surge con la trasposición en el ordenamiento nacional de las directivas MiFID I y MiFID II, reaccionando así a una realidad de tráfico, y dibujando a partir de la misma un servicio estandarizado en su prestación definido por una prestación puntual de recomendación específica (aunque no se descarte la reiteración). Y por su parte, la realidad contractual, tiende por lo contrario, a una noción de arrendamiento de servicios. Esto es, una relación estable en el tiempo, abierta y flexible en la prestación, orientada a una gestión global en la cual van surgiendo diferentes actuaciones de inversión, no siendo necesario que encajen en el estricto concepto de recomendación a los efectos del TRLMV.

Como señala Carcavilla, lo que caracteriza la contratación en el mercado de valores es la confluencia tanto del derecho contractual privado como de las normas de carácter administrativo y mercantil especial que regulan el mercado de valores En este sentido,

⁶³ CARCAVILLA J., «Asesoramiento en materia de inversión: la (difícil) convivencia entre la vertiente administrativa y la contractual», *La Ley Mercantil* 51, octubre 2018, Págs. 7-17.

destacan Largo Gil y Hernández Sainz⁶⁴, la heterogeneidad jurídica del derecho del mercado de valores ya que agrupa normas de Derecho público (esencialmente normas de Derecho administrativo económico) y normas de Derecho privado, colocándose como una categoría interdisciplinar. Ello tiene su justificación en la coincidencia en este tipo de negocios jurídicos de los intereses privados y públicos. Bien es cierto que la limitación de la autonomía de la voluntad en este tipo de servicios de asesoramiento es muy alta, reflejándose desde en la existencia de un organismo supervisor y regulador con competencias normativas hasta el gran conjunto de normas de conducta que incumben a las entidades participantes, pasando por las exigencias ya nombradas en el trabajo de autorización de la actividad. Ante esta situación donde el ámbito administrativo tiene gran nivel de detalle y está en constante evolución como se ha visto, es necesario hacerse el planteamiento de si es posible abordar la regulación del contrato de asesoramiento, aunque es indudable que la aprobación de un cuerpo legislativo incrementaría la seguridad jurídica.

5. ESTUDIO DE CASOS CONCRETOS: INDEXA CAPITAL Y BBVA INVEST

En este epígrafe, después de un estudio de los requisitos legales exigidos en España para los *robo-advisors*, se han estudiado dos empresas de asesoramiento financiero y gestión de carteras automatizados diferentes con el fin de analizar el cumplimiento de los requisitos legales en su actividad. De un lado se ha elegido “*BBVA Invest*” que es el novedoso modelo de asesoramiento y contratación de fondos de inversión que ofrece BBVA, que ha desarrollado su propio *robo-advisor*, aunque no solo es *robo-advisor* ya que ofrece el servicio tanto a través de la web o el teléfono como en sus oficinas. Y de otro lado, *Indexa Capital* que es uno de los primeros *robo-advisor* que aparecieron en España, tras su aprobación por la CNMV en el año 2015. Se trata de un gestor automatizado *FinTech*, que a diferencia de *BBVA Invest*, no se trata de un banco sino de una agencia de valores.

⁶⁴ LARGO GIL, R., HERNÁNDEZ SAINZ E. (2018). *Derecho mercantil II : lecciones y actividades de aprendizaje. Vol. I, Títulos valores y obligaciones y contratos mercantiles*. 4ª ed., act. a enero de 2018 Zaragoza, Kronos, 2018.

5.1. BBVA Invest

BBVA Invest es el servicio de asesoramiento y contratación de fondos de inversión que ha desarrollado BBVA, y que se puso en marcha en abril del 2018, tratándose de una compañía consolidada aplicando el uso de nuevas tecnologías.

En primer lugar, en lo que respecta a la autorización e inscripción en los correspondientes registros administrativos de la CNMV o del Banco de España; BBVA es un Banco sujeto a la supervisión del Banco de España y está inscrito en el Registro Administrativo del Banco de España con el número 0182, cumpliendo con las exigencias del art. 144 TRLMV.

En segundo lugar, igual que *Smart Money* de Caixabank o *Santander Orienta* de Banco Santander, el *robo-advisor* de BBVA solo permite la contratación de fondos gestionados por la propia entidad⁶⁵. La idea de que los grandes bancos solo hayan apostado por ofrecer sus propios fondos es porque de esta manera pueden seguir cobrando las retrocesiones. Los bancos no pueden comercializar fondos de terceros y retroceder comisiones si ofrecen un asesoramiento independiente, como se ha indicado antes (Art. 220 ter TRLMV). Por lo que lo que han hecho es sacar productos de su marca con mandato de gestión a terceros, que serán los que cobren parte de la comisión que el banco impone a sus clientes. Como indica Segovia⁶⁶, el sector ha encontrado una táctica para esquivar la nueva norma con los mandatos de gestión: «*Esto consiste en que una entidad "mandata" (encarga) la gestión de un producto a un tercero, a cambio de una remuneración que puede ser un porcentaje de las comisiones que recaude el fondo*». Este sería un contrato de comisión mercantil, el cual viene regulado en los artículos 244 a 280 del Código de Comercio. Como señalan Largo Gil y Hernández Sainz⁶⁷, existe abundante jurisprudencia desde una sentencia del TS del 3 de diciembre de 1926, en la que se indicaba que «*el contrato de comisión no es más que un mandato aplicado a las operaciones comerciales*». Y en esta línea, siguen a Sánchez Calero, y

⁶⁵FERRANDO J., *BBVA lanza su roboadvisor BBVA Invest*, 2018, Disponible en: https://cronicaglobal.espanol.com/economia/fintech/bbva-lanza-su-roboadvisor-bbva-invest_136187_102.html

⁶⁶ SEGOVIA E., *Llega el truco para seguir cobrando retrocesiones: los mandatos de gestión*, Bolsamanía. Fundsnews.es, 2018, Disponible en: <https://www.bolsamania.com/fundsnews/noticias/gestoras/truco-cobrar-retrocesiones-mandatos-gestion--3654271.html>

⁶⁷ LARGO GIL, R., HERNÁNDEZ SAINZ E. (2018). *Derecho mercantil II : lecciones y actividades de aprendizaje. Vol. I, Títulos valores y obligaciones y contratos mercantiles*. 4ª ed., act. a enero de 2018 Zaragoza, Kronos, 2018.

definen la comisión como «un contrato en virtud del cual el mandatario (llamado comisionista) se obliga a realizar o participar en un acto o contrato mercantil por cuenta de otra persona (comitente)». El elemento clave consiste en la realización de una actividad por cuenta ajena con relevancia jurídica (como sucede en el mandato civil regulado en el art. 1709 Cc.). Por último, el mandato es mercantil (art. 244 CCom) si concurre el requisito objetivo (el acto encargado es de comercio) y el subjetivo (al menos una de las partes es comerciante o agente mediador del comercio).

En cuanto al test de idoneidad, requisito legal fundamental para ofrecer este tipo de servicios (art. 213 TRLMV) se ha analizado el realizado por parte de *BBVA Invest*. Se parte de un cuestionario el cual BBVA indica que está compuesto por tres preguntas por categoría, y cada categoría se corresponde con cuatro temáticas diferentes: los objetivos de inversión, la preferencia de riesgo, la situación financiera del inversor y los conocimientos y experiencia que tiene el cliente. En función de las respuestas a estas preguntas, y por lo tanto las características del cliente, se ofrecen una serie de fondos de inversión recomendados para el perfil. Todos los fondos son gestionados por BBVA Asset Management, que se trata de una gestora de fondos de inversión y pensiones. Teniendo en cuenta las preguntas realizadas por el cuestionario de evaluación de idoneidad y los requisitos exigidos tanto por la TRLMV como por la CNMV, este robo advisor sí que cumple con los requisitos legales exigidos.

Posteriormente, *BBVA invest* somete anualmente a sus clientes a una revaluación de las circunstancias personales del consumidor, para ver si es necesario un cambio de estrategia de inversión, cumpliendo así la exigencia legal del art. 54.7 R. Del. UE 2017/565. Por último, *BBVA Invest* es gratuito pero requiere que el cliente invierta un mínimo de 600 euros en el fondo⁶⁸.

5.2. *Indexa Capital*

Es uno de los primeros *robo-advisor* que aparecieron en España (después de *Feelcapital*) tras su aprobación en el año 2015 y uno de los más importantes actualmente. Se trata de un gestor automatizado *FinTech*, que a diferencia de *BBVA Invest*, no se trata de un banco. *Indexa* gestiona las inversiones a través del banco *Inversis* (grupo March), un conocido grupo bancario europeo de elevada solvencia.

⁶⁸ BBVA, *BBVA Invest, lanza un modelo de asesoramiento de inversión multicanal adaptado a cada cliente*, 2018, Disponible en: <https://www.bbva.com/es/bbva-lanza-modelo-asesoramiento-inversion-multicanal-adaptado-cliente/>

Indexa Capital es una agencia de valores, y está autorizada por la Comisión Nacional de Mercado de Valores (nº 257) para realizar su actividad. Por lo tanto cumple con el requisito legal de la preceptiva autorización e inscripción en el correspondiente registro administrativo de la CNMV del artículo 144 TRLMV.

En segundo lugar, Indexa mediante un comunicado⁶⁹, indica que cumplen con la directiva MiFID II desde que lanzaron su servicio a finales de 2015, esto es, dos años antes de que su trasposición entrase en vigor en España, y que se trata de una entidad independiente porque no perciben ingresos por retrocesiones de las gestoras de los fondos incluidos en sus carteras y porque sus comisiones son totalmente claras y transparentes, cumpliendo las exigencias del art. 77 RD ESIS. En este sentido, sus comisiones tienen unos costes medios totales son de 0,47% y 0,82% sobre el volumen gestionado para Fondos de inversión. En lo que respecta a cómo se cobran las comisiones se hará o bien mediante los costes de activos de inversión (cada día se resta una pequeña fracción de la comisión anual al valor liquidativo) o mediante la comisión de gestión y la de custodia que se cobran trimestralmente.

En relación con el test de idoneidad, el cuestionario de Indexa está formado por doce preguntas que responden a todas las exigencias de la CNMV con preguntas, sobre el nivel de ingresos periódicos, activos actuales, compromisos financieros, capacidad para soportar pérdidas, riesgo dispuesto a asumir u horizonte temporal deseado. Además cumple con los objetivos instaurados en la MiFID II y con las directrices ESMA 35-43-1163 en concreto, con los de la ya analizada en el trabajo Directriz general nº2 en su número 25, donde se indica la necesidad de que las entidades conozcan y tengan en consideración la posibilidad de la incorrecta comprensión de los cuestionarios. Para que ello no ocurra indica que se debe evitar el lenguaje engañoso, confuso e impreciso, y proporcionar aclaraciones adicionales o ejemplos a los clientes cuando sea necesario. Si acudimos al test de idoneidad ofertado por Indexa Capital, en su pregunta sexta a la hora de preguntar sobre el importe de las inversiones en activos líquidos (cuentas corrientes, depósitos, fondos de inversión, acciones...), indican *«Te recomendamos indicarnos tu patrimonio líquido total real, es importante para que podamos recomendarte un perfil de riesgo adecuado. Dato indicativo y confidencial»*. Esto permite darle a entender al

⁶⁹ INDEXA CAPITAL, *Asesoramiento independiente. Resumen sobre MiFID II en España*, Blog de Indexa Capital, 2017, Disponible en: <https://blog.indexacapital.com/tag/asesoramiento-independiente/>

consumidor la importancia de dar el rato real con el fin de protegerlo y darle un mejor servicio.

A partir de los algoritmos, determina el perfil del inversor y propone una cartera diversificada adecuada a las características y tolerancia al riesgo, cumpliendo con el art. 77.2 RD ESIS. Actualmente, es el líder en España en número de clientes y capital gestionado, y oferta un gran número de carteras. En cuanto al mínimo para empezar a invertir asciende a 1.000 euros⁷⁰.

Posteriormente recibes tu cartera en Indexa capital que están compuestas por 2 a 9 clases de activo según tu perfil. Te indican la cartera, las expectativas, el histórico y los costes de la inversión. (art, 77.1.c) RD ESIS).

Tras este análisis se puede concluir que ambas empresas cumplen con los requisitos legales actuales exigidos tanto por la UE, como por la TRLMV, como la CNMV.

IV. SANDBOX

El Sandbox es un instrumento supervisor que permite conocer los desarrollos y potenciales efectos de la transformación digital en la prestación de servicios financieros. García de la Cruz (2018)⁷¹ lo define como *«aquel entorno controlado o espacio seguro de pruebas en el que las startups, fintech, o entidades que se encuentran en estados iniciales de desarrollo de proyectos innovadores pueden emprender su actividad bien bajo la modalidad de exención, para el caso de actividades que sí pueden situarse bajo el paraguas del regulador con la normativa actual, o bien bajo la modalidad de no sujeción, para el caso de actividades que aún no están expresamente reguladas por su carácter innovador, por ejemplo las Initial Coin Offering (ICO), operaciones con criptomonedas o tokenización de activos, entre otras»*.

Como señala Palá Laguna⁷², la implantación de un *Sandbox* supondría el reconocimiento legal de un entorno de pruebas controlado en el que las entidades o proyectos innovadores, que se encuentran en fase embrionaria, lo que permitiría que las *FinTech* pudiesen emprender la actividad bajo la solicitud de la licencia *Sandbox*. Esto

⁷⁰ INDEXA CAPITAL, *Inversión mínima para abrir una cuenta Indexa*, 2019, Disponible en: <https://indexacapital.com/es/faq>

⁷¹ GARCÍA DE LA CRUZ, R., «La irrupción del sandbox regulatorio: propuestas para las fintech españolas». *Cuadernos de Información Económica*, ISSN 1132-9386, N° 264, 2018, Págs. 15-23.

⁷² PALÁ LAGUNA, R., «La licencia sandbox para las Fintech: ¿es necesario un nuevo derecho para estos nuevos hechos?» *Revista de derecho del mercado de valores*, ISSN 1888-4113, N°. 22, 2018, Págs. 4-14.

daría lugar a una exención de la autorización administrativa necesaria para la actividad, explicada anteriormente en el trabajo (art. 144 TRLMV), durante el periodo de prueba del proyecto o producto. Por lo que sería una solución al problema indicado de la dificultad de muchas *startups* de emprendedores que no cumplen los requisitos necesarios para la autorización de la CNMV.

Asimismo, en cuanto a sus ventajas, como indican Ringe y Ruof⁷³, la principal es que puede reducir el tiempo de ciclo de comercialización al reducir la carga regulatoria y la incertidumbre dentro de un espacio seguro para la innovación. Por lo tanto, las empresas podrían determinar si su nuevo producto vale la pena comercializarlo o no. Además, la reducción del tiempo de ciclo de comercialización (menores procesos burocráticos) mitiga el riesgo para las empresas de que su competidor copie su modelo de negocio (innovador) con mayores recursos durante un largo proceso de autorización. Esta facilitación⁷⁴ de entrada al mercado de nuevas compañías conlleva asimismo una ventaja para los clientes, porque con más y mejores productos y servicios, se produce una rebaja de los precios o del coste de la innovación tecnológica.

En segundo lugar, *sandbox* conlleva la implementación de un diálogo «institucionalizado» entre el regulador y las empresas. El mismo, conlleva un proceso de aprendizaje mutuo que beneficia fuertemente a ambos lados, reguladores y empresas reguladas. Surgen nuevas tecnologías potencialmente disruptivas en el mercado, y las autoridades deben evaluar los riesgos lo antes posible y decidir si las normas establecidas son adecuadas para esos riesgos o pueden ser una carga innecesaria. Como simplemente no tenemos la capacidad de predecir las consecuencias negativas que pueden estar asociadas con una nueva tecnología de antemano, la tarea de establecer hechos y datos sobre sus efectos siempre debe ser el punto de partida. Al agregar los instrumentos del *sandbox* a ese diálogo, el *sandbox* puede reducir una gran parte de la incertidumbre regulatoria que prevalece comúnmente entre los proveedores de nueva tecnología. Más que eso: dentro del *sandbox*, el regulador proporciona requisitos regulatorios claros, adecuados y apropiados para las empresas, que podrían no solo eliminar las restricciones para las mismas, sino incluso animarlas a experimentar dentro de esa legalmente incierta “zona gris”.

⁷³ RINGE, W. G., & RUOF, C., «A Regulatory Sandbox for Robo Advice». *EBI Working Paper Series*. 2018-no. 26, Págs. 1-73, Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=3188828>

⁷⁴ GARCÍA DE LA CRUZ, R., «La irrupción del sandbox regulatorio: propuestas para las fintech españolas». *Cuadernos de Información Económica*, ISSN 1132-9386, N° 264, 2018, Págs. 15-23.

Por último, el *sandbox* atrae inversiones⁷⁵ ya que ayuda a posicionarse en el circuito internacional de inversiones extranjeras en sectores innovadores. Y en este sentido, puede evitar la salida de talento emprendedor del país, ya que al fin y al cabo los emprendedores eligen donde lanzar sus *startups* en función de la facilidad de la puesta en marcha de su modelo de negocio, evaluando en primera estancia las licencias y los marcos regulatorios.

Esta alternativa de *sandbox* favorece a los *robo-advisors* debido a la falta de experiencia regulatoria de las empresas de nueva creación. Antes de comenzar a realizar pruebas en el *sandbox*, a cada participante se le proporcionan las reglas exactas del juego, las instrucciones exactas y, por lo tanto, no deja lugar a la incertidumbre. Ringe y Ruof⁷⁶ hacen referencia a un Informe «*Regulatory Sandbox Lessons Learned Report*», publicado por la FCA en octubre de 2017⁷⁷ y otros posteriores como el «*Global Financial Innovation Networking*»⁷⁸, que indican que el *sandbox* británico cumplió con éxito sus objetivos: el *feedback* de los antiguos participantes del *sandbox* y el hecho de que una gran mayoría de los participantes continuaron hacia un lanzamiento de mercado más amplio después de la fase de prueba, indica que en Reino Unido logró cumplir esos objetivos. Incluso después de salir del *sandbox*, el diálogo conservado y la buena relación entre el regulador y el regulado facilitan que los *robo-advisors* busquen aclaraciones cuando encuentren algún problema con la aplicación de normas legales. Juntos, el supervisor y la empresa regulada pueden evaluar cómo cumplir con ese requisito en particular, o si es necesario un ajuste.

Además, una supervisión temprana y cercana garantiza la seguridad de los consumidores. La supervisión sólida en combinación con una mayor transparencia y una mejor comunicación con todos los participantes del mercado pueden crear confianza y, por lo tanto, mitigar el escepticismo prevaleciente hacia los *robo-advisors*. Esto hace que los mismos sean más atractivos para los inversionistas, quienes también pueden, como resultado del *sandbox*, evaluar más adecuadamente el riesgo de su

⁷⁵ GARCÍA DE LA CRUZ, R., «La irrupción del sandbox...», cit.

⁷⁶ RINGE, W. G., & RUOF, C., «A Regulatory Sandbox for Robo Advice». *EBI Working Paper Series*. 2018-no. 26, Págs. 1-73, Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=3188828>

⁷⁷ FCA, *Regulatory Sandbox Lessons Learned Report*, October 2017, disponible en: <https://www.fca.org.uk/publication/research-and-data/regulatory-sandbox-lessons-learned-report.pdf>

⁷⁸ FCA, *Global Financial Innovation Network (GFIN)*, Consultation document, August 2018, disponible en: <https://www.fca.org.uk/publication/consultation/gfin-consultation-document.pdf>

inversión. Por tanto, la combinación de mejoras en la calidad y la seguridad garantizada podrían abordar el problema de confianza que los *robo-advisors* enfrentan actualmente.

Como indican Ringe y Ruof⁷⁹, en marzo de 2018, había 17 *sandbox* operativas en todo el mundo, más varios anunciados. Las jurisdicciones que tienen *sandbox* reglamentario establecido son: Reino Unido (4/2016), Hong Kong (9/2016), Malasia (10/2016), Singapur (11/2016), Abu Dhabi (11/2016), Australia (12/2016), Mauricio (1/2017), Países Bajos (1/2017), Indonesia (1 y 7/2017), Brunei-Darussalam (2/2017), Canadá (2/2017), Tailandia (3/2017), Bahrein (6/2017), Suiza (8/2017), Arabia Saudita (01/2018), Dinamarca (02/2018), el estado de Arizona (EE.UU.) (03/2018), Taiwán (04/2018), Sierra Leona (04/2018), Rusia (04/2018), Jordania (05/2018), Mozambique (05/2018), Kazajstán (07/2018), Lituania (10/2018). Bien es cierto que la heterogeneidad que se puede observar dentro de la enumeración de países también es evidente en sus implantaciones, pero comparten objetivos políticos comunes, en particular la protección de los consumidores e inversores, la integridad del mercado, la inclusión financiera y la promoción de la innovación y la competencia.

A pesar de haberse implantado en todos estos países hay en otros muchos que no, como es el caso de Estados Unidos que es el país donde nacieron las FinTech. En el mismo, como señala Blanco⁸⁰, la autoridad competente publicó un libro blanco en el que establece los principios que deben guiar la futura regulación de las *FinTech* y además, insta a la innovación responsable. Pero bien es cierto, que la medida principal que solicitan las *FinTech* (la instauración de un *Regulatory Sandbox*) aún no está activada y se encuentra en proceso de desarrollo.

Por último, en lo que respecta a España, actualmente hay un Proyecto de Ley para la transformación digital del sistema financiero, el cuál es el que crearía el *Sandbox*. En dicho Anteproyecto, se indica que podrán acceder al espacio controlado de pruebas aquellos proyectos que aporten innovación financiera de base tecnológica y que se encuentren suficientemente avanzados para probarse. Adicionalmente, los proyectos innovadores deberán aportar potencial valor añadido en uno de los siguientes aspectos (al menos): dirigirse a mejorar el cumplimiento normativo mediante la mejora u

⁷⁹ RINGE, W. G., & RUOF, C., «A Regulatory Sandbox...», cit.

⁸⁰ BLANCO M.J., «Digitalización de los sectores turístico y financiero. Implicaciones jurídicas desde la perspectiva Big Data y FinTech». *International Journal of Scientific Management and Tourism* (2018) 4-1, Págs. 217-235.

homogeneización de procesos u otros instrumentos; suponer un eventual beneficio para los usuarios de servicios financieros en términos de mejora de la calidad y de las condiciones de acceso y disponibilidad en la provisión de servicios financieros o de aumento de la protección a la clientela; aumentar la eficiencia de entidades o mercados; o; proporcionar mecanismos para la mejora de la regulación o el mejor ejercicio de la supervisión financiera. En lo que respecta a la solicitud, se presentará en la sede electrónica de la Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional, acompañada de una memoria justificativa en la que se explicará el proyecto y se detallará el cumplimiento de lo dispuesto en el artículo anterior y la manera en que, en caso de ser aceptadas, tienen previsto cumplir con el régimen de garantías y protección. La Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional establecerá, al menos con periodicidad semestral, una fecha límite de admisión de solicitudes. Las solicitudes recibidas se trasladarán a las autoridades supervisoras financieras a efectos de que puedan efectuar la evaluación. Si pudieran incidir en los ámbitos competenciales propios de otras autoridades se les dará igualmente traslado de la solicitud.

Este Anteproyecto fue aprobado el 22 de febrero de 2019 por el Consejo de Ministros, y actualmente está a la espera de que el nuevo ejecutivo decida el futuro de este Anteproyecto que regula Sandbox en España.

Pero, como señala Palá Laguna⁸¹, hay alternativas a la licencia *Sandbox*, recurriendo a mecanismos ya reconocidos en nuestro derecho positivo y no importando categorías jurídicas ajenas. Estas son la declaración responsable, la comunicación previa o la autorización condicional. Tanto la declaración responsable como la comunicación previa vienen reguladas en el art. 69 de Ley 39/2015, de 1 de octubre⁸². La diferencia principal entre ambas consiste en la implicación del reconocimiento de derechos a la *FinTech* por la declaración responsable, y no por la comunicación previa. Una vez presentada cualquiera de estas dos posibilidades al supervisor por parte de la *FinTech* y finalizado el plazo establecido al efecto, la *FinTech* debería obtener la autorización administrativa para continuar con su actividad, o si no abandonar la misma. La tercera posibilidad sería la de acudir a la autorización condicional donde la *FinTech* operaría de una manera experimental durante el tiempo que se considere, momento a partir del cual

⁸¹ PALÁ LAGUNA, R., «La licencia sandbox para las Fintech: ¿es necesario un nuevo derecho para estos nuevos hechos?» *Revista de derecho del mercado de valores*, ISSN 1888-4113, Nº. 22, 2018, Págs. 4-14.

⁸² Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas.

la autorización se convertiría en definitiva. Esto, como apunta de nuevo Palá Laguna da lugar al planteamiento de si no sería más conveniente liberalizar la actividad instituyendo ciertos umbrales tanto cuantitativos como cualitativos que examinen la obligación de solicitar autorización administrativa.

En conclusión, el *Sandbox* para los *Robo-advisors* supone una ventaja en el sentido de que se consigue un periodo de pruebas que permite ir alcanzando los exigentes requisitos administrativos actuales necesarios para el inicio de su actividad. Exigiéndoles menos para la licencia *Sandbox* que para la autorización administrativa y gradualmente llegar a esas condiciones establecidas por la regulación. Ello es importante teniendo en cuenta el gran crecimiento (analizado a lo largo del trabajo) experimentado en los últimos por los *robo-advisors*.

V. CONCLUSIONES

Las empresas *FinTech* son un fenómeno en auge y con gran impacto en el sector financiero tradicional debido a su objetivo de desarrollar, a través de la tecnología, no solo nuevos servicios financieros, sino también la manera de prestarlos.

Normalmente las *FinTech* son *Startups* (entidades caracterizadas por su dimensión reducida y potente base tecnológica) que están ofreciendo esta nueva amplia gama de productos y servicios financieros. Las mismas han cambiado el sector financiero y tienen intención de permanecer en el futuro, lo que ha creado una gran competencia en el sector y ha hecho que las entidades más tradicionales se adapten a este nuevo fenómeno. Para ello, los bancos, o bien han desarrollado internamente innovaciones en su propio provecho, o bien han invertido en *Startups*, o incluso han optado por comprarlas directamente. El desarrollo de las *FinTech*, ha conllevado la necesidad de reformar nuestro derecho para crear un marco jurídico seguro que garantice la protección de los clientes de servicios financieros, ya que hay muchos riesgos asociados a las redes en las que actualmente tiene lugar el comercio electrónico de esos servicios. Esa inseguridad viene de la mano de la identidad de las partes intervinientes en las transacciones, la integridad de los mensajes para la formalización y la efectividad de las mismas o la confidencialidad de la información transmitida.

Las *FinTech* cubren distintos ámbitos de actuación abarcando casi todas las líneas clásicas de los servicios financieros. La actividad de los *Robo-Advisors* se considera de servicios y actividades de inversión (art. 140.1.d) y g) TRLMV), debiendo ser realizadas por Sociedades de Valores, Agencias de Valores, Sociedades de Cartera o Entidades de Crédito y Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva, previa obtención de la correspondiente autorización administrativa e inscripción en los registros de la CNMV o del Banco de España (art. 143.4 y 144 TRLMV).

Para obtener dicha autorización, es necesario el cumplimiento de una serie de requisitos generales y específicos (arts. 152 y 153 TRLMV en relación con los arts. 14 y 14 bis RD ESIS, en relación con los arts. 184.1 y 184 bis TRLMV), entre los que destacan que los miembros del órgano de administración sean de reconocida honorabilidad, honestidad e integridad y que tengan conocimientos, competencias y experiencia suficientes. Esto es el problema que se plantea en muchas *startups* de *robo-advisors* ya que en muchos casos son jóvenes emprendedores que no pueden

comenzar su actividad por la falta de este requisito y por lo tanto de la obtención de la autorización.

Estas nuevas empresas diferencian de las plataformas tradicionales en la evaluación del cliente y la gestión de carteras de clientes. En cuanto a la evaluación del cliente, transforman el proceso de asesoramiento tradicional de contacto de humano a humano, por uno caracterizado por un contacto de humano a ordenador. En lo que respecta a la gestión de cartera, la asignación estratégica de los activos se fundamenta en el perfil de riesgo del cliente inversor y está determinada por un modelo cuantitativo. Además, la selección y combinación de instrumentos puede ser completamente automatizada.

Los *Robo-Advisors* nacieron en Estados Unidos, donde empezaron a operar en 2008 pero no se ofreció asesoramiento financiero a inversores minoristas hasta 2010. En España, el primer *robo-advisor* fue creado en 2014 como consecuencia de la importación de la idea desde Estados Unidos. Actualmente en España hay 94 *WealthTechs* (donde se incluyen los *Robo-Advisors*) con alrededor de 1.000 empleados. Habiendo sido el crecimiento anual del sector *FinTech* en general de 2018 a 2019 de un 15%, y siendo las proyecciones futuras muy positivas.

Actualmente, los *Robo-Advisors* para realizar su actividad necesitan la nombrada inscripción y obtención de la autorización administrativa por parte de la CNMV; la realización de la evaluación de idoneidad conforme al art. 213 TRLMV en relación con el art. 80 RD ESIS, en relación a su vez con los arts. 54 y 55 del Reglamento UE 2017/565; la declaración explícita de su actividad de asesoramiento y gestión de carteras dependiente o independiente; y por último, han de respetar el deber general de información con base en el art. 209 TRLMV en relación con el art. 77 RD ESIS.

Se ha estudiado el cumplimiento de estos requisitos legales por parte de dos empresas, Indexa Capital y BBVA Invest, para ver cómo se están adaptando, tanto las *Startups* como las entidades más tradicionales, a esta nueva legislación. Indexa Capital desde su creación en 2015, cumple con todo lo exigido por la MiFID II y por ello en el TRLMV, tratándose de una empresa que oferta un servicio independiente, siendo una agencia de valores autorizada e inscrita en el registro de la CNMV, y cumpliendo con los requisitos del test de idoneidad. Por su parte BBVA Invest se caracteriza por ser un banco consolidado que ha desarrollado su propio *Robo-Advisor*, ofreciendo sus propios fondos para así poder cumplir con la normativa y seguir cobrando retrocesiones, estando

inscrita en el Banco de España y cumpliendo con los requisitos en la evaluación de idoneidad.

Algunos *Robo-Advisors* se encuentran con barreras económicas y organizativas⁸³ para comenzar su actividad en el mercado aunque, bien es cierto que, esto no les ocurre a todos ya que algunos como *BBVA invest*, tiene un gran banco detrás que les avala. Para todas aquellos *robo-advisors* con dificultades, como es el caso de los que no cumplen los requisitos necesarios para la autorización de la CNMV, se ha analizado la implantación de un *Sandbox*. Esto implica⁸⁴ el reconocimiento legal de un entorno de pruebas controlado en el que las entidades o proyectos innovadores, que se encuentran en fase embrionaria. Ello permitiría que las *FinTech* pudiesen emprender la actividad bajo la solicitud de la licencia *Sandbox*, dando lugar a una exención de la autorización administrativa necesaria para la actividad, durante el periodo de prueba del proyecto o producto. Además, este método conlleva múltiples ventajas como la disminución del tiempo del ciclo de comercialización, la implantación de un diálogo institucionalizado entre el regulador y las empresas, o la supervisión temprana y cercana que garantiza la seguridad de los consumidores mediante una mayor transparencia y comunicación con todos los participantes del mercado. Dicha regulación está actualmente parada en España tras la aprobación por parte del Consejo de Ministros en febrero de 2019 del anteproyecto y no será hasta que se forme un nuevo ejecutivo que se decida el futuro de este Anteproyecto que regula *Sandbox* en España. Asimismo, esta podía no ser la única solución habiéndose planteado las alternativas de la declaración responsable, la comunicación previa o la autorización condicional, mecanismos ya reconocidos en nuestro derecho positivo.

⁸³ AEFI, *Libro Blanco de la Regulación Fintech en España*, 2017, Libro disponible en: <https://solucionesconfirma.es/observatorio/wp-content/uploads/LibroBlancoFinTech.pdf>

⁸⁴ PALÁ LAGUNA, R. (2018): «*La licencia sandbox para las Fintech: ¿es necesario un nuevo derecho para estos nuevos hechos?*» Revista de derecho del mercado de valores, ISSN 1888-4113, N.º. 22, 2018, Págs. 4-14.

VI. BIBLIOGRAFÍA Y REFERENCIAS DOCUMENTALES

BIBLIOGRAFÍA

- BERNAL ALONSO, M.A. y SANTACRUZ CANO, J., «Nuevo marco regulatorio y competencia: Retos del sistema crediticio europeo en la era FinTech», *Cuadernos económicos de ICE*, , núm. 91. 2016, Págs. 115-137.
- BLANCO M.J., «Digitalización de los sectores turístico y financiero. Implicaciones jurídicas desde la perspectiva Big Data y FinTech», *International Journal of Scientific Management and Tourism*, 2018, 4-1, Págs. 217-235.
- BLÁZQUEZ, J. L., «Implicaciones en el modelo de negocio de los asesores independientes», *Inversión & finanzas: el semanario líder de bolsa, economía y gestión de patrimonios*, 2016, Págs. 133-145.
- CASSINELLO N.; CERVERA CONTE I.; IBÁÑEZ JIMENEX J.W.; LÓPEZ DEL VILLAR C., «El desarrollo de las soluciones Fintech en España», *Revista ICADE* núm. 101, versión digital, 2018, Págs. 1-15. Disponible en: <https://revistas.comillas.edu/index.php/revistaicade/article/view/8406/8412>
- CARCAVILLA J., «Asesoramiento en materia de inversión: la (difícil) convivencia entre la vertiente administrativa y la contractual», opinión legal, *La Ley mercantil* nº 51, octubre 2018, N° 51, 1 de oct. de 2018, Págs. 7-17.
- FISCH, J. E., LABOURÉ, M., & TURNER, J. A., «The Emergence of the Robo-advisor» *University of Pennsylvania, Wharton Pension Research Council Working Papers*, 2018, Págs. 4-46. Disponible en: https://repository.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1010&context=prc_papers
- GARCÍA DE LA CRUZ, R., «La irrupción del sandbox regulatorio: propuestas para las fintech españolas», *Cuadernos de Información Económica*, ISSN 1132-9386, N° 264, 2018, Págs. 15-23.
- IGUAL, D., *Fintech: Lo que la tecnología hace por las finanzas*, Profit Editorial I. S.L, Barcelona, noviembre 2016.
- JUNG, D., DORNER, V., GLASER, F., & MORANA, S., «Robo-Advisory: Digitalization and Automation of Financial Advisory», *Business & Information Systems Engineering*, 60 (1), 2018, Págs. 81–86.

LARGO GIL, R., HERNÁNDEZ SAINZ E., *Derecho mercantil II : lecciones y actividades de aprendizaje*. Vol. I, Títulos valores y obligaciones y contratos mercantiles. 4ª ed., act. a enero de 2018 Zaragoza, Kronos, 2018.

MADRAZO LEAL L., «Capítulo 20. Los contratos de servicios de inversión», en *Los mercados financieros*, Ana Belén Campuzano Laguillo (dir.), Fernando Conlledo Lantero (dir.), Ricardo Javier Palomo Zurdo (dir.), Tirant lo Blanch, 2013, Págs. 715-762.

PALÁ LAGUNA, R., «La licencia sandbox para las Fintech: ¿es necesario un nuevo derecho para estos nuevos hechos?» *Revista de derecho del mercado de valores*, 22, 2018, Págs. 4-14.

RINGE, W. G., & RUOF, C., «A Regulatory Sandbox for Robo Advice». *EBI Working Paper Series*. 2018-no. 26, Págs. 1-73. Disponible en:
<https://ssrn.com/abstract=3188828>

ROMÁN, E. R., «Innovación en la Administración Pública: tendencias y derivas en los últimos años». *ICE, Revista de Economía*, 904, 2018, Pags.177-186.

RUIZ OJEDA A., «Caveat vendor, o el volteo regulatorio de la asignación de riesgos en las transacciones financieras por la normativa MiFID», *Revista para el análisis del derecho*, Barcelona, Abril 2017, Págs. 1-30.

SANTOS MARTÍNEZ, V., *El contrato bancario. Concepto funcional*, Bilbao, 1972, Pág.179 y ss.

DOCUMENTACIÓN Y OTROS MATERIALES

ABRAHAM, F., SCHMUKLER, S. L., TESSADA, J., «Robo-Advisors: Investing through Machines». *World Bank Policy Research Working Paper*, (134881), 2019, Págs. 1-4, disponible en:
<http://documents.worldbank.org/curated/en/275041551196836758/pdf/Robo-Advisors-Investing-through-Machines.pdf>

AEFI, *Libro Blanco de la Regulación Fintech en España*, 2017, [consulta: 13 de marzo de 2019], Disponible en:
<https://solucionesconfirma.es/observatorio/wp-content/uploads/LibroBlancoFinTech.pdf>

- AEFI, *Verticales representativos de las tendencias financieras dentro del ecosistema FinTech e InsurTech*, 2019, [consulta: 26 de febrero de 2019], Disponible en:
<https://asociacionfintech.es/servicios/verticales/>
- BBVA, *BBVA adquiere la startup finlandesa de banca Holvi*, 2016, Comunicado BBVA, [consulta: 28 de febrero de 2019], Disponible en:
<https://www.bbva.com/es/bbva-adquiere-la-startup-finesa-banca-holvi/>
- BBVA, *¿Qué es el “wealthtech”?*, Comunicados 10 de octubre de 2017, [consulta: 13 de abril de 2019], Disponible en:
<https://www.bbva.com/es/que-es-el-wealthtech/>
- BBVA, *Robo-advisors: qué son y por qué hay que tenerlos en cuenta a la hora de invertir*, Educación Financiera, 2018, [consulta: 16 de marzo de 2019], Disponible en:
<https://www.bbva.com/es/robo-advisors-tenerlos-cuenta-hora-invertir/>
- BBVA, *BBVA Invest, lanza un modelo de asesoramiento de inversión multicanal adaptado a cada cliente*, 2018, [consulta: 25 de marzo de 2019], Disponible en:
<https://www.bbva.com/es/bbva-lanza-modelo-asesoramiento-inversion-multicanal-adaptado-cliente/>
- BEIOLEY K., *Robo advisers fail to beat market benchmark*, *Financial Times*, 2018, [consulta: 18 de marzo de 2019], Disponible en:
<https://www.ft.com/content/e6150152-a788-11e8-8ecf-a7ae1beff35b>
- CNMV, *Asesoramiento de inversiones y gestión de carteras. Evaluación de Idoneidad*, [consulta: 17 de marzo de 2019], Disponible en:
<https://www.cnmv.es/Portal/Inversor/Idoneidad.aspx>
- CNMV, *Gestión de Carteras*, [consulta: 17 de marzo de 2019], Disponible en:
<https://www.cnmv.es/portal/Inversor/Gestion-carteras.aspx>
- CNMV, *Preguntas y Respuestas dirigidas a empresas FinTech sobre actividades y servicios que pueden tener relación con la CNMV*, Fecha última de actualización: 12 de marzo de 2019, Págs. 4-25, [consulta: 26 de marzo de 2019], Disponible en:
<http://cnmv.es/docportal/Legislacion/FAQ/QAsFinTech.pdf>
- CNMV, *Comunicado sobre la obligación de las entidades de tomar medidas dirigidas a garantizar la fiabilidad de la información obtenida de los clientes para evaluar la*

conveniencia o idoneidad de sus inversores, 5 de febrero de 2019, [consulta: 26 de febrero de 2019], Disponible en:

<https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t=%7B21225a09-bb11-49c7-aa0d-e4d7a3ec8238%7D>

DELOITTE, *The Expansion of Robo-Advisory in Wealth Management*, Retrieved May, 3, 2018, Págs. 1-5, [consulta: 5 de abril de 2019], Disponible en:

<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/de/Documents/financial-services/Deloitte-Robo-safe.pdf>

ESMA, «*Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID II*» 06/11/2018 | ESMA35-43-1163 ES. Disponible en:

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-1163_guidelines_on_certain_aspects_of_mifid_ii_suitability_requirements_es.pdf

FCA, *Regulatory Sandbox Lessons Learned Report*», *October 2017*, [consulta: 15 de abril de 2019], disponible en: <https://www.fca.org.uk/publication/research-and-data/regulatory-sandbox-lessons-learned-report.pdf>

FCA, *Global Financial Innovation Network (GFIN)*, Consultation document, August 2018, [consulta: 18 de marzo de 2019], disponible en:

<https://www.fca.org.uk/publication/consultation/gfin-consultation-document.pdf>

FINNOVATING, «*Finnovating X-Tech Report - Spain 2019*». [consulta: 26 de febrero de 2019], Disponible en:

https://www.finnovating.com/wp-content/uploads/woocommerce_uploads/2019/03/Finnovating-X-Tech-Report-Spain-2019.pdf

FSB, *FinTech and market structure in financial services: Market developments and potential financial stability implications*. 14 february 2019 . Págs. 1-31. Disponible en:

<http://www.fsb.org/wp-content/uploads/P140219.pdf>

GÓMEZ CUBILLO J.J., *Asesoramiento independiente de verdad con MiFID II*, 2017, [consulta: 30 de marzo de 2019], Disponible en:

<https://www.elindependiente.com/opinion/2017/12/03/asesoramiento-independiente-de-verdad-mifid/>

- INDEXA CAPITAL, *Asesoramiento independiente. Resumen sobre MiFID II en España*. Blog de Indexa Capital, 2017, [consulta: 17 de marzo de 2019], Disponible en:
<https://blog.indexacapital.com/tag/asesoramiento-independiente/>
- INDEXA CAPITAL, *Inversión mínima para abrir una cuenta Indexa*, 2019, [consulta: 17 de marzo de 2019], Disponible en: <https://indexacapital.com/es/faq>
- MONJO, M. S., «FinTech: panorama actual y tendencias regulatorias», *Revista de derecho del mercado de valores*, 19, 2016, págs. 1-30.
- OBSERVATORIO DE LA DIGITALIZACIÓN FINANCIERA FUNCAS-KPMG, *Fintech, innovación al servicio del cliente*, 2017, [consulta: 3 de marzo de 2019], Disponible en:
<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/es/pdf/2017/11/fintech-innovacionservicio-cliente.pdf>
- PALÁ F. y VIDAL C., *Novedades en materia de servicios de inversión tras la reforma de la Ley del Mercado de Valores para su adaptación a MiFID II*, Ramón y Cajal Abogados, 22 de octubre 2018, [consulta: 25 de marzo de 2019], Disponible en:
<https://www.ramoneycajalabogados.com/es/novedades-en-materia-de-servicios-de-inversion-tras-la-reforma-de-la-ley-del-mercado-de-valores-para>
- TAPIA HERMIDA A., «Riesgos y paradojas de los tecnoseguros (insurtech)», *El Blog de Alberto J. Tapia Hermida*, 23 de octubre de 2018, [consulta: 5 de abril de 2019], Disponible en:
<http://ajtapia.com/2018/10/riesgos-y-paradojas-de-los-tecnoseguros-insurtech/>
- TAPIA HERMIDA A., «Servicios básicos de la banca privada: asesoramiento de inversión y gestión de carteras», *El Blog de Alberto J. Tapia Hermida*, 29 de marzo de 2019, [consulta: 5 de abril de 2019], Disponible en:
<http://ajtapia.com/2019/03/servicios-basicos-de-la-banca-privada-asesoramiento-de-inversion-y-gestion-de-carteras/>
- VAN NIEUWENHUIZEN C., *Informe sobre la tecnología financiera (FinTech): influencia de la tecnología en el futuro del sector financiero (2016/2243(INI))*, 28.4.2017, Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios, Parlamento Europeo

VASILEVA A., *Robo Advisors: ¿Qué son y qué ventajas aportan a los inversores?*,
Blog Fondos de Inversión, Rankia, [consulta: 3 de abril de 2019], Disponible en:
<https://www.rankia.com/blog/fondos-inversion/3077544-robo-advisors-que-son-ventajas-aportan-inversores>