

# Directrices

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



## Índice

Directrices.....	3
1.Ámbito de aplicación.....	3
2.Referencias legislativas, abreviaturas y definiciones.....	4
3.Objeto.....	7
4.Obligaciones de cumplimiento y de información .....	8
5.Directrices sobre la aplicación del artículo 16, apartados 3 y 6, y del artículo 24, apartado 2, de la MiFID II.....	9

## Directrices

### 1. **Ámbito de aplicación**

#### ¿Quién?

1. Las presentes directrices se aplican a:

- Empresas
- Autoridades competentes

#### ¿Qué?

2. Las presentes directrices se aplican en relación con la elaboración o distribución de instrumentos financieros y depósitos estructurados. En particular, las presentes directrices se aplican en relación con los siguientes requisitos:

- i. artículo 9, apartado 3, de la Directiva 2014/65/UE<sup>1</sup> (MiFID II)
- ii. artículo 16, apartado 3, y artículo 16, apartado 6, de la MiFID II;
- iii. artículo 24, apartados 1 y 2, de la MiFID II;
- iv. artículos 9 y 10 de la Directiva Delegada de la Comisión (UE) 2017/593<sup>2</sup> (Directiva Delegada de la MiFID II).

#### ¿Cuándo?

3. Las presentes directrices entrarán en vigor transcurridos dos meses desde su fecha de publicación en el sitio web de la ESMA en todas las lenguas oficiales de la UE.

---

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

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

## 2. Referencias legislativas, abreviaturas y definiciones

### 2.1 Referencias legislativas

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 y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE <sup>3</sup>
Reglamento Delegado (UE) 2021/1253 de la Comisión	Reglamento Delegado (UE) 2021/1253 de la Comisión de 21 de abril de 2021 por el que se modifica el Reglamento Delegado (UE) 2017/565 en lo que respecta a la integración de los factores, riesgos y preferencias de sostenibilidad en determinados requisitos organizativos y condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión <sup>4</sup>
Reglamento Delegado de la MiFID II	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 <sup>5</sup>
Reglamento ESMA	Reglamento (UE) n.º 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados), se modifica la Decisión n.º 716/2009/CE y se deroga la Decisión n.º 2009/77/CE de la Comisión <sup>6</sup>

### 2.2 Abreviaturas

ACP	Comité Consultivo de Proporcionalidad
ACS	Acción común de supervisión
CE	Comisión Europea
DC	Documento consultivo

---

<sup>3</sup> DO L 173 de 12.6.2014, p. 349.

<sup>4</sup> DO L 277 de 2.8.2021, p. 1.

<sup>5</sup> DO L 87 de 31.3.2017, p. 1.

<sup>6</sup> DO L 331 de 15.12.2010, p. 84.

EEE	Espacio Económico Europeo
ESMA	Autoridad Europea de Valores y Mercados
GPISVM	Grupo de Partes Interesadas del Sector de Valores y Mercados
SESF	Sistema Europeo de Supervisión Financiera
UE	Unión Europea

## 2.3 Definiciones

Distribuidor	una empresa que ofrece, recomienda o vende un producto y un servicio a un cliente.
Empresas	empresas de servicios de inversión (tal como se definen en el artículo 4, apartado 1, punto 1, de la MiFID II) y entidades de crédito (en el sentido del artículo 4, apartados 1, punto 27, de la MiFID II), cuando prestan servicios de inversión y llevan a cabo actividades (según se definen en el artículo 4, apartado 1, punto 2); empresas de servicios de inversión y entidades de crédito cuando venden o asesoran a clientes en relación con depósitos estructurados; empresas de gestión de OICVM [como se definen en el artículo 2, apartado 1, letra b) de la Directiva OICVM <sup>7</sup> ] y gestores de fondos de inversión alternativa (GFIA) [según se definen en el artículo 5, apartado 1, letra a) de la DGFIA <sup>8</sup> ] cuando prestan servicios de gestión de cartera individualizada o servicios accesorios [en el sentido del artículo 6, apartado 3, letras a) y b) de la Directiva OICVM, y del artículo 6, apartado 4, letras a) y b) de la DGFIA], en cada caso excepto cuando los instrumentos financieros se comercialicen o distribuyan exclusivamente a contrapartes autorizadas (conforme con la exención del artículo 16 <i>bis</i> de la MiFID II).

---

<sup>7</sup> Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) (DO L 302 de 17.11.2009, p. 32).

<sup>8</sup> Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) n.º 1060/2009 y (UE) n.º 1095/2010 (DO L 174 de 1.07.2011, pp. 1-73).

Productor	una empresa que elabora un producto, incluida la creación, el desarrollo, la emisión o el diseño de dicho producto, incluso cuando asesora a sociedades emisoras sobre el lanzamiento de un nuevo producto;
Productos	instrumentos financieros (en el sentido del artículo 4, apartado 1, punto 15, de la MiFID II), excluidos los bonos sin más derivados implícitos que una cláusula de reintegración, de conformidad con la exención del artículo 16 <i>bis</i> de la MiFID II, y los depósitos estructurados (en el sentido del artículo 4, apartado 1, punto 43, de la MiFID II)

### **3. Objeto**

4. Las presentes directrices están basadas en el artículo 16, apartado 1, del Reglamento de la ESMA. Su finalidad es establecer prácticas coherentes, eficaces y eficientes dentro del SESF y garantizar una aplicación común, uniforme y coherente de los requisitos de la MiFID II sobre la gobernanza de los productos. La ESMA prevé que, mediante el cumplimiento de estas directrices, la protección de los inversores se verá fortalecida.

## **4. Obligaciones de cumplimiento y de información**

### **4.1 Categoría de las directrices**

5. Con arreglo al artículo 16, apartado 3, del Reglamento de la ESMA, las autoridades competentes y los participantes en los mercados financieros harán todo lo posible para cumplir estas directrices.
6. Las autoridades competentes sujetas a la aplicación de las presentes directrices les darán cumplimiento mediante su incorporación a sus marcos jurídicos o de supervisión nacionales según corresponda, incluso en aquellos casos en los que determinadas directrices estén dirigidas fundamentalmente a los participantes en los mercados financieros. En tales casos, las autoridades competentes deberán garantizar mediante su supervisión que los participantes en los mercados financieros cumplan con las directrices.

### **4.2 Requisitos de información**

7. En el plazo de dos meses a partir de la fecha de publicación de las directrices en todas las lenguas oficiales de la UE en el sitio web de la ESMA, las autoridades competentes sujetas a la aplicación de las presentes directrices deberán notificar a la ESMA si i) cumplen, ii) no cumplen, pero tienen intención de cumplir, o iii) no cumplen y no tienen intención de cumplir las directrices.
8. En caso de incumplimiento, las autoridades competentes también deberán notificar a la ESMA, en un plazo de dos meses a partir de la fecha de publicación de las directrices en el sitio web de la ESMA en todas las lenguas oficiales de la UE, las razones por las que no cumplen las directrices.
9. En el sitio web de la ESMA se encuentra disponible un modelo para estas notificaciones. Una vez cumplimentado el modelo, se transmitirá a la ESMA.
10. Los participantes de los mercados financieros no están obligados a notificar si adoptan las presentes directrices.



## 5. Directrices sobre la aplicación del artículo 16, apartados 3 y 6, y del artículo 24, apartado 2, de la MiFID II

### 5.1 Disposiciones generales

11. De conformidad con el artículo 9, apartado 1, punto 2, y el artículo 10, apartado 1, punto 1, de la Directiva Delegada de la MiFID II, las presentes directrices deberán aplicarse de un modo adecuado y proporcionado, teniendo en cuenta la naturaleza del instrumento financiero, el servicio de inversión y el mercado objetivo del producto.
12. Cuando una empresa actúe como productor y distribuidor de productos de inversión, las directrices que figuran a continuación se aplicarán según corresponda, y siempre que la empresa cumpla todas las obligaciones aplicables a productores y distribuidores.
13. En general, las empresas que actúan como productores o distribuidores deben justificar y documentar las decisiones tomadas en el contexto de sus mecanismos de gobernanza de productos, también en lo que respecta a la identificación del mercado objetivo y las estrategias de distribución correspondientes.

### 5.2 Directrices para productores

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

14. La identificación del mercado objetivo potencial por parte de los productores no se realizará únicamente sobre la base de criterios cuantitativos, sino también sobre la base de consideraciones cualitativas suficientes. Al identificar el mercado objetivo de un producto, los productores también deben tener en cuenta los resultados de los análisis de escenarios y la estructura de cargos<sup>9</sup> realizados para el producto de que se trate<sup>10</sup>. En particular, los servicios para el mercado general pueden requerir la automatización de procesos y esta automatización generalmente se basa en fórmulas o metodologías algorítmicas que procesan criterios cuantitativos para productos y clientes. Por lo general, dichos datos numéricos se generan a través de sistemas de puntuación (por ejemplo, mediante el uso de características de productos como la volatilidad de los instrumentos financieros, la calificación de los emisores, etc., o mediante la «conversión» de datos fácticos en sistemas numéricos). Con respecto a la identificación del mercado objetivo, las

---

<sup>9</sup> Los términos análisis de «escenarios» y la «estructura de cargos» se refieren a los análisis exigidos por el artículo 9, apartados 10 y 12, respectivamente, de la Directiva Delegada MiFID II.

<sup>10</sup> Por ejemplo, los análisis de escenarios realizados por la empresa pueden revelar que el valor de un producto es especialmente sensible a las condiciones negativas del mercado, lo que da lugar a la identificación de un mercado objetivo más restringido en términos de tolerancia al riesgo de los clientes. Como otro ejemplo, el análisis de la estructura de cargos realizado por la empresa puede revelar que la estructura de facturación del producto no es compatible con el mercado objetivo identificado, lo que lleva a la empresa a modificar la estructura de cargos del producto o a reevaluar el mercado objetivo. La ESMA proporcionó orientaciones sobre la aplicación del requisito de análisis de la estructura de cargos en el punto 16.2-4 de su documento de preguntas y respuestas sobre la protección de los inversores y los intermediarios de la MiFID II y el MiFIR ([https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-349\\_mifid\\_ii\\_qas\\_on\\_investor\\_protection\\_topics.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-349_mifid_ii_qas_on_investor_protection_topics.pdf)).

empresas no se basarán únicamente en dichos criterios cuantitativos, sino que los ponderarán de modo suficiente con consideraciones cualitativas.

15. Los productores deben utilizar la lista de categorías establecida en estas directrices como base con el fin de identificar el mercado objetivo de sus productos. La lista de las categorías es acumulativa: al evaluar el mercado objetivo, cada productor usará cada una de esas categorías. Al hacerlo, los productores analizarán la relevancia de cada categoría para un determinado producto y luego alinearán la exhaustividad de la identificación en proporción al tipo, la naturaleza y otras características del producto (como se describe en los apartados 19 a 31 de las directrices).
16. Los productores deben detallar/describir cada una de estas categorías, sin fusionarlas, teniendo en cuenta al mismo tiempo su relación y garantizando la coherencia entre las diferentes categorías, ya que todas ellas contribuyen a la definición del mercado objetivo para un producto determinado.
17. Los productores no excluirán ninguna de las cinco categorías mencionadas a continuación. Si, desde el punto de vista del productor, estas cinco categorías son demasiado restrictivas para identificar un mercado objetivo significativo, se podrán agregar categorías adicionales. Al tomar la decisión de si usar tales categorías adicionales o no, los productores pueden tener en cuenta las características de los canales de información con los distribuidores. Por ejemplo, para facilitar el intercambio de información con los distribuidores y fomentar una arquitectura abierta, los productores pueden limitar el uso de categorías adicionales a los casos en que estas sean esenciales con el fin de definir un mercado objetivo significativo para el producto.
18. Los productores deberán identificar un posible mercado objetivo<sup>11</sup>. Como normalmente no tienen contacto directo con los clientes, de conformidad con el artículo 9, apartado 9, punto 2, de la Directiva Delegada de la MiFID II esto significa que su identificación del mercado objetivo puede basarse, entre otras cosas, en su conocimiento teórico y en su experiencia con el producto.
19. Los productores deben utilizar la siguiente lista de cinco categorías:
  - a) El tipo de clientes a los que se dirige el producto: La empresa especificará a qué tipo de cliente se dirige el producto. Esta especificación se hará de acuerdo con la categorización del cliente de MiFID II de «cliente minorista», «cliente profesional» y/o «contraparte elegible». Para evitar un posible uso indebido de la exención prevista en el artículo 16 *bis* de la <sup>12</sup>MiFID II, la decisión de comercializar o distribuir un producto exclusivamente a contrapartes elegibles debe tomarse claramente *ex ante* (ya sea al realizar la evaluación inicial del mercado objetivo o al realizar revisiones periódicas), sobre la base de los procesos internos de la empresa.

---

<sup>11</sup> Véase el artículo 9, apartado 9, de la Directiva Delegada de la MiFID.

<sup>12</sup> De conformidad con el artículo 16 *bis* de la MiFID II, una empresa está, entre otras cosas, exenta de los requisitos de gobernanza de productos cuando los instrumentos financieros se comercializan o distribuyen exclusivamente a contrapartes elegibles.

- b) Experiencia y conocimientos: La empresa especificará el conocimiento que los clientes destinatarios tendrán sobre elementos tales como: el tipo de producto relevante, las características del producto y/o el conocimiento en áreas temáticamente relacionadas que ayuden a comprender el producto. Por ejemplo, para productos estructurados con perfiles de rentabilidad complejos, las empresas podrán especificar que los inversores destinatarios deberán tener conocimiento de cómo funciona este tipo de producto y los resultados probables del producto. Con respecto a la experiencia, la empresa podrá describir la experiencia práctica que los clientes objetivo deberán tener con elementos tales como: tipo de producto relevante, características relevantes del producto y/o experiencia en áreas temáticamente relacionadas. La empresa podrá especificar, por ejemplo, un período de tiempo durante el cual los clientes deberán haber estado activos en los mercados financieros. El conocimiento y la experiencia pueden ser dependientes entre sí en algunos casos (es decir, un inversor con experiencia limitada o sin experiencia podría ser un cliente destinatario válido si compensa la falta de experiencia con un amplio conocimiento).
- c) Situación financiera con especial atención a la capacidad de soportar pérdidas: La empresa especificará el porcentaje de pérdidas que los clientes destinatarios deberán poder y estarán dispuestos a soportar (por ejemplo, de pérdidas menores a pérdidas totales) y si existen obligaciones de pago adicionales que puedan superar la cantidad invertida (por ejemplo, ajustes de márgenes de garantía). Esto también podrá formularse como una proporción máxima de activos que deberán invertirse.
- d) Tolerancia al riesgo y compatibilidad del perfil de riesgo/retribución del producto con el mercado objetivo: La empresa especificará la actitud general que los clientes destinatarios deberán tener en relación con los riesgos de la inversión. Las actitudes de riesgo básicas se clasificarán (por ejemplo, «orientado al riesgo o especulativo», «equilibrado», «conservador») y describirán claramente. Dado que las diferentes empresas de la cadena pueden tener diferentes enfoques para definir el riesgo, la empresa será explícita sobre los criterios que deben cumplirse para categorizar a un cliente de esta manera. Las empresas utilizarán el indicador de riesgo previsto por el Reglamento PRIIP<sup>13</sup> o la Directiva OICVM, cuando corresponda, para cumplir este requisito. Cuando proceda, las empresas también tendrán en cuenta los riesgos incluidos en la descripción que figura a continuación del indicador resumido de riesgo del PRIIP, como el riesgo de divisa o de liquidez.
- e) Objetivos y necesidades de los clientes: La empresa debe especificar los objetivos de inversión y las necesidades de los clientes destinatarios con los

---

<sup>13</sup> Reglamento (UE) n.º 1286/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de noviembre de 2014, sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista vinculados y los productos de inversión basados en seguros (PRIIP) (DO L 352 de 9.12.2014, pp. 1-23).

que un producto es compatible, incluidos los objetivos financieros más amplios de los clientes destinatarios o la estrategia general que persiguen al invertir. Esos objetivos pueden «afinarse» al especificar aspectos particulares de la inversión y las expectativas de los clientes seleccionados. Los distintos objetivos y necesidades de los clientes que un producto debe cumplir y satisfacer pueden variar de específicos a más genéricos. Por ejemplo, un producto puede diseñarse para satisfacer las necesidades de un grupo demográfico específico, para lograr la eficiencia tributaria según el país de residencia fiscal del cliente o también puede diseñarse con características especiales para alcanzar objetivos de inversión específicos, como la «protección monetaria», «pagos regulares», etc., según corresponda. Además, debe hacerse referencia al horizonte de inversión previsto / período de tenencia recomendado (por ejemplo, número de años en que debe mantenerse la inversión), teniendo debidamente en cuenta las posibles repercusiones para los clientes de una salida anticipada (por ejemplo, en términos de costes).

20. Dentro de la amplia categoría de objetivos y necesidades de los clientes, la empresa también deberá especificar cualquier objetivo relacionado con la sostenibilidad con el que el producto sea compatible. Para garantizar un nivel suficiente de detalle del mercado objetivo, al identificar los objetivos relacionados con la sostenibilidad, las empresas podrán especificar, cuando proceda, los siguientes aspectos (en consonancia con la definición de «preferencias de sostenibilidad» con arreglo al artículo 2, apartado 7, del Reglamento Delegado de la MiFID II<sup>14</sup> y tal como se detalla en las directrices de la ESMA sobre determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID II):

- a) la proporción mínima del producto que se invierte en inversiones medioambientalmente sostenibles, tal como se define en el artículo 2, punto 1, del Reglamento (UE) 2020/852<sup>15</sup>;
- b) la proporción mínima del producto que se invierte en inversiones sostenibles, tal como se define en el artículo 2, punto 17, del Reglamento (UE) 2019/2088<sup>16;17</sup>;
- c) qué principales incidencias adversas (PIA) sobre los factores de sostenibilidad tiene en cuenta el producto, incluidos los criterios cuantitativos o cualitativos que demuestren dicha consideración. Las empresas podrían utilizar las categorías presentadas en las NTR del

---

<sup>14</sup> 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 (DO L 87 de 31.3.2017, p. 1).

<sup>15</sup> Reglamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de junio de 2020, relativo al establecimiento de un marco para facilitar las inversiones sostenibles y por el que se modifica el Reglamento (UE) 2019/2088 (DO L 198 de 22.6.2020, p. 13).

<sup>16</sup> Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros (DO L 317 de 9.12.2019, p. 1).

<sup>17</sup> La proporción mínima del producto mencionada en los dos puntos anteriores es la publicada en la documentación contractual vinculante del producto, como la que se menciona en el artículo 6 del Reglamento (UE) 2019/2088 o cualquier otro documento jurídico pertinente.

SFDR<sup>18</sup> (en lugar de un enfoque basado en cada indicador de PIA), como «emisiones», «rendimiento energético», «residuos de agua», etc.

- d) si, cuando proceda, el producto se centra en criterios medioambientales, sociales o de gobernanza o en una combinación de ellos<sup>19</sup>;
21. Dependiendo de las características del producto específico elaborado, la descripción de una o más de las categorías anteriores puede dar como resultado la identificación de un amplio grupo de clientes destinatarios que también podría abarcar un grupo más restringido. Por ejemplo, si un producto se considera compatible con clientes destinatarios que poseen conocimiento y experiencia general relevantes, obviamente será compatible con un nivel sofisticado de conocimiento y experiencia.
22. A fin de evitar el riesgo de interpretaciones erróneas y malentendidos, los productores definirán claramente los conceptos y la terminología utilizados al definir el mercado objetivo en las cinco categorías enumeradas en el punto 19 anterior.

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

23. La identificación del mercado objetivo potencial se realizará para todos los productos de modo adecuado y proporcionado, teniendo en cuenta la naturaleza del producto. Esto significa que al identificar el mercado objetivo se tendrán en cuenta las características del producto, incluida su complejidad (como los costes y la estructura de cargos), el perfil de riesgos y rentabilidad o la liquidez, o su carácter innovador.
24. En este contexto, los productores deben definir y graduar adecuadamente el nivel de complejidad que debe atribuirse a los productos elaborados para determinar el nivel de detalle necesario con el que debe identificarse el mercado objetivo. Aunque la complejidad es un término relativo, que depende de varios factores, las empresas también deben tener en cuenta los criterios y principios identificados en el artículo 25, apartado 4, de la MiFID II.
25. Para productos más complejos, como productos estructurados con perfiles de rentabilidad complejos, el mercado objetivo se identificará con más detalle. Para productos más sencillos y comunes, es probable que el mercado objetivo se identifique con menos detalle<sup>20</sup>. Dependiendo del producto, la descripción de una o más de las categorías mencionadas anteriormente puede ser más genérica. Cuanto más sencillo sea un producto, menos detallada puede ser una categoría.

---

<sup>18</sup> Reglamento Delegado (UE) 2022/1288 de la Comisión, de 6 de abril de 2022, por el que se completa el Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo respecto a las normas técnicas de regulación que especifican los pormenores en materia de contenido y presentación que ha de cumplir la información relativa al principio de «no causar un perjuicio significativo», y especifican el contenido, los métodos y la presentación para la información relativa a los indicadores de sostenibilidad y las incidencias adversas en materia de sostenibilidad, así como el contenido y la presentación de información relativa a la promoción de características medioambientales o sociales y de objetivos de inversión sostenible en los documentos precontractuales, en los sitios web y en los informes periódicos (DO L 196 de 25.7.2022, pp. 1-72).

<sup>19</sup> Como se indica en el apartado 27, segundo guion, de las Directrices de la ESMA sobre determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID II (ref. ESMA35-43-3172).

<sup>20</sup> Véase el considerando 19 de la Directiva Delegada de la MiFID II.

26. En el caso de determinados productos especialmente complejos y de riesgo, como los contratos por diferencias (CFD) y otros productos con características similares, los productores deberán realizar una evaluación muy cuidadosa del mercado objetivo, lo que dará lugar a un mercado objetivo significativamente reducido o a la ausencia total de un mercado objetivo compatible. Si un productor considera que un CFD o un producto con características similares no tiene un mercado objetivo compatible, no debe poner el producto a disposición para su distribución. Si un productor considera que existe un mercado objetivo con cuyas necesidades, características y objetivos es compatible un CFD, o un producto con características similares, dicho mercado objetivo deberá, en cualquier caso, limitarse a los clientes de alto riesgo que entiendan los riesgos implicados y que puedan y estén dispuestos a perder dinero, de media, con su inversión y que estén buscando inversiones especulativas con solo una pequeña probabilidad de obtener rendimientos positivos.
27. Los productores también pueden decidir definir el mercado objetivo adoptando un enfoque común para algunos productos si tienen características de producto suficientemente comparables («enfoque de agrupación»). A la hora de adoptar un enfoque de agrupación, los productores deben utilizar un nivel de detalle suficiente para garantizar que solo se agrupen productos con características de riesgo suficientemente comparables (es decir, los grupos deben ser homogéneos en sí mismos y heterogéneos con respecto a otros grupos). Para garantizar que se identifiquen agrupaciones homogéneas, las empresas deben prestar especial atención al nivel de complejidad de los productos, lo que significa que cuanto más complejos sean los productos subyacentes de una agrupación, más detallada debería ser la agrupación. En términos generales, para determinados productos más complejos, se espera que un enfoque de agrupación no será adecuado y que las empresas definan el mercado objetivo a nivel del producto individual.
28. Los productores deben considerar múltiples factores clave para la agrupación de productos, como: los factores de riesgo (mercado, crédito y liquidez), estructura de cargos (nivel y tipo de costes); elementos de opcionalidad (en el caso de derivados, o productos con derivados incorporados); el apalancamiento financiero; la elegibilidad para la recapitalización interna; las cláusulas de subordinación; la observabilidad de los subyacentes (p. ej., el uso de índices desconocidos u opacos); las garantías de las cláusulas de reembolso del principal o de protección del capital; la liquidez del producto (es decir, la negociabilidad en los centros de negociación, el diferencial entre precios de compra y venta, las restricciones a la venta, los cargos de salida); y la denominación monetaria del producto).
29. Al utilizar un enfoque de agrupación, el productor siempre debe comprobar y documentar, para cada producto específico, si pertenece a una determinada agrupación y, por tanto, si el mercado objetivo identificado para esta agrupación puede asignarse a este producto. A tal fin, deben especificarse criterios claros en cada grupo. En cualquier caso, al utilizar un enfoque de agrupación, los productores deben tener en cuenta los resultados de la estructura de cargos y los análisis de escenarios de cada producto.



30. En todos los casos, también cuando se utilice el enfoque de agrupación, el mercado objetivo debe identificarse a un nivel de detalle suficiente para evitar la inclusión de cualquier grupo de inversores para cuyas necesidades, características y objetivos el producto no sea compatible.
31. Para productos a medida o específicos, el mercado objetivo del producto generalmente será el cliente que solicitó el producto a menos que la distribución del producto también haya previsto a otros clientes.

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

32. De conformidad con el artículo 16, apartado 3, de la MiFID II, el productor garantizará que su estrategia de distribución prevista sea conforme con el mercado objetivo identificado y, de conformidad con el artículo 24, apartado 2, de la MiFID II, el productor debe adoptar medidas razonables para garantizar que producto se distribuya en el mercado objetivo definido. El productor debe definir su estrategia de distribución para que favorezca la venta de cada producto al mercado objetivo de este producto. Esto incluye que, cuando el productor pueda elegir a los distribuidores de sus productos, se esforzará en la medida de lo posible para seleccionar distribuidores cuyo tipo de clientes y servicios ofrecidos sean compatibles con el mercado objetivo del producto.
33. Al definir la estrategia de distribución, un productor debe determinar el grado de información de los clientes necesaria para que el distribuidor evalúe adecuadamente el mercado objetivo de su producto. Por lo tanto, el productor debe proponer el tipo de servicio de inversión a través del cual los clientes destinatarios deberán o podrán adquirir el instrumento financiero. Si el producto se considera apropiado para una venta sin asesoramiento, la empresa también podría especificar el canal de adquisición preferido.

## **5.3 Directrices para distribuidores**

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

34. La identificación del mercado objetivo del distribuidor (es decir, la identificación del mercado objetivo «real» para ese producto) debe realizarse como parte del proceso general de toma de decisiones sobre la gama de servicios y productos que el distribuidor distribuirá. Por lo tanto, la identificación real del mercado objetivo debe producirse en una fase temprana y *ex ante* (es decir, antes de entrar en el negocio diario o antes de decidir si el producto debe incluirse en la oferta de la empresa), sobre la base de las políticas comerciales y las estrategias de distribución de la empresa definidas por el órgano de dirección. En particular, la identificación del mercado objetivo de los productos destinados a la distribución debe garantizar que las decisiones adoptadas para definir el surtido de productos del distribuidor se basen en la consideración de las características, los objetivos y las necesidades de la base de clientes del distribuidor.

35. En particular, los distribuidores deben asumir la responsabilidad de garantizar, desde el principio, la coherencia general de los productos y los servicios de inversión o auxiliares que se van a ofrecer, y de elegir qué productos se ofrecerán en el marco de los diferentes servicios, a fin de garantizar la compatibilidad con las necesidades, características y objetivos de los clientes destinatarios. Los aspectos relacionados con esta coherencia general de los productos, los servicios y las estrategias de distribución con los clientes destinatarios deben abordarse y formalizarse en la política de la empresa en cuanto a los servicios, actividades, productos y operaciones ofrecidos o prestados.<sup>21</sup>
36. El proceso de toma de decisiones sobre el universo de servicios y productos en combinación con el proceso de identificación del mercado objetivo influirá directamente en la forma en que se realice el negocio diario, ya que las decisiones del órgano de dirección se aplican a lo largo de la jerarquía y la cadena de decisiones de la empresa. Esos procesos en su conjunto tendrán un impacto directo sobre la compatibilidad de los productos y servicios ofrecidos e influirán en todos los demás procesos relevantes relacionados con los servicios prestados, especialmente la definición de los objetivos del presupuesto y las políticas de remuneración del personal.
37. Las empresas se centrarán especialmente en los servicios de inversión a través de los cuales se ofrecerán los productos a sus respectivos mercados destinatarios. En este contexto, la ESMA espera que se tenga debidamente en cuenta la naturaleza de los productos, prestando especial atención a aquellos caracterizados por su complejidad/riesgo u otras características relevantes (como, por ejemplo, falta de liquidez e innovación).<sup>22</sup> Por ejemplo, si un distribuidor tiene información detallada sobre algunos clientes (por ejemplo, a través de una relación existente con ellos para asesorarles en temas de inversión), podría decidir que, teniendo en cuenta el perfil de riesgos y rentabilidad particular de un producto, se serviría mejor al interés de este grupo de clientes si para ellos se excluyeran los servicios de ejecución. Del mismo modo, el distribuidor podría decidir que algunos productos no complejos que podrían ofrecerse conforme al régimen de mera ejecución solo se ofrecerán de conformidad con los requisitos de conveniencia o idoneidad, a fin de otorgar un mayor grado de protección a los clientes.
38. En concreto, los distribuidores deben decidir qué productos se recomendarán (también a través de la prestación del servicio de gestión de carteras) o se ofrecerán o comercializarán de manera activa a ciertos grupos de clientes (caracterizados por características comunes en términos de conocimiento, experiencia, situación financiera, etc.). Los distribuidores también decidirán qué productos se pondrán a disposición de los

---

<sup>21</sup>En consonancia con el artículo 9, apartado 3, letra b), de la MiFID II.

<sup>22</sup> Esto es conforme con el considerando 18 de la Directiva Delegada de la MiFID II, que aclara: «A la luz de los requisitos dispuestos en la Directiva 2014/65/UE y en aras de la protección de los inversores, las normas en materia de gobernanza de productos deben aplicarse a todos los productos vendidos en mercados primarios y secundarios, con independencia del tipo de producto o servicio prestado y de los requisitos aplicables en el lugar de la venta. Sin embargo, tales normas pueden aplicarse de manera proporcionada, dependiendo de la complejidad del producto y del grado en que pueda obtenerse información públicamente disponible, teniendo en cuenta la naturaleza del instrumento, el servicio de inversión y el mercado objetivo. Por proporcionalidad debe entenderse que estas normas pueden ser relativamente simples para determinados productos sencillos distribuidos en régimen de mera ejecución, cuando tales productos sean compatibles con las necesidades y las características del mercado minorista general».



clientes (existentes o potenciales) por propia iniciativa a través de servicios de ejecución sin comercialización activa, ya que en tales situaciones el nivel de información del cliente disponible puede ser muy limitado.

39. En las mismas fases generales de toma de decisiones, los distribuidores deben considerar qué estrategias de distribución deben utilizarse para los diferentes grupos de clientes, incluida la forma en que se comercializarán los productos. En particular, cuando las empresas tengan intención de utilizar prácticas de incentivación y compromiso digital, como técnicas de ludificación<sup>23</sup> para la distribución de determinados productos, los distribuidores deben evaluar cuidadosamente si el uso de tales técnicas redundaría en el interés superior del grupo de clientes para el que se utilizarían tales estrategias. Por consiguiente, los distribuidores deben determinar a qué grupos de clientes se ofrecerán dichos servicios, sobre la base de las características de los clientes o posibles clientes. Sin embargo, ciertas técnicas de ludificación [como las utilizadas en aplicaciones de negociación diseñadas para inducir al cliente (potencial) a adoptar un comportamiento perjudicial, por ejemplo, maximizar el número de operaciones] nunca redundarán en interés del cliente. Además, las prácticas de incentivación y compromiso digital pueden contribuir a la distribución de productos fuera de su mercado objetivo. A la hora de determinar el mercado objetivo de sus servicios, los distribuidores también deben prestar especial atención a las situaciones en las que se prestará un paquete de servicios a los clientes, como los servicios de ejecución y el servicio auxiliar de concesión de préstamos que permitan al cliente llevar a cabo la operación.
40. En cualquier caso, cuando sobre la base de toda la información y los datos que pueden estar a disposición de los distribuidores y que han sido recopilados a través de servicios de inversión o servicios auxiliares o por otras fuentes, incluida la información obtenida de los productores, el distribuidor evalúe que un determinado producto nunca será compatible con las necesidades y características de sus clientes existentes o potenciales, no deberá incluir el producto en su gama de productos (es decir, los productos que se ofrecerán, a quién y a través de la prestación de qué servicios de inversión).

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

41. La obligación del distribuidor de identificar el mercado objetivo real y de garantizar que un producto se distribuya de acuerdo con dicho mercado no se sustituye por una evaluación de idoneidad o conveniencia y debe realizarse además de dicha evaluación y antes de ella. En particular, la identificación, para un producto dado, de su mercado objetivo y de la estrategia de distribución relacionada garantizará que el producto termine en manos del

---

<sup>23</sup> Las técnicas de ludificación incorporan juegos o elementos competitivos similares a los juegos a contextos no lúdicos como los servicios financieros. Ejemplos de elementos similares a los juegos son la obtención de puntos o de tarjetas; el mantenimiento de cuadros de puntuación o de liderazgo; la presentación de gráficos de rendimiento; el uso de historias o avatares significativos para involucrar a los usuarios; o la introducción de compañeros de equipo para inducir conflictos, cooperación o competencia. La ludificación es un tipo de práctica de participación digital que puede utilizarse; a su vez, las prácticas de participación digital se refieren a la forma en que los usuarios interactúan activamente con una aplicación o plataforma de software.

tipo de clientes para cuyas necesidades, características y objetivos se ha diseñado, en vez de en otro grupo de clientes con el que el producto puede no ser compatible.

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

42. Los distribuidores deben utilizar la misma lista de categorías utilizadas por los productores (véanse los apartados 19 y 20) como base para definir el mercado objetivo de sus productos, evitando también la fusión de dos o más categorías (véase el apartado 16). Sin embargo, los distribuidores definirán el mercado objetivo en un nivel más concreto y tendrán en cuenta el tipo de clientes a los que prestan servicios de inversión, la naturaleza de los productos y el tipo de servicios de inversión que prestan, así como el nivel de detalle de información recopilada de los clientes. En este contexto, los distribuidores deben garantizar que los conceptos utilizados para la definición de los mercados destinatarios reales de los productos se ajustan a los conceptos utilizados en el contexto de los acuerdos de idoneidad y conveniencia. Por ejemplo, en relación con la categoría de conocimientos y experiencia del mercado objetivo del productor, que puede referirse en términos generales a inversores «básicos», «medios» o «avanzados», el distribuidor deberá adoptar una clasificación más detallada, coherente con sus disposiciones de idoneidad o conveniencia, cuando proceda dadas las características de los productos; otro ejemplo sería un distribuidor que, en relación con la tolerancia al riesgo de los clientes de la categoría, especifica la disposición de los clientes a asumir el riesgo de una disminución del valor del producto en un determinado porcentaje. Es importante señalar que, a la hora de definir el mercado objetivo real de los productos, los distribuidores deben utilizar términos y definiciones coherentes y garantizar la coherencia entre los mercados destinatarios reales definidos para los productos con características homogéneas.
43. Dado que el productor debe especificar el mercado objetivo potencial en función de su conocimiento teórico y experiencia con un producto similar, determinará el mercado objetivo del producto sin conocimiento específico de clientes concretos. Por lo tanto, la evaluación del productor se realizará con una visión más general de cómo las características/naturaleza de un producto serían compatibles para ciertos tipos de inversores, en función de su conocimiento de los mercados financieros y su experiencia pasada con productos similares. De esta manera, se introduce un conjunto de límites en un nivel más abstracto.
44. El distribuidor, por otro lado, debe especificar el mercado objetivo real, teniendo en cuenta los límites de dicho mercado establecidos por el productor. Los distribuidores basarán su mercado objetivo en la información y el conocimiento que tengan de su propia cartera de clientes y en la información recibida del productor (si han recibido alguna) o la información que hayan obtenido ellos mismos mediante investigación documental (especialmente en casos donde el distribuidor sea una empresa nueva que todavía no cuenta con suficiente información real sobre sus propios clientes). Los distribuidores utilizarán la evaluación del mercado objetivo más general hecha por el productor junto con la información existente sobre sus clientes o clientes potenciales para identificar su propio mercado objetivo de un

producto, es decir, el grupo de clientes a quienes van a ofrecer efectivamente el producto a través de la prestación de sus servicios.

45. Con este fin, los distribuidores realizarán un análisis exhaustivo de las características de su cartera de clientes, es decir, los clientes existentes, así como los posibles clientes (por ejemplo, un distribuidor puede tener clientes con depósitos bancarios a los que pretende ofrecer servicios de inversión). Los distribuidores usarán cualquier información y datos que se consideren razonablemente útiles y disponibles para este propósito, que pueden estar a disposición de los distribuidores y que se recopilan a través de servicios de inversión o servicios auxiliares. Además, podrían utilizar cualquier información y datos que se consideren razonablemente útiles y disponibles que pueden estar a disposición de los distribuidores y que se recopilan a través de servicios de inversión o servicios auxiliares.
46. Al detallar el mercado objetivo del productor, el distribuidor no se desviará de las decisiones fundamentales que allí se toman. Sin embargo, los distribuidores no pueden simplemente confiar en el mercado objetivo del productor sin considerar cómo dicho mercado se ajustaría a su cartera de clientes. Para tal fin, los distribuidores aplicarán y mantendrán un proceso específico, que ha de ejecutarse en todos los casos. Este proceso está sujeto a la proporcionalidad, es decir, el escrutinio y, de ser necesario, la definición detallada del mercado objetivo del productor por parte del distribuidor serán más intensivos para productos más complejos y podrán ser menos intensivos en el caso de productos más sencillos y comunes. Para garantizar un control adecuado de estos productos más complejos, los distribuidores también deben determinar si, junto a la descripción del mercado objetivo del productor, necesitan acceder a evaluaciones subyacentes como los resultados de los análisis de escenarios del productor y de la estructura de cargos. Si, como resultado del proceso, el distribuidor llega a la conclusión de que el mercado objetivo del productor no necesita ser detallado, el distribuidor podrá utilizar el mercado objetivo del productor tal cual es.
47. Los distribuidores también pueden decidir definir el mercado objetivo mediante la adopción de un enfoque de agrupación para algunos productos, en consonancia con los principios de garantizar un nivel suficiente de granularidad, como se indica en los apartados 27 a 30. Por ejemplo, al garantizar que solo se agrupen los OICVM con características suficientemente comparables a efectos de identificación del mercado objetivo, los factores diferenciadores serían los tipos de clases de activos en que invierte el OICVM, su estrategia de inversión, los riesgos, la estructura de cargos (por ejemplo, nivel y tipos de costes), cualquier apalancamiento utilizado, etc. Estos factores deben utilizarse de manera acumulativa.
48. Por lo general, la evaluación del mercado objetivo del distribuidor se realizará después de que el productor le haya comunicado su mercado objetivo. Sin embargo, es posible que el productor y el distribuidor definan tanto el mercado objetivo del productor como el mercado objetivo del distribuidor, incluido cualquier proceso de revisión y detalle, al mismo tiempo. Este podría ser el caso, por ejemplo, cuando el productor y el distribuidor desarrollan de manera conjunta un estándar común para el mercado objetivo que se aplicará a los productos que generalmente intercambian. Tanto el productor como el distribuidor siguen

siendo responsables de cumplir sus obligaciones de identificar un mercado objetivo, como se describe en la MiFID II y en su Directiva Delegada, y como además se especifica en las presentes directrices para identificar un mercado objetivo. Los productores deberán tomar medidas razonables para garantizar que los productos se distribuyan en el mercado objetivo identificado y los distribuidores deberán garantizar que los productos se ofrecen o recomiendan solo cuando esto redunde en beneficio de los clientes.

49. Al definir su gama de productos, los distribuidores prestarán especial atención a situaciones en las que no puedan realizar una evaluación exhaustiva del mercado objetivo en virtud del tipo de servicios que prestan (en particular, los servicios de ejecución según la prueba de conveniencia o el régimen de mera ejecución). Esto es especialmente importante para productos que se distinguen por características de complejidad/riesgo (u otras características relevantes tales como la iliquidez o la innovación), así como para situaciones en las que pueda haber conflictos de intereses significativos (como en relación con productos emitidos por la propia empresa o por otras entidades del grupo). En tales circunstancias, es muy importante que los distribuidores tomen en debida consideración toda la información relevante facilitada por el productor, tanto en términos de mercado objetivo como de estrategia de distribución.

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

50. La identificación de la evaluación del mercado objetivo por parte del distribuidor también se hará de modo adecuado y proporcionado, teniendo en cuenta la naturaleza del producto, de acuerdo con lo descrito en los apartados 23 a 31.
51. Cuando el productor haya identificado un mercado objetivo de productos más sencillos y más comunes, la identificación del mercado objetivo del distribuidor no necesariamente tendrá como resultado un ajuste del mercado objetivo del productor.

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

52. Como se ha señalado anteriormente, los distribuidores deben identificar y evaluar las circunstancias y necesidades del grupo de clientes a quienes van a ofrecer o recomendar efectivamente un producto, a fin de garantizar la compatibilidad entre ese producto y los respectivos clientes destinatarios. Esta obligación se aplicará de manera proporcional, dependiendo no solo de la naturaleza del producto (véase el apartado 50), sino también del tipo de servicios de inversión que prestan las empresas.
53. A este respecto, cabe señalar que, por una parte, la evaluación *ex ante* del mercado objetivo real viene determinada por los servicios prestados, ya que puede realizarse de forma más o menos exhaustiva según el nivel de información disponible del cliente, que a su vez depende del tipo de servicios prestados y de la aplicación de las normas vinculadas a su prestación (en particular, el asesoramiento sobre inversiones y la gestión de la cartera permiten la adquisición de un conjunto más amplio de información sobre los clientes en comparación con los demás servicios). Por otro lado, la evaluación del mercado objetivo

influye en la decisión sobre el tipo de servicios que se prestarán en relación con la naturaleza del producto y las circunstancias y necesidades de los clientes destinatarios identificados, considerando que el nivel de protección del inversor varía según los servicios de inversión, dependiendo de las reglas que se aplican en el punto de venta. En particular, los servicios de asesoramiento sobre inversiones y de gestión de carteras permiten proteger mejor a los inversores, en comparación con otros servicios prestados según el régimen de conveniencia o de mera ejecución.

54. Por lo tanto, se espera que cuando los distribuidores definan su gama de productos, presten especial atención a situaciones en las que no puedan realizar una evaluación exhaustiva del mercado objetivo en virtud del tipo de servicios que prestan. En particular, cuando los distribuidores solo lleven a cabo servicios de ejecución con la evaluación de la conveniencia (por ejemplo, a través de una plataforma de corretaje), considerarán que normalmente podrán realizar una evaluación del mercado objetivo real limitada a las categorías exclusivas de conocimiento y experiencia de los clientes [véase el apartado 19, letra b)]; cuando solo realicen servicios de ejecución conforme al régimen de mera ejecución, ni siquiera será posible evaluar el conocimiento y la experiencia de los clientes.<sup>24</sup> A este respecto, las empresas deben prestar especial atención a la estrategia de distribución sugerida por el productor (véanse los apartados 33 y 59 a 61).
55. Esto es especialmente relevante para productos que se distinguen por características de complejidad/riesgo (u otras características relevantes tales como, por ejemplo, la innovación), así como para situaciones en las que puede haber conflictos de interés significativos (como en relación con productos emitidos por entidades dentro del grupo de la empresa o cuando los distribuidores reciben incentivos de terceros), teniendo en cuenta el nivel limitado de protección otorgado a los clientes en el punto de venta por la prueba de conveniencia (o ninguna protección, en el caso del régimen de mera ejecución). En tales circunstancias, es muy importante que los distribuidores tomen en debida consideración toda la información relevante facilitada por el productor, tanto en términos de mercado objetivo potencial como de estrategia de distribución. Por ejemplo, cuando el mercado objetivo del productor describe un producto con características particulares que requiere, no solo conocimiento y experiencia detallados del cliente, sino también una situación financiera específica, así como objetivos/necesidades únicos, el distribuidor puede decidir adoptar un enfoque prudente al no incluirlo en su gama de productos (aunque la empresa estaría en posición de evaluar *ex ante* la compatibilidad de ese producto con su cartera de clientes en términos de conocimiento y experiencia).
56. Además, teniendo en cuenta que la protección del cliente disminuye cuando la información disponible no es suficiente para garantizar una evaluación completa del mercado objetivo, los distribuidores también pueden decidir dejar que los clientes operen sin asesoramiento después de advertirlas de que la empresa no está en disposición de evaluar su total

---

<sup>24</sup> Como se explicó anteriormente (véase el apartado 45), para definir el mercado objetivo, además de la información recopilada a través de servicios de inversión o servicios auxiliares, los distribuidores podrán utilizar cualquier otra información y datos que se consideren razonablemente útiles y que puedan estar disponibles y recopilarse a través de otras fuentes. Por lo tanto, incluso las empresas que solo prestan servicios de inversión conforme a un régimen de conveniencia o de mera ejecución, podrían estar en condiciones de realizar una evaluación más exhaustiva del mercado objetivo.

compatibilidad con dichos productos. En cualquier caso, tal como se menciona en el apartado 60, la presente decisión debe basarse siempre en la consideración de las características del producto (por ejemplo, en términos de costes/complejidad), así como en otras situaciones pertinentes (como la aparición de conflictos de intereses en caso de autocolocación o incentivos). Por lo tanto, los productos no deben distribuirse en el marco de ventas no recomendadas si el distribuidor no puede esperar razonablemente (es decir, *ex ante*) que la estrategia de distribución del producto (incluida su estrategia de comercialización e información) permita en general que el producto alcance el mercado objetivo identificado. Del mismo modo, la advertencia de que la empresa no está en condiciones de evaluar la plena compatibilidad de un cliente con un producto no exige a la empresa de la obligación de revisar los productos, teniendo también en cuenta cualquier venta fuera del mercado objetivo (véase también el apartado 72).

57. Por el contrario, si los distribuidores tienen la intención de ponerse en contacto con clientes o clientes potenciales de alguna manera para recomendar o comercializar activamente un producto o considerar ese producto para prestar un servicio de gestión de carteras, se realizará siempre una evaluación exhaustiva del mercado objetivo.

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

58. El distribuidor tendrá en cuenta la estrategia de distribución identificada por el productor y revisarla desde una perspectiva crítica. Sin embargo, en última instancia, cuando un productor es una entidad no sujeta a la MiFID II y, por lo tanto, no está obligada a identificar una estrategia de distribución, el distribuidor deberá definir su propia estrategia de distribución a la luz de la información sobre su cartera de clientes y sobre el tipo de servicios prestados.
59. Teniendo en cuenta la naturaleza del producto y del servicio de inversión, los distribuidores deberán perfeccionar la estrategia de distribución identificada por el productor, teniendo en cuenta las características de la base de clientes del distribuidor. En particular, al realizar dicho perfeccionamiento, cuando el distribuidor considere que un producto más complejo con un mercado objetivo relativamente reducido también puede distribuirse en el marco de servicios no asesorados, debe determinar medidas adicionales para garantizar que la estrategia de distribución sea compatible con el mercado objetivo del producto. En tales casos, los distribuidores deben considerar aspectos como:
- Qué estrategia de comercialización debe seguirse para el producto (por ejemplo, comercialización activa, uso de técnicas de incentivación o ludificación, *finfluencers*<sup>25</sup>, etc.). Por ejemplo, un distribuidor podría decidir poner a disposición un producto más complejo únicamente cuando lo solicite el cliente y no comercializarlo activamente ni

---

<sup>25</sup> Un *influencer* suele ser alguien que está activo en las redes sociales y tiene:

- el poder de influir en las decisiones de compra de otras personas debido a su autoridad, conocimientos, posición o relación con su público; y
- unos seguidores en un nicho de mercado diferenciado, con los que interactúa activamente. La cantidad de seguidores depende del tamaño de su nicho temático.

En el caso de un *finfluencer*, la persona en cuestión genera contenidos sobre temas financieros como las inversiones.



utilizar técnicas de ludificación o *finfluencers* en la distribución de dicho producto a sus clientes; y

- Si el producto debe mostrarse en el entorno de elección del cliente y de qué manera. Por ejemplo, un distribuidor podría decidir no mostrar un producto más complejo en un lugar destacado en el sitio web o en la parte superior de los resultados de búsqueda de un cliente, o podría decidir mostrar tal producto únicamente si el cliente lo solicita específicamente.

60. En particular, al tomar en consideración la estrategia de distribución sugerida del productor, el distribuidor podría decidir seguir un enfoque más prudente al prestar servicios de inversión que ofrezcan un mayor nivel de protección a los inversores, como el asesoramiento de inversión. Por ejemplo, si el productor considera que las características de un producto determinado son compatibles con una estrategia de distribución a través de servicios sin asesoramiento, el distribuidor podrá decidir que las características de sus clientes actuales o potenciales (por ejemplo, conocimiento muy limitado y sin experiencia con inversiones en ese tipo de producto, situación financiera inestable y objetivos a muy corto plazo) son tales que el asesoramiento en materia de inversión sería la elección más adecuada para garantizar sus mejores intereses.

61. Por el contrario, el distribuidor podría decidir, en determinadas circunstancias, adoptar un enfoque menos prudente en relación con la estrategia de distribución definida por el productor. Por ejemplo, si el productor considera que un producto dado, debido a sus características específicas, debe ofrecerse a través de asesoramiento en materia de inversión, el distribuidor aún podría hacer que ese producto esté disponible a través de servicios de ejecución para un segmento específico de clientes. En estas situaciones, la ESMA espera que el distribuidor lo haga solo tras haber analizado exhaustivamente las características de los productos y los clientes destinatarios. Además, esta decisión debe notificarse al productor como parte de la obligación del distribuidor de proporcionar al productor información de ventas de forma que este pueda tenerla en cuenta en el proceso de gobernanza de productos y al seleccionar distribuidores adecuados (como se describe en los apartados 32 y 33).

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

62. Al proporcionar asesoramiento en materia de inversión adoptando un enfoque de cartera y de gestión de cartera para el cliente, el distribuidor puede utilizar productos con fines de diversificación y cobertura. En este contexto, los productos podrán venderse fuera del mercado objetivo del producto, si la cartera en su conjunto o la combinación de un instrumento financiero con su cobertura es adecuada para el cliente. Las ventas fuera del mercado objetivo positivo de los productos también pueden producirse en relación con los objetivos relacionados con la sostenibilidad del producto, siempre que el enfoque sea coherente con el enfoque descrito en las directrices de idoneidad de la ESMA<sup>26</sup>.

---

<sup>26</sup> Apartado 88 de las directrices de idoneidad de la ESMA (ESMA35-43-3172).

63. La identificación de un mercado objetivo por parte del distribuidor se realiza sin perjuicio de la evaluación de idoneidad. Esto significa que, en ciertos casos, podrán producirse desviaciones permisibles entre la identificación del mercado objetivo y la elegibilidad de cada cliente, si la recomendación o venta del producto cumple los requisitos de idoneidad realizados con una vista de cartera, así como con todos los demás requisitos legales aplicables (incluidos los relacionados con la divulgación, identificación y gestión de conflictos de interés, remuneración e incentivos).
64. La prestación de asesoramiento en materia de inversión, la adopción de un enfoque de cartera o los servicios de gestión de carteras no eximen a la empresa de definir un mercado objetivo para cada producto que se vaya a distribuir y de controlar las desviaciones del mercado objetivo para garantizar que los productos solo se distribuyan fuera del mercado objetivo cuando ello pueda justificarse con fines de diversificación o cobertura. A tal fin, las desviaciones con respecto a las categorías «tipo de cliente» y «conocimientos y experiencia de los clientes» de mercado objetivo del producto no pueden justificarse con fines de diversificación o cobertura. Sin embargo, en el caso de la gestión de carteras, dada la naturaleza específica del servicio, el nivel de «conocimientos y experiencia de los clientes» del mercado objetivo puede tener en cuenta el enfoque establecido en las directrices de idoneidad de la ESMA<sup>27</sup>.
65. El distribuidor no está obligado a notificar al productor las ventas fuera del mercado objetivo positivo, si estas ventas son para fines de diversificación y cobertura y si siguen siendo adecuadas dada la cartera total del cliente o el riesgo que se está cubriendo.
66. Las ventas de productos en el mercado objetivo negativo siempre se notificarán al productor y divulgarán al cliente, incluso si esas ventas son para fines de diversificación o cobertura. Además, incluso aunque se hagan con fines de diversificación, las ventas en el mercado objetivo negativo deberán ser poco frecuentes (véanse también los apartados 80 a 88).

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

67. El artículo 16, apartado 3, de la MiFID II y los artículos 9 y 10 de la Directiva Delegada de la MiFID II requieren que los productores y distribuidores revisen los productos periódicamente para evaluar si el producto sigue siendo conforme con las necesidades, las características y los objetivos, incluidos los relacionados con la sostenibilidad, del mercado objetivo identificado, y si la estrategia de distribución prevista sigue siendo apropiada.

---

<sup>27</sup> En particular, en el segundo punto del apartado 38 de las directrices de la ESMA sobre sostenibilidad, se indica que «(...) en caso de que se preste un servicio de gestión de carteras, dado que es la empresa quien toma decisiones de inversión por cuenta del cliente, el nivel de conocimientos y experiencia que este último necesita respecto a todos los instrumentos financieros que pueden llegar a formar parte de la cartera podrá ser menos detallado que el nivel que debería tener en el caso de recibir asesoramiento en materia de inversión. No obstante, incluso en estas situaciones, el cliente entenderá al menos los riesgos totales de la cartera y poseerá conocimientos generales sobre los riesgos asociados a cada tipo de instrumento financiero que pueda ser incluido en la cartera. Las empresas conocerán y comprenderán muy claramente el perfil de inversión del cliente».



68. Las empresas utilizarán criterios tanto cuantitativos como cualitativos para revisar los productos, en relación con sus características (por ejemplo, cambios en los factores de riesgo del producto, estrategia de inversión, estructura de cargos, como por ejemplo nivel y tipos de costes), condiciones del mercado (por ejemplo, condiciones adversas del mercado, evolución de la normativa) y distribución (por ejemplo, reclamaciones de clientes, ventas fuera del mercado objetivo, resultados de encuestas a clientes, comportamiento comercial de clientes en línea). Las empresas deben determinar la frecuencia y la profundidad de las revisiones de productos teniendo en cuenta la naturaleza del producto y, en su caso, el servicio. Por ejemplo, en el caso de determinados productos más sencillos distribuidos al amparo de la exención de la mera ejecución, las revisiones de productos pueden ser menos frecuentes y requerir menos profundidad, y las revisiones ad hoc pueden, en tales casos, estar impulsadas en gran medida por las reclamaciones de los clientes o por acontecimientos del mercado que afecten significativamente al perfil riesgo-rendimiento del producto. Un productor que haya asesorado a un emisor corporativo sobre el lanzamiento de un nuevo producto también podrá aplicar la obligación de revisión para ese producto de manera proporcionada, independientemente de si se trata de un producto más simple o complejo.
69. Los productores considerarán, de un modo proporcionado, qué información necesitan para completar su revisión y cómo recopilar esa información. De acuerdo con el considerando 20 de la Directiva Delegada de la MiFID II, la información pertinente puede incluir, por ejemplo, datos relativos a los canales de distribución que se han empleado, al importe de las ventas fuera del mercado objetivo del productor, un resumen de los tipos de clientes, una síntesis de las reclamaciones recibidas y las respuestas obtenidas tras plantear a una muestra de clientes las preguntas propuestas por el productor. Dicha información puede ser en forma agregada y no tiene por qué ser específica de un solo instrumento o venta.
70. Para respaldar las revisiones de los productores, los distribuidores deben proporcionarles información sobre las ventas y, cuando corresponda, sobre cualquier otra información relevante que pueda ser el resultado de la propia revisión periódica del distribuidor. Siempre que los distribuidores dispongan de información pertinente para apoyar las revisiones realizadas por los productores, deben facilitarla de forma proactiva al productor y no facilitarla únicamente a petición del productor. Además, los distribuidores considerarán datos e información que puedan indicar que han identificado erróneamente el mercado objetivo de un producto o servicio específico o que el producto o servicio ya no cumple las circunstancias del mercado objetivo identificado, como, por ejemplo, dónde el producto pasa a ser ilíquido o muy volátil debido a los cambios del mercado. Esta información está sujeta al principio de proporcionalidad y, en general, puede ser en forma agregada y no tiene por qué ser específica de un solo instrumento o venta. Sin embargo, debe proporcionarse información específica del instrumento en casos de especial relevancia para ciertos instrumentos (por ejemplo, si el distribuidor llega a la conclusión de que se determinó erróneamente un mercado objetivo de un producto específico).
71. En relación con la notificación de la información sobre ventas fuera del mercado objetivo del productor, los distribuidores deberán ser capaces de notificar cualquier decisión que hayan tomado para vender fuera del mercado objetivo o ampliar la estrategia de

distribución recomendada por el productor y la información sobre las ventas realizadas fuera del mercado objetivo (incluidas las ventas dentro del mercado objetivo negativo), teniendo en cuenta las excepciones señaladas en el apartado 65.

72. A efectos de su propia revisión, los distribuidores deberán determinar qué información necesitan para poder extraer conclusiones fiables sobre si los productos se han distribuido en el mercado objetivo identificado. Para poder extraer tales conclusiones fiables, es posible que las empresas necesiten recopilar más información sobre sus clientes. Además, las empresas deben reconsiderar su estrategia de distribución de productos más complejos distribuidos a través de ventas no recomendadas, si, por ejemplo, la revisión muestra que dichos productos se distribuyen con demasiada frecuencia fuera del mercado objetivo positivo (o incluso en el mercado objetivo negativo).
73. Los distribuidores están obligados a revisar los productos siempre que se ofrezcan, vendan o recomienden. Por ejemplo, cuando un distribuidor ya no ofrece<sup>28</sup>, vende o recomienda<sup>29</sup> un producto, el distribuidor ya no está obligado a revisar el mercado objetivo de dicho producto, a pesar de que un cliente puede seguir realizando inversiones en ese producto. Cuando un distribuidor recomiende a sus clientes que mantenga un producto que ya no ofrece o vende, debe seguir realizando una revisión del mercado objetivo de dicho producto antes de hacer esa recomendación.

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

74. Se espera que las empresas que distribuyen productos que no han sido producidos por entidades sujetas a los requisitos de gobernanza de productos de la MiFID II realicen la diligencia debida necesaria para proporcionar un nivel adecuado de servicio y seguridad a sus clientes en comparación con una situación donde el producto se haya diseñado de acuerdo con los requisitos de gobernanza de productos de la MiFID II.
75. Cuando un producto no ha sido diseñado de acuerdo con los requisitos de gobernanza de productos de la MiFID II (por ejemplo, en el caso de productos emitidos por entidades que no están sujetas a los requisitos de gobernanza de productos de la MiFID II), esto puede afectar al proceso de recopilación de información o a la identificación del mercado objetivo:
- Definición del mercado objetivo: El distribuidor determinará el mercado objetivo incluso cuando el productor no lo haga,<sup>30</sup> (véase el apartado 42). Por lo tanto, la empresa deberá definir su mercado objetivo «propio» incluso cuando no reciba del productor una descripción del mercado objetivo ni información sobre el proceso de aprobación del producto. Esto se hará de un modo apropiado y proporcionado (véase el apartado 23).

---

<sup>28</sup> En este contexto, «ofrecer» tiene muchas aplicaciones y debe interpretarse en sentido amplio.

<sup>29</sup> Una empresa recomienda un producto a un cliente si recomienda a un cliente que compre, mantenga o venda dicho producto.

<sup>30</sup> Véase el artículo 10, apartado 1, de la Directiva Delegada de la MiFID II.

- Proceso de recopilación de información: los distribuidores adoptarán todas las medidas razonables para garantizar que la información de los productos obtenida del productor sea de un nivel adecuado y fiable para garantizar que los productos se distribuyan de acuerdo con las características, objetivos y necesidades del mercado objetivo<sup>31</sup>. Cuando toda la información relevante no esté disponible públicamente (por ejemplo, a través de los PRIIP KID o un folleto), los pasos razonables incluirán la celebración de un acuerdo con el productor o su agente para obtener toda la información relevante que permita al distribuidor llevar a cabo su evaluación del mercado objetivo. La información disponible públicamente solo se podrá aceptar cuando sea clara y fiable y se elabore para cumplir los requisitos reglamentarios.<sup>32</sup> Por ejemplo, se acepta la información divulgada en cumplimiento de los requisitos de la Directiva sobre folletos, la Directiva de transparencia, la Directiva OICVM, la Directiva de GFIA o los requisitos equivalentes de terceros países.

76. La obligación a que se refiere el apartado 75 es pertinente para los productos vendidos en los mercados primario y secundario y se aplicará de manera proporcionada, dependiendo del grado en que esté disponible al público la información y la complejidad del producto.<sup>33</sup> Por lo tanto, la información sobre productos más sencillos y comunes, como las acciones ordinarias, generalmente no requerirá un acuerdo con el productor, pero puede derivarse de las múltiples fuentes de información publicadas con fines regulatorios para dichos productos.

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

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

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

---

<sup>31</sup> Véase el artículo 10, apartado 2, punto 3, de la Directiva Delegada de la MiFID II.

<sup>32</sup> Véase el artículo 10, apartado 2, de la Directiva Delegada de la MiFID II.

<sup>33</sup> Véase el artículo 10, apartado 2, punto 3, de la Directiva Delegada de la MiFID II.

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

## **5.4 Directrices sobre cuestiones aplicables tanto a productores como a distribuidores**

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

80. La empresa deberá considerar si el producto sería incompatible con ciertos clientes destinatarios (mercado objetivo «negativo»)<sup>34</sup>. Al hacerlo, la empresa aplicará las mismas categorías y principios que se indican en los apartados 14 a 22 y 42 a 49. En línea con el enfoque seguido para identificar el mercado objetivo «positivo», el productor, que no tiene una relación directa con los clientes finales, podrá identificar el mercado objetivo negativo sobre una base teórica, es decir, con un visión general sobre cómo las características específicas de un producto determinado no serían compatibles con ciertos grupos de inversores; el distribuidor, teniendo en cuenta el mercado objetivo negativo más general del productor, así como la información sobre su propia cartera de clientes, estará en posición de identificar más concretamente el grupo de clientes a los que no debe distribuir ese producto específico. Además, el distribuidor también deberá identificar cualquier grupo o grupos de clientes para cuyas necesidades, características y objetivos no sería compatible un servicio relacionado con la distribución de un determinado producto.

81. En el caso de los productos que tienen en cuenta factores de sostenibilidad, las empresas no están obligadas a identificar un mercado objetivo negativo con respecto a sus objetivos relacionados con la sostenibilidad. Esto significa que los objetivos relacionados con la sostenibilidad de los productos solo contribuyen a identificar un mercado objetivo «positivo» en términos de clientes (grupos de clientes) con objetivos compatibles en materia de sostenibilidad. Los mismos productos podrían seguir distribuyéndose entre clientes que no estén incluidos en ese objetivo de mercado «positivo» relacionado con la sostenibilidad, siempre que sean compatibles con las características de las demás categorías de mercados destinatarios definidas en las presentes directrices<sup>35</sup>. Por lo tanto, en el caso de los productos que tengan en cuenta factores de sostenibilidad, la empresa siempre debe realizar una evaluación del mercado objetivo negativa con respecto a las cinco categorías de mercado objetivo (tipo de cliente, conocimientos y experiencia, situación financiera, tolerancia al riesgo y objetivos y necesidades), pero no debe tener en

---

<sup>34</sup> Véase el artículo 9, apartado 9, y el artículo 10, apartado 2, de la Directiva Delegada de la MiFID II.

<sup>35</sup> El considerando 7 de la Directiva Delegada (UE) 2021/1269 explica lo siguiente: «A fin de garantizar que los instrumentos financieros con factores de sostenibilidad sigan estando fácilmente disponibles también para clientes que no tengan preferencias de sostenibilidad, no debe exigirse a las empresas de inversión que determinen los grupos de clientes con cuyas necesidades, características y objetivos no es compatible el instrumento financiero con factores de sostenibilidad».

cuenta los objetivos relacionados con la sostenibilidad de los productos. El objetivo es evaluar si estos otros aspectos del mercado objetivo podrían ser incompatibles con determinados clientes, por ejemplo, si el producto que considera factores de sostenibilidad se refiere a un producto con riesgo destinado a clientes con un horizonte de inversión a largo plazo y dispuestos y capaces de perder su importe de inversión (en cuyo caso, el producto no sería compatible con clientes que tendrían una baja tolerancia al riesgo, independientemente de que sus preferencias en materia de sostenibilidad sean o no compatibles con los objetivos de sostenibilidad del producto).

82. Algunas de las características del mercado objetivo utilizadas en la evaluación positiva del mercado objetivo realizada por productores y distribuidores darán lugar de manera automática a características opuestas para los inversores para los que el producto no es compatible (por ejemplo, si un producto está hecho para una inversión con fines especulativos, al mismo tiempo no será apto para objetivos de «bajo riesgo»). En este caso, una empresa podría definir el mercado objetivo negativo afirmando que el producto o servicio es incompatible para cualquier cliente fuera del mercado objetivo positivo.
83. De nuevo, es importante tener en cuenta el principio de proporcionalidad. Al evaluar un posible mercado objetivo negativo, el número y el detalle de los factores y criterios dependerá de la naturaleza, especialmente de la complejidad o del perfil de riesgos y rentabilidad del producto (es decir, es probable que un producto sencillo estándar tenga un grupo más pequeño de posibles inversores para los que es incompatible, mientras que el grupo de clientes para quienes el instrumento financiero no es compatible podría ser grande para un producto más complejo).
84. Puede haber situaciones en las que los productos puedan, en determinadas circunstancias y cuando se cumplan todos los demás requisitos legales (incluidos los relacionados con la divulgación, idoneidad o conveniencia, identificación y gestión de conflictos de interés), venderse fuera del mercado objetivo positivo. Sin embargo, estos casos deberán estar justificados por los hechos individuales del caso, el motivo de la desviación se documentará claramente y, cuando proceda, se incluirá en el informe de idoneidad.
85. Dado que el mercado objetivo negativo es una indicación explícita de aquellos clientes para cuyas necesidades, características y objetivos el producto no es compatible y a los que no debe distribuirse el producto. La venta a inversores dentro de este grupo debería ser un acontecimiento infrecuente, por lo que la justificación de la desviación debe ser significativa y, en general, se espera que esté más justificada que una justificación de una venta fuera del mercado objetivo positivo.
86. Por ejemplo, la venta de productos fuera del mercado objetivo podría ocurrir como resultado de ventas sin asesoramiento (es decir, cuando los clientes se dirigen a una empresa para comprar un determinado producto sin una comercialización activa por parte de la empresa o se han visto influidos de alguna manera por esa empresa), cuando la empresa no cuenta con toda la información necesaria para realizar una evaluación exhaustiva de si el cliente se encuentra dentro del mercado objetivo, lo que podría ser el caso, por ejemplo, de plataformas de ejecución que solo operan bajo el régimen de conveniencia. Se espera que, en el contexto de los acuerdos de gobernanza de productos,

las empresas analicen situaciones *ex ante* como la descrita y tomen decisiones responsables sobre cómo abordarlas en caso de que ocurran, y que se informe a los empleados que tienen contacto con los clientes sobre el enfoque adoptado por el equipo directivo para que puedan cumplirlo. Las empresas también tendrán en cuenta la naturaleza de los productos incluidos en el rango de aquellos que tienen previsto ofrecer a los clientes (por ejemplo, en términos de complejidad/riesgo) y la existencia de conflictos de interés con los clientes (como en el caso de autocolocación), así como su modelo de negocio. Algunas empresas podrían, por ejemplo, considerar la posibilidad de no permitir que los clientes operen si se inscriben dentro del mercado objetivo negativo, mientras permiten que otros clientes realicen transacciones con un producto que está en el área «gris», es decir, entre los mercados destinatarios positivo y negativo.

87. Es importante que si el distribuidor se da cuenta, por ejemplo, a través del análisis de las quejas de los clientes u otras fuentes y datos, de que la venta de un producto determinado fuera del mercado objetivo identificado *ex ante* se ha convertido en un fenómeno significativo (por ejemplo, en términos de número de clientes involucrados), dicha información será debidamente tenida en consideración en el curso de su revisión periódica de los productos y servicios relacionados ofrecidos. En tales casos, el distribuidor puede, por ejemplo, llegar a la conclusión de que el mercado objetivo originalmente identificado no era correcto y que necesita ser revisado o que la estrategia de distribución relacionada no era apropiada para el producto y debe ser reconsiderada.
88. Las desviaciones del mercado objetivo (fuera del positivo o dentro del negativo) que pueden ser relevantes para el proceso de gobernanza de productos del productor (especialmente aquellas que son recurrentes) se notificarán al productor teniendo en cuenta las excepciones indicadas en el apartado 65.

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

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

89. Los requisitos establecidos en el artículo 16, apartado 3, y el artículo 24, apartado 2, de la MiFID II se aplican a los servicios y productos fabricados y/o distribuidos a clientes minoristas y profesionales. Al mismo tiempo, estos artículos especifican que los clientes destinatarios serán los «clientes finales». Esto significa que una empresa no necesita especificar un mercado objetivo para otras empresas (clientes profesionales y contrapartes elegibles) dentro de la cadena de intermediación, sino que debe diseñar dicho mercado con el cliente final en mente (es decir, el cliente final en la cadena de intermediación). El tipo específico de cliente final destinatario se indicará en la categoría de tipo de cliente mencionada en el apartado 19, letra a).
90. No se considerarán «clientes finales» a aquellos clientes profesionales o contrapartes elegibles que compren un producto con la intención de venderlo a otros clientes, actuando como un enlace en la cadena de intermediación.



91. En tal caso, el cliente profesional (o la contraparte elegible) actuará como distribuidor y, por lo tanto, deberá cumplir los requisitos de gobernanza de productos aplicables a los distribuidores.
92. Por ejemplo, si una empresa vende un producto a una contraparte elegible que compra el producto con la intención de distribuirlo más ampliamente a clientes profesionales o minoristas, la contraparte elegible reevaluará el mercado objetivo relevante de acuerdo con sus obligaciones como distribuidor. Si la contraparte elegible realiza cambios en el producto antes de su distribución posterior, es probable que esto signifique que debe cumplir las disposiciones de gobernanza de productos tanto para los productores como para los distribuidores.

*Clientes profesionales como clientes finales*

93. El marco de categorización del cliente de la MiFID calibra la conducta de las protecciones comerciales con respecto a las necesidades de cada categoría de cliente (es decir, clientes minoristas, clientes profesionales y contrapartes elegibles).
94. Las empresas tienen derecho a suponer que los clientes profesionales tienen los conocimientos y la experiencia necesarios para comprender los riesgos asociados a los productos o servicios para los que han sido clasificados como clientes profesionales<sup>36</sup>. No obstante, la MiFID II establece una distinción entre clientes profesionales *per se* y clientes profesionales elegibles, indicando que no se considerará que los clientes de esta última categoría poseen unos conocimientos y una experiencia comparables a los de los clientes profesionales *per se*.
95. Por lo tanto, al identificar el mercado objetivo, las empresas tendrán en cuenta las diferencias entre los conocimientos que se suponen a clientes minoristas y a profesionales y, dentro de la categoría de clientes profesionales, entre los que se suponen a clientes profesionales electivos y a clientes profesionales *per se*<sup>37</sup>. Por ejemplo, el contraste en el enfoque tendrá en cuenta las diferencias en los perfiles de conocimiento y experiencia de estas diferentes categorías de clientes.
96. Es posible que algunos productos (por ejemplo, los que son aptos para la distribución en los mercados minoristas generales) tengan un mercado objetivo con una definición amplia que pueda incluir tanto clientes minoristas como profesionales. Dichos productos, por ejemplo, participaciones o acciones en un fondo ordinario de OICVM, podrían considerarse, por defecto, como un mercado objetivo que incluye a clientes profesionales. Sin embargo, otros productos, en particular productos que tienen perfiles de riesgo complejos, tendrán un mercado objetivo con una definición más estricta. Por ejemplo, el mercado objetivo de un bono convertible contingente podría estar compuesto únicamente por clientes profesionales electivos o *per se* que probablemente entiendan las complejidades asociadas a estos productos.

---

<sup>36</sup> Véase el anexo II de la MiFID II.

<sup>37</sup> Véase el punto 2 de la sección II.1 del anexo II de la MiFID II.