

Grado en Derecho

Julio 2016

# LA PROTECCIÓN DEL INVERSOR EN LOS MERCADOS FINANCIEROS.



**Autor: Jorge Rivero Trujillo**

**Director: José Luis Sánchez-Parodi Pascua**

## ÍNDICE

-INTRODUCCIÓN.....	3.
-MERCADOS FINANCIEROS: EN ESPECIAL, PRIMARIO Y SECUNDARIO.....	4.
-REGULACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS: EN PARTICULAR, REQUISITOS PARA LA COTIZACIÓN EN MERCADOS REGULADOS DE VALORES.....	6.
-PRINCIPALES ORGANISMOS REGULADORES DEL MERCADO FINANCIERO: ESMA Y CNMV – SU CAPACIDAD NORMATIVA.....	11.
-LA DIFERENCIA ENTRE EL INVERSOR MINORISTA Y EL PROFESIONAL.....	21.
-CATÁLOGO DE PRODUCTOS FINANCIEROS EXAMINADOS POR LA CNMV: PRODUCTOS COMPLEJOS Y NO COMPLEJOS.....	26.
-EL PROBLEMA DE LAS PREFERENTES EN LA ACTUALIDAD.....	31.
-BREVE ANÁLISIS DE LA PROTECCIÓN DEL INVERSOR EN EL DERECHO COMPARADO.....	32.
-PRINCIPIOS PARA UNA VERDADERA LEGISLACIÓN TUTIVA DEL INVERSOR.....	36.
-BIBLIOGRAFÍA.....	43.

## I. INTRODUCCIÓN

Medicina, Ingeniería, Psicología, Derecho, Economía. Todas ellas son ramas científicas que pueden ser estudiadas en cualquier Universidad de nuestro país, al contrario que la disciplina objeto de este trabajo, los mercados financieros.

Nos referimos sin duda alguna a un área desconocida para incluso gran parte de los profesionales presentes en el mundo económico, circunstancia que contrasta con la repercusión que ostentan los mercados financieros, capaces de provocar feroces crisis económicas. Dentro de este ámbito, la venta de productos financieros complejos sobre pequeños ahorradores supone uno de los grandes males que plantea la existencia de los mercados financieros. Hasta ahora, ninguna legislación ha sido lo suficientemente eficaz como para paliar esta situación, razón por la que podemos considerar a este trabajo como un verdadero desafío.

Medicine, Engineering, Psychology, Law, Economics. They are all scientific disciplines that can be studied at any university in our country, contrary to the subject that we are considering here, financial markets.

Without any doubt, we are referring to an area that is unknown even to a large proportion of professionals in the fields of economics, something remarkable considering the large consequences that the financial markets have, being able to prompt huge economic crises. Within this field, selling complex financial products to small consumers is one of the big problems posed by financial markets. Until now, no legislation has been efficient enough to avoid this situations, and this is the reason why we can consider this work a true challenge.

## II. MERCADOS FINANCIEROS: EN ESPECIAL, PRIMARIO Y SECUNDARIO

Cuando hablamos de mercados financieros nos referimos a lugares, físicos o no, donde se realizan transacciones. Esto es, hablamos del básico intercambio entre un comprador y vendedor, pero teniendo como soporte legal aquello a lo que denominamos activo o instrumento financiero, tales como acciones, bonos, préstamos bancarios, opciones, futuro, etc.

A la hora de estudiar los diferentes tipos de activos financieros, debemos tener presentes las tres características fundamentales que permiten diferenciar unos de otros:

- A) **Liquidez:** la posibilidad de comprar o vender el activo con rapidez sin sustanciales variaciones respecto a su precio.
- B) **Rendimiento:** se refiere al resultado, ya sea ganancia o pérdida, que ofrece el activo tras su adquisición.
- C) **Riesgo:** se trata de la incertidumbre que acompaña a un inversor sobre el rendimiento futuro que ofrecerá la inversión realizada. Esto es, la probabilidad de obtener un resultado adverso.<sup>1</sup>

A partir de aquí, los mercados financieros pueden ser de varios tipos:

Según el plazo de las operaciones realizadas en ellos, distinguimos entre:

**Mercados monetarios**, en el que se llevan a cabo transacciones en instrumentos a corto plazo, normalmente con un vencimiento (18 meses). Este mercado se caracteriza por la presencia de activos de bajo riesgo y alta liquidez. Es decir, que no existe demasiada incertidumbre sobre el rendimiento que generan los activos, en base a la solvencia de los emisores, como por ejemplo los Tesoros públicos, ni estos están sujetos a grandes variaciones respecto a su precio, debido a la existencia de amplios mercados secundarios que garantizan la fácil y rápida negociación de títulos. Aquí se negocian, por ejemplo, las Letras del Tesoro.

---

<sup>1</sup> CALVO GONZÁLEZ, JOSÉ LUIS; MARTÍNEZ ÁLVAREZ, JOSE ANTONIO: *Dinero y Banca, Manual de Mercados Financieros*, Tirant lo Blanch Edición 2007 pp 49/76.

**Mercado de capitales.** En este caso, el objeto de transacción son instrumentos representativos a medio o largo plazo. Son estos mercados en los que más incidiremos, pues es aquí donde se realizan las operaciones de compra y venta de valores mobiliarios. El mercado de capitales por excelencia es el mercado de valores o Bolsa de Valores, integrado por un conjunto de instituciones cuyo objeto principal es poner de acuerdo a compradores y vendedores de activos financieros para dotarlos de liquidez. Se trata de un elemento fundamental en el desarrollo económico de nuestros días, pues al mismo tiempo que se expone como una importante fuente de financiación de las empresas, facilita el acceso de particulares a oportunidades de inversión que les permiten aumentar sus ahorros.

Por otro lado, también podemos distinguir:

**Mercados primarios o de emisión.** Nos referimos a mercados donde se efectúa la venta de activos financieros recientemente emitidos y que se ofrecen a los inversores por primera vez. La existencia del mercado primario se debe a la concurrencia de unos demandantes de financiación que requieren capital y que tratan de obtenerlo a través de la emisión de valores que podrán ser de capital (renta variable) o de deuda (renta fija).

En el primer caso, se emiten activos de renta variable obteniendo el propietario del referido activo una retribución voluble, dependiendo de diferentes circunstancias. Lo más usual es que el activo se trate de acciones y que la retribución sea variable, dependiendo de los resultados que obtenga la sociedad emisora.

En el segundo caso, se colocan títulos a renta fija, con la obligación del emisor de devolver una cantidad ya pactada en un plazo determinado.

Una vez se emiten los activos, las siguientes negociaciones sobre los mismos se producirían en los **Mercados secundarios**, donde se realizan las operaciones de compra y venta de productos financieros ya previamente emitidos. La característica fundamental de los mercados secundarios es que dotan de liquidez a los instrumentos financieros al posibilitar su venta. A su vez, dentro de los mercados secundarios de valores, se encuentran las bolsas y los mercados de opciones o futuros.

Respecto a la bolsa de valores, nos referimos a mercados secundarios donde se compran y venden acciones y obligaciones. Como sabemos, las acciones son partes alícuotas del capital social de una empresa, cuyos rendimientos son de dos tipos: el dividendo si el

resultado de la empresa lo permite (ganancias obtenidas por la sociedad que se distribuyen entre sus accionistas), y una ganancia o pérdida de capital que se halla mediante la diferencia entre el precio de la acción cuando se vende y al momento de su adquisición.

En cuanto a los mercados de opciones y futuros, se tratan de aquellos mercados en donde se negocian los denominados “derivados financieros”. Esto es, instrumentos financieros catalogados como activos subyacentes por estar ligados a un activo financiero, dependiendo del valor de este.

A partir de aquí, un mercado de futuro se trata del lugar, físico o no, donde dos sujetos se comprometen a vender y comprar el citado activo subyacente mediante unas condiciones ya pactadas de antemano. Mientras, un contrato de opción en este ámbito hace referencia a un acuerdo por el cual el comprador, a cambio del pago de un precio (prima), obtiene el derecho de comprar o vender un activo subyacente en una fecha futura, según unas condiciones fijadas previamente.<sup>2</sup>

### **III. REGULACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS: EN PARTICULAR, REQUISITOS PARA LA COTIZACIÓN EN MERCADOS REGULADOS DE VALORES**

La normativa básica de los mercados financieros en nuestro país se encuentra en el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores (en lo sucesivo, LMV). Su antecesora, la Ley 24/1988, de 24 de julio, ha sido desde su aprobación la pieza clave sobre la cual pivota el funcionamiento del mercado de valores español, cuyo constante desarrollo ha dado lugar a numerosas modificaciones. Efectivamente, el dinamismo, unido a la complejidad, constituyen unas de las características principales de los mercados financieros, siendo imprescindible una continua adaptación del ordenamiento jurídico a la realidad de los mercados.

---

<sup>2</sup> PEDROSA RÓDRIGUEZ, MÓNICA: *Los mercados financieros internacionales y su globalización*, AC, Edición 2002 pp 1/4.

Por esta razón, el legislador, consciente de esta situación, ha llevado a cabo la elaboración de ese Texto Refundido de la LMV, con el objetivo de conferir una mayor coherencia a los mercados financieros, al mismo tiempo que se refuerza la seguridad jurídica.

Ahora bien, a pesar del gran esfuerzo realizado por el legislador en la elaboración de este texto normativo, será necesario a lo largo de los próximos meses y años abordar diferentes modificaciones no solo con el objetivo de ajustarse a la realidad del mercado, sino también de adaptar la normativa española a las diferentes directivas europeas.<sup>3</sup>

Pues bien, como podemos imaginar, el número de directivas europeas en esta materia es inmenso, por lo que en este trabajo destacaremos las que, a nuestro juicio, resultan de mayor utilidad para el estudio que realizamos. Así, debemos traer a colación la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, más conocida como MIFID; y la Directiva 2014/65/UE, nueva regulación (MIFID II) que sustituye a la ya mencionada MIFID, y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE, y los Reglamentos (UE) n° 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) n° 648/2012, normas que traerán consigo modificaciones sustanciales en el régimen de los instrumentos financieros; y el Reglamento (UE) n° 1286/2014, sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista y los productos de inversión basados en seguros. Este último, que en principio, entrará en vigor el 31 de diciembre de 2016, es denominado como PRIIP (Package Retail Investment Products) y regulará los productos derivados y depósitos estructurados.

Ahora bien, de la normativa europea citada, prestaremos especial atención a las Directivas MIFID (I y II), pues es aquí donde se focalizan gran parte de los esfuerzos para materializar la protección de los inversores.

---

<sup>3</sup> Las directivas europeas se tratan de disposiciones comunitarias vinculantes a los Estados de la Unión cuyo objetivo es delimitar el marco normativo sobre una materia concreta. Posteriormente, es el respectivo Estado miembro quien, a través del mecanismo jurídico denominado como transposición, incorpora a su normativa interna los principios recogidos en dicha directiva.

Respecto a la primera MIFID, fue objeto de transposición por la Ley 47/2007, de 20 de diciembre y, como ya enunciamos, tiene como objeto la regulación del mercado de valores en Europa. En cuanto su contenido, podemos articularlo en tres bloques:

- Los instrumentos financieros que se negocian, aunque no abarca a todos ellos quedando excluidos productos de crédito e hipotecas, entre otros.
- La organización y relación entre clientes y sociedades financieras que prestan servicios de inversión, estableciendo unas condiciones que permitan dotar al mercado de una mayor transparencia.
- La protección del inversor, exigiendo a las entidades el cumplimiento de unas normas aparentemente estrictas, así como exigencias que permitan comprobar las cualidades del inversor para la adquisición del correspondiente producto financiero.

Pues bien, tras ocho años de aplicación, ha quedado constatado que los dos objetivos por los cuales se creó la MIFID no han sido conseguidos (efectiva protección del cliente minorista y aumento de la competencia en los mercados), razón por la cual esta Directiva será sustituida por la MIFID II, que presumiblemente entrará en vigor en enero de 2018.

Para ello, la normativa focaliza su atención sobre los productos complejos que a lo largo del trabajo comentaremos con mayor detenimiento. Esto es, la MIFID II estrecha su vigilancia sobre los denominados productos complejos, como por ejemplo los derivados o estructurados, pues gran parte de los productos lanzados a los mercados por los bancos son de este tipo y, por tanto, son los que mayores riesgos implican para los inversores.

Ahora bien, lo más interesante de esta nueva Directiva es que permite una mayor intervención de los órganos supervisores de los mercados financieros que trataremos a continuación, hasta el punto de poder prohibir estos la venta de ciertos productos financieros e incluso imponer mayores sanciones por el incumplimiento de la normativa.

Volviendo a la normativa española, nos conviene destacar el manifiesto carácter provisional del nuevo Texto Refundido sobre la Ley del Mercado de Valores. Siempre



resulta muy llamativo observar como en el preámbulo de una nueva ley ya se esté haciendo mención a las futuras modificaciones de la misma, una muestra más del dinamismo que impera en los mercados financieros. Mediante esta reforma, no solo se pretende acabar con la dispersión normativa en esta materia, sino también facilitar la interpretación y aplicación de las normas que rigen el mercado de valores.

Por otro lado, consideramos imprescindible para el desarrollo de un mejor estudio sobre el mercado de valores, conocer las condiciones que debe cumplir una sociedad para su admisión a cotización en los mercados regulados de acciones. En este sentido, la Ley del mercado de valores incorpora en su redacción la gran mayoría de las Directivas europeas relevantes respecto a la admisión a cotización. Estas son, aparte de la ya citada antes MIFID, la Directiva nº 34/2001 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de mayo de 2001, sobre la admisión de valores negociables a cotización oficial y la información que ha de publicarse sobre dichos valores, más conocida como CARD (Consolidate Admission and Reporting Directive), que fue modificada por las Directivas nº 71/2003 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores (en adelante, Directiva de Folletos) y la Directiva nº 104/2004 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativo a la información de los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado (en lo sucesivo, Directiva de Transparencia).

Dicho esto, la Ley del Mercado de Valores se completa mediante los Reales Decretos 1310/2005, de 4 de noviembre, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos y el Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea.

El primero de los Reales Decretos (1310/2005), marca los requisitos que deben cumplir los emisores para acceder a la cotización en un mercado secundario oficial, además de regular el tan controvertido folleto informativo, en el que incidiremos varias veces a lo largo de este trabajo.

Por su parte, el segundo Real Decreto (1362/2007), pretende dotar de una mayor transparencia al mercado financiero, estableciendo obligaciones relativas a la información que deben proporcionar los emisores de valores.

Una vez examinada la normativa española en esta materia, podemos afirmar que, en términos generales, no existen grandes diferencias respecto a las condiciones establecidas en las directivas europeas que señalamos anteriormente. Esto es, no hacen uso de la facultad reconocida en la directiva europea denominada como CARD para imponer condiciones más restrictivas, pues tan solo encontramos un requisito en materia de capitalización cuyo cumplimiento resulte más complejo. Sin embargo, el Real Decreto 1310/2005 arriba citado sí que estipula condiciones de admisión sobre los valores y las compañías algo más restrictivas que las contempladas en la CARD, pero que en ningún caso se oponen a la misma.

Al mismo tiempo, ese mismo Real Decreto otorga la posibilidad de que sean los propios mercados quienes fijen condiciones adicionales para su admisión y permanencia. En principio, la norma concedió un plazo de seis meses para ello pero, hasta el momento, no ha sido elaborada ninguna regulación al respecto, por lo que, a tenor de lo establecido en la Disposición Transitoria de ese Real Decreto, continuaría en vigor el antiguo Reglamento de Bolsas de 1967, en tanto no se oponga a la nueva normativa que existe en la actualidad.

De este modo, el artículo 32 del citado Reglamento marca las condiciones requeridas para la admisión que, en síntesis, serían las siguientes:

- La sociedad deberá tener un capital mínimo de 1.202.025 euros, no teniendo en cuenta para el cómputo la parte del capital de un accionista que posea una participación mínima del 25 %.
- La sociedad deberá haber obtenido en los dos últimos ejercicios, o en tres no consecutivos, unos beneficios suficientes para repartir un dividendo de al menos el 6 % del capital desembolsado, una vez hecha la provisión para el Impuesto de Sociedades y dotadas las reservas legales u obligatorias correspondientes. Ahora bien, este requisito no exige que efectivamente se haya procedido al reparto de dividendos, sino que se hayan obtenido los beneficios suficientes para ello. Además, es posible que la Comisión

Nacional del Mercado de Valores (en adelante CNMV) exceptúe tal exigencia de obtención de beneficios en determinadas circunstancias:

a. Que la sociedad aporte un informe de su órgano de administración a la CNMV en el cual haga constar las perspectivas de negocio que tienen en un futuro a corto plazo y las consecuencias positivas que ello supondrá en los ejercicios venideros.

b. Que la entidad se haya constituido a través de una fusión, escisión o aportación de rama de actividad.

c. Que el emisor en proceso de reordenación o reestructuración económica o en proceso de privatización por una entidad pública.

- Que al menos existan 100 accionistas con una participación inferior al 25 % del capital.

En resumen, estos son los principales requisitos exigidos para la admisión de acciones en el mercado bursátil. Como podemos observar, no hallamos mayores exigencias que las establecidas en la normativa europea. Sin embargo, es cierto que encontramos un requisito más restrictivo en lo relativo a los títulos valores, pues se fija que el importe total de los títulos valores puestos en circulación alcance un valor esperado de mercado de al menos de 6.000.000 de euros. Este requisito, contrasta con la cifra de 1.000.000 de euros que establece la ya citada Directiva CARD, aunque al igual que esta, otorga la posibilidad de aceptar la admisión aun cuando no se alcance dicho mínimo, cuando el mercado en donde se pretenda actuar sea lo suficientemente líquido. Esto es, que los activos del mercado en que participen puedan ser adquiridos y enajenados con relativa facilidad sin sustanciales variaciones respecto a su precio.

#### **IV. PRINCIPALES ORGANISMOS REGULADORES DEL MERCADO FINANCIERO: ESMA Y CNMV – SU CAPACIDAD NORMATIVA**

Como hemos podido comprobar, los mercados financieros se tratan de espacios en los que participan innumerables actores que tienen como principal objetivo la obtención de beneficios.

Ahora bien, en la búsqueda de esas ganancias, dichos actores pueden llevar a cabo diversos comportamientos desleales que ocasionen grandes perjuicios para terceros.

Es imposible impedir de un modo absoluto que se den estas prácticas, pero sí que es factible el desarrollo de ciertas actuaciones que faciliten una disminución notable de las mismas. Con esta finalidad se crearon la European Securities and Market Authority – Autoridad Europea de Valores y Mercados- (en lo sucesivo, ESMA), a nivel europeo, y la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, CNMV), a nivel nacional.

En cuanto a la primera, se trata de un órgano independiente que contribuye al mantenimiento de una cierta estabilidad financiera en el conjunto de los Estados Miembros. Fue creada a partir de las recomendaciones expuestas en el Informe Larosière<sup>4</sup> que requería el establecimiento de un Sistema Europeo de Supervisión Financiera. Además, sustituyó al anterior Comité Europeo de Reguladores, red de autoridades de la UE que asesoraba a la Comisión Europea en esta materia. Por el contrario, la actual ESMA se trata de un organismo independiente, pero con plena rendición de cuentas ante el Parlamento Europeo y el Consejo de la Comisión Europea.

La ESMA, así como la Autoridad de Supervisión Europea Bancaria y la Autoridad de Supervisión de Seguros y Pensiones de Jubilación, entre otras, forman parte del Sistema Europeo de Supervisión Financiera.<sup>5</sup>

Respecto a sus funciones, junto con la promoción de unos mercados financieros ordenados y la contribución a una estabilidad financiera, hallamos el que, a mi juicio, debe ser el gran objetivo de este órgano: la protección de los inversores.

Para lograr este propósito, la ESMA realiza una exhaustiva evaluación sobre el mercado con el firme compromiso de detectar y actuar sobre los diferentes riesgos a los que se pueden verse sometidos los inversores en la UE. Es así como se identifica cualquier

---

<sup>4</sup> El denominado “Grupo de De Larosière”, formado por gobernadores y banqueros de la UE, presentó el 25 de febrero de 2009 un informe, solicitado por el Presidente de la Comisión, en el que tras analizar las causas de la crisis financiera de 2008, efectuó una serie de recomendaciones entre las que figuraba la creación de un Sistema Europeo de Supervisión financiera.

<sup>5</sup> El Sistema Europeo de Supervisión Financiera se trata de un sistema de autoridades descentralizadas cuyo principal objetivo es garantizar una supervisión financiera coherente dentro de la UE

fenómeno que pudiera suponer una amenaza para los inversores y, con ello, alterar el funcionamiento de los mercados.

Pero para otorgar una buena protección al inversor no solo basta con coordinar una notable supervisión de los mercados. También se requiere una rigurosa normativa aplicable que impida la consecución de abusos por parte de las entidades financieras.

Por esta razón, se ha dotado a este organismo de una determinada capacidad normativa que se transfiere mediante diferentes figuras legislativas, como expresa el Reglamento 1095/2010 que crea este organismo.

En primer lugar, la ESMA, conforme al artículo 16 del citado Reglamento puede elaborar directrices y recomendaciones dirigidas a las autoridades competentes y los participantes en los mercados financieros. El objetivo de estas directrices es precisar y fomentar la aplicación de la Directiva MIFID. Su cumplimiento no es preceptivo por parte de las Autoridades y los diversos participantes en los mercados financieros, salvo cuando así lo consideren. Ahora bien, cuando no pretendan cumplir la correspondiente directriz o no tengan intención de cumplirla, deberán comunicarlo a la ESMA exponiendo sus motivos. Ejemplo de alguna de estas directrices es, por ejemplo, la Directriz relativa a los requisitos de idoneidad del inversor referidos en la Directiva MIFID.

Igualmente con el fin de contribuir a garantizar en el mercado unos procedimientos uniformes y racionales con los principios de la Unión, la ESMA cuenta con otras dos figuras legislativas cuyo contenido no será de obligado cumplimiento. Estas son las denominadas como “Preguntas y Respuestas” (Q y A) y Opiniones, a través de las cuales este organismo emite dictámenes. Concretamente, el “Dictamen sobre las prácticas de la MIFID para las empresas que venden productos complejos”<sup>6</sup> será debidamente analizado en este trabajo.

Por otro lado, la ESMA también se encuentra habilitada para elaborar proyectos de normas técnicas de regulación y de ejecución, en coherencia con lo establecido en los artículos 10 y 15 del citado Reglamento de creación. Para su regulación, ambas requieren de la aprobación de la Comisión Europea

---

<sup>6</sup>[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/ipisc\\_complex\\_products\\_-\\_opinion\\_20140105.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/ipisc_complex_products_-_opinion_20140105.pdf), consultada el 9 de mayo de 2016.

En cuanto a las primeras, tienen como finalidad garantizar la armonización del acto legislativo en que se base. Su aprobación se llevará a cabo a través de Reglamentos o Decisiones.

En cuanto a las segundas, se limitarán a establecer las condiciones para la aplicación de los actos legislativos correspondientes. Al igual que las normas técnicas de regulación, también serán adoptadas mediante Reglamentos o Decisiones.

Asimismo, característica común de ambas normas es que serán de carácter estrictamente técnico, no entrañando decisiones estratégicas ni opciones políticas.

Por último, no podemos obviar la capacidad de este organismo para imponer sanciones económicas respecto a los participantes de los mercados que incumplan la normativa europea en esta materia. Prueba de ello es la multa de 64.000 euros impuesta a DTCC Derivatives Repository Ltd. (DDRL) por la negligencia de poner en marcha el acceso directo a la negociación de productos derivados.<sup>7</sup>

Dicho esto, nos centraremos ahora en el organismo nacional supervisor del Mercado Financiero, la CNMV.

Pues bien, la CNMV se trata del organismo supervisor de los mercados españoles, encargado de controlar la actividad de todos aquellos participantes que intervienen en el mismo. Fue creada por la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. En la actualidad, se encuentra regulada en los artículos 16 a 32 del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la LMV. Tal es la importancia de este organismo en los mercados financieros que existe un título (Título II), dedicado exclusivamente a la misma.

En cuanto a su naturaleza jurídica, el artículo 16 LMV expresa que se trata de un *“ente de derecho público con personalidad jurídica propia y plena capacidad pública y privada”*. Ahora bien, es cierto que hablamos de un organismo independiente, pero íntimamente relacionado con el Ministerio de Economía y Competitividad. Prueba de ello es que el Presidente y Vicepresidente son nombrados por el Gobierno a propuesta del Ministerio de Economía y Competitividad.

---

<sup>7</sup> Página oficial de la ESMA (European Securities and Markets Authority), <https://www.esma.europa.eu/>, consultada el 9 de mayo de 2016

Continuando con su organización, la CNMV se compone de un Consejo del cual, además de su Presidente y Vicepresidente, forman parte el Director General de Entidades, Director General de Mercados, Director General del Servicio Jurídico y Director General de Política Estratégica y Asuntos Internacionales.

Por otro lado, también cuenta con un Comité Consultivo, conformado por diferentes representantes de los mercados secundarios oficiales, de los emisores e inversores.

Respecto a sus funciones, en consonancia con lo dispuesto en el artículo 17 LMV las podemos resumir en:

- Supervisar e inspeccionar, con potestad sancionadora, los mercados de valores y la actividad de los sujetos que en ellos participan.
- Velar por la transparencia en los mercados financieros mediante la promoción de la información necesaria para los inversores.
- Procurar la correcta formación de precios y, labor que está siendo objeto de estudio en este trabajo, desarrollar una efectiva protección a los inversores.
- Asesorar sobre los Mercados de Valores al Gobierno, Ministerio de Economía y Competitividad y las Comunidades Autónomas.
- Proponer medidas o disposiciones sobre los mercados de valores.
- Elaborar y publicar un Informe Anual sobre la actuación y la situación general de los mercados de valores. Asimismo, el Presidente (en la actualidad, Presidenta), comparecerá en la Comisión Nacional de Economía y Competitividad del Congreso de los Diputados para explicar el citado informe.

Una vez reconocidas la totalidad de las funciones encomendadas a la CNMV, podemos determinar las que, a mi parecer, son las labores que mayor importancia tienen: promover el máximo grado de transparencia posible en los mercados, así como una adecuada protección a los inversores.

Hasta la llegada de Elvira Rodríguez Herrer, actual Presidenta de la CNMV, eran constantes las críticas hacia este organismo pues se consideraba que su labor sobre la protección de los inversores era demasiado laxa, estando mucho más preocupados por

mantener en proteger los intereses de las entidades financieras que sobre esta cuestión. Con la llegada de la actual Presidenta, gran parte de esas voces críticas han desaparecido, y todo debido a una gran batería de medidas dirigidas precisamente a cumplir con las dos funciones que hemos considerado como más importantes.

Lógicamente, y como sucede con el organismo al que anteriormente nos hemos referido (ESMA), es materialmente imposible desarrollar las competencias atribuidas sin una cierta capacidad normativa. Es aquí donde entra en juego el artículo 21 LMV, dedicado en exclusiva a esta circunstancia.

Pues bien, el primer instrumento normativo con el cual cuenta la CNMV son las denominadas como Circulares. Estas disposiciones normativas son dictadas para exigir el adecuado desarrollo y ejecución de las normas contenidas en los Reales Decretos aprobados por el Gobierno o en las órdenes del Ministerio de Economía y Competitividad, siempre que estas disposiciones le habiliten de modo expreso para ello. Las circulares deberán ser aprobadas por el Consejo de la Comisión y no desplegarán efectos hasta su publicación en el Boletín Oficial del Estado.

Por otro lado, la CNMV cuenta con otro instrumento normativo digno de mención como son las Guías Técnicas, dirigidas a las entidades y grupos supervisados que participan en el mercado, indicando los diferentes procedimientos a seguir que consideran adecuados para el cumplimiento de la normativa, así como los criterios que la CNMV seguirá en el ejercicio de sus actividades de supervisión. En caso de que las entidades supervisadas se aparten de los criterios marcados en dichas guías técnicas, la CNMV podrá requerir una explicación de los motivos que impulsaron tal decisión. Del mismo modo, las Guías Técnicas también son utilizadas para desarrollar o adaptar las disposiciones de similar naturaleza aprobadas por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA).

Un ejemplo de estas guías técnicas es la guía de comunicación de operaciones a la CNMV que, entre otras finalidades, pretende ayudar a la supervisión de las normas de conducta por parte de las entidades que participan en el mercado.

Asimismo, es posible que en el ejercicio de su capacidad normativa, la CNMV impulse diferentes proyectos de Circulares que sirvan de sustento para la elaboración de normas por parte de, sobre todo, el Ministerio de Economía y Competitividad. Prueba de ello es



el denominado como “semáforo de riesgo financiero”, ideado por la CNMV y que un año más tarde fue aprobado mediante la Orden Ministerial 2316/2015, de 4 de noviembre, relativa a las obligaciones de información y clasificación de productos financieros. El problema radica en que al acoger la propuesta emitida por la CNMV, en muchas ocasiones el proyecto sufre diferentes modificaciones que suelen desvirtuar en cierta medida el esfuerzo normativo realizado por la CNMV. En este caso concreto, se llevaron a cabo dos cambios muy criticados. En primer lugar, se excluye del indicador a los productos derivados que previamente habían sido calificados como productos de máximo riesgo. Además, también se permite sustituir el denominado semáforo, que calificaba a los diferentes productos mediante colores por una indicación numérica correspondiente a cada clase, lo cual dificulta la labor de identificar los productos financieros en función del riesgo que suponen para el inversor.

Como ya dijimos, esta Orden Ministerial ha sido objeto de numerosas críticas al considerarse que, una vez más, se protegen los intereses de las entidades financieras por encima de los inversores. Entre otras cuestiones, porque se considera que mediante esta orden se permite a las entidades seguir incluyendo cláusulas abusivas sin que se le advierta nada al inversor.

Pero sobre todo, la mayor parte de la crítica se concentra en la lista de productos financieros que han sido incluidos. Existe en el sector financiero una gran polémica respecto a la calificación que merecen los diferentes productos. Por esta razón, la CNMV, en su Plan de Actividades de 2016<sup>8</sup>, ha anunciado que redactará una Circular<sup>9</sup> que complete dicha Orden y advierta de qué productos no son adecuados para minoristas, incluyendo categoría de productos financieros que hasta el momento no son recogidos por la Orden Ministerial.

---

<sup>8</sup> <http://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={df049047-fc08-4475-a952-be84ab4de1ea}>, consultada el 10 de mayo de 2016.

<sup>9</sup> Texto del Proyecto de Circular elaborado por la CNMV, [http://www.cnmv.es/DocPortal/DocFaseConsulta/CNMV/Texto\\_Circular.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/DocFaseConsulta/CNMV/Texto_Circular.pdf), consultado el 1 de junio de 2016

Ante tal situación, los grandes bancos han reaccionado a través de la Asociación Española de Banca (AEB)<sup>10</sup>, presentando una auténtica batería de alegaciones frente a la disposición ideada por el supervisor bursátil con el objetivo de rebajar las exigencias impuestas por la CNMV en esa Circular. De lo contrario, considerarían realizar un gran ajuste estructural que probablemente culminaría con el cierre de oficinas bancarias, al igual que sucedió a principios de la crisis económica comenzada en 2008. Habrá que ver si la CNMV cede ante tales peticiones o, por el contrario, mantiene el pulso al poderoso “lobby” financiero.<sup>11</sup>

Al mismo tiempo, esta nueva iniciativa de la CNMV tampoco ha terminado de convencer a determinados expertos financieros. Por ejemplo, Germán Guevara, Secretario del Comité de Acreditación y Certificación de EFPA (European Financial Planning Association)<sup>12</sup> Europa, afirma que *“lo ideal en la nueva Circular sería que no existan excepciones y que la normativa cubra todo tipo de productos financieros”*<sup>13</sup>. Lo contrario puede provocar que un producto que no tenga tal calificación sea considerado por el inversor minorista como conveniente cuando en realidad no sea adecuado para el mismo.

Al mismo tiempo, el Sr. Guevara considera igualmente que es y seguirá siendo un problema que un inversor encuentre la advertencia “este no es producto adecuado para inversores minoristas”, pues no solo tendrá mucho más cuidado a la hora de seguir adelante con la inversión, sino que incluso puede que nadie quiera un producto con dicha advertencia, *“cuando puede ser más conveniente para él en el marco de una cartera muy diversificada”*.

---

<sup>10</sup> La AEB se trata de una asociación abierta a todos los bancos españoles y extranjeros que operan en España.

<sup>11</sup> NAVAS, JOSÉ ANTONIO: *“La banca saca las uñas para frenar (otra vez) la Circular CNMV de Productos Complejos*, El Confidencial, publicado el 23 de mayo de 2016, consultado el día 2 de junio del mismo año.

<sup>12</sup> European Financial Planning Association (Asociación Europea de Planificación Financiera) es una Institución sin ánimo de lucro y financieramente independiente que tiene como finalidad garantizar el adecuado desarrollo de la profesión de asesor financiero a escala Europea.

<sup>13</sup> GARCÍA LÒPEZ, ESTHER: *“La CNMV mejora el semáforo de riesgos”*, Inversión y Finanzas.com, publicado el 10 de marzo de 2016, consultado el 7 de junio del mismo año.

Nos pronunciaremos más adelante sobre opiniones como estas.

Por último, no debemos olvidar la ya citada potestad sancionadora de la CNMV. Efectivamente los artículos 271 y sucesivos LMV recogen el régimen sancionador en el ámbito del mercado de valores.

Como podemos observar, la CNMV es competente para la incoación e instrucción así como para la imposición de sanciones por infracciones leves, graves y muy graves. Con respecto a estas últimas clases de infracciones, debemos destacar que su atribución a la CNMV es relativamente corta, pues no se otorgó hasta la Ley 5/2015, de 27 de abril, que modificó el artículo 97 de la antigua Ley del Mercado de Valores (en la actualidad, regulada en el artículo 273 del Texto Refundido de la LMV).

Esta última reforma consagró una de las grandes exigencias de la CNMV con el fin de hacer frente a los diferentes escándalos que se han sucedido en nuestro país a lo largo de los últimos años.

Entre otras cuestiones, la CNMV puede sancionar a la entidad infractora con una cuantiosa multa o con la suspensión o limitación para la realización de operaciones en el mercado de valores durante un plazo determinado. Por ejemplo, una de las últimas sanciones impuestas ha sido la multa de 1,55 millones de euros a Liberbank y a sus cajas de ahorros fundadoras (Caja Cantabria, Caja Sur y Caja Extremadura) en relación a sus operaciones sobre preferentes y obligaciones subordinadas.

Por último, conviene aclarar que, conforme a lo establecido en el artículo 271.4 LMV, en tanto que la Circulares aprobadas por la CNMV se consideran normas de ordenación y disciplina del mercado de valores, su incumplimiento por los participantes en los mercados ya será objeto de sanción.<sup>14</sup>

---

<sup>14</sup> Página oficial de la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores): <http://www.cnmv.es/portal/home.aspx>, consultada el 9 de mayo de 2016.

## V. -LA DIFERENCIA ENTRE EL INVERSOR MINORISTA Y EL PROFESIONAL

Antes de seguir avanzando en este estudio, resulta de vital importancia aclarar la distinción que realiza la ley entre inversores minoristas y profesionales. Desde un punto de vista teórico, parece una distinción bastante sencilla, pero en la práctica, existen grandes disputas a la hora de calificar al inversor bajo una u otra denominación. Y todo porque, como nos podemos imaginar, entran en juego múltiples intereses que poco tienen que ver con una simple calificación.

En efecto, la LMV, en sus artículos 203 y sucesivos distingue entre clientes minoristas (inversores minoristas) y clientes profesionales (inversores institucionales, entre otros). Para ello, en su artículo 205 señala una lista de aquellos a quienes considera como clientes profesionales, con la salvedad de que alguno de estos solicite un trato no profesional. Así, serían clientes profesionales:

a) Las entidades financieras y demás personas jurídicas que para poder operar en los mercados financieros hayan de ser autorizadas o reguladas por Estados, sean o no miembros de la Unión Europea, entre las que podemos destacar, las entidades de crédito, las empresas de servicios de inversión o los fondos de pensiones y sus sociedades gestoras.

b) Los Estados y Administraciones regionales, los organismos públicos que gestionen la deuda pública, los bancos centrales y organismos internacionales y supranacionales, como el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional, el Banco Central Europeo, el Banco Europeo de Inversiones y otros de naturaleza similar.

c) Los empresarios que individualmente reúnan, al menos, dos de las siguientes condiciones:

- 1.º que el total de las partidas del activo sea igual o superior a 20 millones de euros;
- 2.º que el importe de su cifra anual de negocios sea igual o superior a 40 millones de euros;
- 3.º que sus recursos propios sean iguales o superiores a 2 millones de euros.

d) Los inversores institucionales que, no estando incluidos en la letra a), tengan como actividad habitual invertir en valores u otros instrumentos financieros. Se trataría este del supuesto de inversor institucional más difícil de identificar, pues para su delimitación se utiliza un concepto jurídico indeterminado, lo cual requiere analizar caso por caso con detenimiento.

Dicho esto, como ya advertimos antes, las discrepancias a la hora de calificar a un inversor no se deben a razones puramente denominativas. **La razón es que la calificación como cliente minorista o profesional podría conllevar que el adquirente del producto financiero no tenga derecho a la devolución del dinero invertido.** Y todo ello, porque a la hora de informar sobre las características del producto financiero, el tratamiento entre uno y otro inversor resulta bien distinto. Se considera que un inversor profesional cuenta, en la mayoría de las ocasiones, con los medios suficientes para comprender suficientemente el producto financiero que pretende adquirir. Ello implica que se rebajen las exigencias sobre el proceso de comercialización de estos productos con estos inversores. Por ejemplo, en el caso del denominado como test de idoneidad (artículo 213 LMV) que debe realizar la entidad que comercializa el producto, no es necesario que se obtenga información sobre los conocimientos y experiencias del cliente.

Retomaremos esta cuestión más adelante.

## **VI. CATÁLOGO DE PRODUCTOS FINANCIEROS EXAMINADOS POR LA CNMV: PRODUCTOS COMPLEJOS Y NO COMPLEJOS**

Como hemos comentado en el epígrafe anterior, aunque muy vagamente, la catalogación de los productos financieros en complejos y no complejos se trata de un asunto que despierta grandes polémicas en el sector financiero.

Salvo diversas voces interesadas y discrepantes, la gran mayoría de los participantes en los mercados de valores coinciden en la necesidad de clasificar a los productos financieros. El problema radica en la dificultad para calificar a los productos financieros en uno y otro grupo.

Por ello, ante la falta de consenso, la CNMV se ha encargado de elaborar un catálogo de productos financieros dividiendo a estos en complejos y no complejos.<sup>15</sup> El catálogo que nos va a servir de fundamento para este estudio data de 2010 por lo que, teniendo presente el dinamismo que acompaña a los mercados, no podemos limitarnos a dar por válida la clasificación establecida pues **el documento está totalmente desactualizado y solo nos servirá de referencia**. Prueba de ello es que las tan famosas acciones o participaciones preferentes se catalogaron como producto financiero no complejo en tanto no incluyeran un derivado implícito.

En estos momentos, no podemos hablar de una guía de catalogación de productos financieros como tal, pero como hemos tenido oportunidad de comentar, sí que se han llevado a cabo actuaciones dirigidas a determinar los productos financieros bajo una u otra catalogación.

En primer lugar, la propia página web de la CNMV, en su sección dedicada a la orientación para el inversor,<sup>16</sup> señala la distinción entre productos financieros complejos y no complejos aclarando sus características. Así, dispone que para concluir que un producto financiero no es complejo es necesaria la concurrencia de las siguientes características:

-Se pueden reembolsar de forma frecuente a precios conocidos por el público. En general, siempre es fácil conocer su valor en cualquier momento y hacerlos efectivos.

-El inversor no puede perder un importe superior a su coste de adquisición, es decir, a lo que invirtió inicialmente.

-Existe información pública, completa y comprensible para el inversor minorista, sobre las características del producto.

-No son productos derivados.

Así, podríamos tomar como ejemplos de **productos no complejos**, entre otros:

**Acciones cotizadas en mercados regulados:** se tratan de títulos-valores que representan una parte alícuota de una sociedad.

---

<sup>15</sup>[http://www.cnmv.es/DocPortal/GUIAS\\_Perfil/GuiaInstrumComplejosNOComplejos.PDF](http://www.cnmv.es/DocPortal/GUIAS_Perfil/GuiaInstrumComplejosNOComplejos.PDF), consultada el 11 de mayo de 2016.

<sup>16</sup> <http://www.cnmv.es/portal/inversor/Orientacion.aspx>, consultada el 15 de mayo de 2016.

**Letras del Tesoro, Bonos y Obligaciones del Estado:** se tratan de instrumentos de compra de deuda pública repartiendo una serie de intereses anuales a los inversores que decidan adquirirlas. Aunque no se puedan considerar como producto complejo, sí que es cierto que en la actualidad nuestro país ha colocado en los últimos años Letras del Tesoro a intereses negativos, lo cual ha llevado a impedir que los inversos minoristas solo puedan adquirir estas mediante subastas no competitivas. Esto es, aquellas en la cual el inversor aclara la cantidad que quiere adquirir, pero no la rentabilidad mínima que espera. A pesar de ello, aún se pueden adquirir bonos, con plazos de vencimiento superiores a cinco años, que ofrecen rendimientos superiores al 1 %.

**Fondos de inversión tradicionales:** se tratan de instituciones de inversión colectiva dirigidas a la reunión de fondos de distintos inversores para, bajo la tutela de un ente administrador, invertirlos en diferentes instrumentos financieros. Cuando hablamos de fondos de inversión tradicionales, nos referimos a aquellos que apuestan de forma constante por inversiones menos arriesgadas.

Ahora bien, desde que el producto no posea alguna de las características, ya será calificado como **complejo**. En general, este tipo de productos no solo se caracterizan por el riesgo que llevan asociado para el consumidor, sino que además, no suelen tener una gran liquidez. Es decir, que se trata de un producto en el que el precio entre la adquisición y una eventual enajenación suele fluctuar de forma exponencial. Como ejemplo de productos financieros, podemos traer a colación algunos de los señalados como tal por la CNMV.

En primer lugar, los productos derivados, futuros y opciones ya explicados en su momento son un perfecto prototipo de producto complejo. Es más, como vimos anteriormente, una de las características que deben poseer los productos financieros para no ser considerados como complejos es no tratarse de un producto derivado.

Otros de los productos que han sido señalados como complejos se tratan de los productos estructurados. Esto es, aquellos productos en los que se combinan productos de renta fija y productos derivados, de modo que la inversión estaría sometida a un porcentaje fijo y otro dependiente de un secundario instrumento financiero.

En general, podríamos decir que estos, unidos a otros productos como los warrants, swaps o fondos de inversión libre de difícil comprensión para el inversor minorista, son los principales productos financieros complejos.

Dicho esto, es momento de volver a traer a colación la Orden Ministerial 2316/2015, que regula el denominado como “semáforo del riesgo financiero”. Como sabemos, la propuesta de normativa ideada por la CNMV sufrió grandes modificaciones que fueron duramente criticadas. Bajo la excusa de que iba a ser aprobado el reglamento europeo que regula los datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista (el ya citado Reglamento de los PRIIP), se suavizó la regulación inicialmente establecida por la CNMV, excluyendo de la lista a los productos derivados e incluso, permitiendo a las entidades sustituir los colores como indicadores del riesgo por números. Así, se favorecían en cierto modo los intereses del sector bancario que alegaba la incongruencia de aprobar esa orden ministerial pues, según consideran, se trataba de una normativa que se solaparía con el reglamento europeo que iba a ser aprobado.

Pues bien, a mi juicio, todas estas voces críticas con las sucesivas reformas que durante estos últimos años ha impulsado la CNMV, parecen obviar que, incluso a día de hoy, aún quedan más de 6 meses para la aprobación del Reglamento de los PRIIP. Ello conllevaría paralizar las necesarias y urgentes modificaciones que necesita la regulación del mercado de valores. Por ello, considero acertada la decisión de la CNMV de seguir fortaleciendo la normativa en esta materia.

Se espera que la nueva Circular esté lista antes de Octubre de este año (2016) y en ella se hace mención a otros seis productos financieros complejos cuya comercialización deberá ir acompañada de la siguiente expresión: *“Está a punto de adquirir un producto que no es sencillo y que puede ser difícil de entender. La CNMV considera, con carácter general, no adecuada, por su complejidad, su adquisición por inversores no profesionales”*. Estos seis productos serán los señalados por la nueva circular, aunque se deja la puerta abierta a añadir más en un futuro tras un análisis específico:

-Los bonos cocos, que se convierten en acciones en virtud de determinados eventos. Por ejemplo, los que vende la banca y que se transforman en capital si sus ratios de solvencia caen por debajo de determinados umbrales.

-Cualquier tipo de deuda que incluya una cláusula que implique que el emisor puede amortizarla total o parcialmente y no permita recuperar los intereses que hayan sido impagados.



-La deuda que no asegure al menos el 90% del capital inicial, siempre que la devolución del porcentaje restante esté ligada a la evolución de uno o varios activos y que estos no dispongan de una valoración diaria.

-Los productos estructurados que impliquen la devolución de dinero o acciones cuando la entidad no asuma el compromiso de devolver al menos el 90% del importe recibido y siempre que además incorporen estructuras complejas.

-Los fondos de inversión con un objetivo concreto de rentabilidad, garantizado o no, cuando ese objetivo no sea igual o superior al 90% de la inversión y que incluyan estructuras complejas.

-Todos los derivados no cotizados en mercado. Las opciones, los futuros, los contratos por diferencias (CFD, por sus siglas en inglés) y los seguros contra el impago de una determinada deuda (CDS).<sup>17</sup>

Como vemos, en los últimos años la CNMV ha atacado con dureza a la comercialización de productos financieros que considera complejos, y ello no solo ha derivado en críticas de una industria financiera manifiestamente sesgada, sino también de algunos expertos financieros que no consideran a este método como el más adecuado para combatir esta situación. Es el momento de traer a colación la opinión del Señor Guevara que, como destacamos en el epígrafe cuarto de este trabajo (página 18), no considera esta una buena práctica para los mercados financieros al considerar que establecer una lista de productos financieros complejos puede inducir al inversor a adquirir otros productos que no han sido catalogados como complejos pero que son igual de desaconsejables para el mismo. Al mismo tiempo, también afirma que la calificación del producto como complejo puede conllevar que el inversor se resista a adquirir el mismo, cuando en realidad, puede que sea este el ideal para sus pretensiones, por lo que, a su juicio, debe ser el asesor financiero quien decida si el producto es adecuado para el inversor.

Con los debidos respetos y partiendo del escaso conocimiento sobre esta materia que hasta el momento poseo, no puedo estar más en desacuerdo con esta opinión.

En primer lugar, considero que es imperiosamente necesaria la calificación de los productos financieros entre complejos y no complejos, siempre que ello se realice con la

---

<sup>17</sup>Proyecto de Circular Op.sit:

[http://www.cnmv.es/DocPortal/DocFaseConsulta/CNMV/Texto\\_Circular.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/DocFaseConsulta/CNMV/Texto_Circular.pdf), consultado el 25 de mayo de 2016.

única intención de advertir al inversor del riesgo que supone la adquisición de los mismos. Evidentemente, no podemos hablar de una lista cerrada. Ello sería un error mayúsculo, pues el mercado se encuentra plenamente sometido a la ingeniería financiera de la cual emanan multitud de productos a un ritmo vertiginoso.

Por esta razón, considero fundamental reconocer el dinamismo que caracteriza a los mercados y, a partir de ahí, elaborar una lista de productos financieros complejos que debe ser constantemente actualizada.

Por otro lado, el Señor Guevara cree también que es el asesor financiero quién debería decidir, y no una lista, qué producto es el adecuado para los intereses del inversor.

Pues bien, seguramente podremos encontrar un gran número de asesores financieros que velan por los intereses de sus clientes pero lo cierto es que, a lo largo de todos estos años, se han ido sucediendo los escándalos relacionados con la venta indiscriminada de productos financieros complejos a particulares sin ningún tipo de conocimiento financiero. Probablemente, podríamos analizar multitud de factores para que se hayan producido estas situaciones pero, en muchas ocasiones, los asesores, y no solo aquellos que trabajan para entidades de crédito, propiciaron la adquisición de productos complejos por inversos minoristas con las desafortunadas consecuencias que todos conocemos.

Por esta razón, opto por que sea un ente público quien se encargue de calificar a un producto como adecuado o no para los inversores minoristas. No se me ocurre una mejor forma de garantizar la objetividad en una decisión de tal importancia.

## **VII. EL PROBLEMA DE LAS PREFERENTES EN LA ACTUALIDAD**

Existirán pocas personas en España que no hayan escuchado al menos una vez en su vida la palabra preferente y, desgraciadamente, la razón de ello no es una mejora del conocimiento financiero por parte de los ciudadanos.

En efecto, a partir de 2009, se comenzó a comercializar este producto bajo la apariencia de un activo con el que se obtendrían grandes rentabilidades, pero que finalmente provocó un grave perjuicio para la economía de miles de personas.

Las participaciones o acciones preferentes son valores emitidos por una sociedad que no confiere participación alguna en su capital ni derecho al voto. Son denominadas como preferentes porque tienen prioridad frente a las acciones comunes en el pago de dividendos o en supuestos casos de liquidación de la sociedad que las emite, aunque igualmente se encuentran subordinadas al pago de bonos u obligaciones. Además, tienen un carácter perpetuo, no tienen vencimiento y su rentabilidad está sometida a la obtención de beneficios. Podríamos continuar desgranando la naturaleza de este producto financiero, pero creo que con esta información ya es suficiente como para entender que no nos encontramos ante un producto “ideal” para los pequeños ahorradores.

A pesar de ello, una gran parte de las entidades bancarias vieron en este producto como una excelente forma de encontrar financiación a bajo coste y, a sabiendas de la complejidad de este producto, se lanzaron a la comercialización del mismo. Además, casualmente los principales afectados han sido particulares con un desconocimiento financiero absoluto.

Las consecuencias son de sobra conocidas. La venta de preferentes provocó un quebranto económico de aproximadamente quince mil millones de euros a, en su mayoría, pequeños ahorradores. Pero afortunadamente, los órganos judiciales de nuestro país, aunque para algunos de una forma no del todo acertada, han condenado a diferentes entidades a devolver todo el dinero obtenido en la venta de este producto. Nos centraremos en comentar dos Sentencias del Tribunal Supremo relativas a diferentes entidades bancarias.

Comenzaremos por las Sentencias nº23/2016 y nº 24/2016 de la Sala de lo Civil del Tribunal Supremo<sup>18</sup> que confirman sendas Sentencias de las Audiencias Provinciales de Valencia y Oviedo, las cuales anulaban dos suscripciones de acciones de Bankia por clientes minoristas.

El caso de la venta de preferentes por esta entidad es de sobra conocido. Pero la Sentencia que nos disponemos a comentar tiene por objeto la nulidad de dos suscripciones de acciones por clientes minoristas. Esto es, en 2011 Bankia lanzó una

---

<sup>18</sup> STS nº 23/2016 Sala 1ª, de 3 de febrero, (ponente Francisco Marín Castán) Roj: STS 91/2016 - ECLI:ES:TS:2016:91 y STS nº 24/2016 Sala 1ª, de 3 de febrero, (ponente Rafael Sarazá Jimena) Roj: STS 92/2016 - ECLI:ES:TS:2016:92

OPS (oferta pública de suscripción de acciones) para salir a Bolsa. Este método, junto con la OPV, se tratan de dos de los métodos utilizados para salir a bolsa, con la diferencia que en la OPV se venden acciones ya existentes y en la OPS se venden acciones que se emiten expresamente en una ampliación de capital.

Ahora bien, la consecución de una OPS requiere el cumplimiento de unos requisitos. En concreto, el artículo 34.1 a LMV considera necesario la publicación de un folleto informativo que haya sido previamente aprobado por la CNMV en el cual se refleje de forma clara y concisa la imagen fiel del estado contable de la entidad.

Pues bien, la Sala considera que son patentes las inexactitudes en el folleto informativo pues posteriormente se demostró que lo que se señalaba como grandes beneficios se trataban de importantes pérdidas, Así, el Tribunal Supremo, conjugando la responsabilidad del folleto que ostenta el emisor en base al actual artículo 38 LMV con la acción de nulidad por vicio del consentimiento (1300 y 1303 CC) anula la suscripción de dichas acciones por clientes minoristas y condena a la entidad a la devolución del dinero invertido.

Explicado este supuesto, debe quedar claro que no debemos confundir la OPS y posterior salida a bolsa de Bankia con la venta de preferentes. Se tratan de cuestiones bien diferentes.

Pero lo que aquí tratamos de dirimir es si esta Sentencia puede ser aplicada al caso de las preferentes o no. En principio, esta resolución se aplica exclusivamente sobre los accionistas de bolsa, pero muchos expertos coinciden en que, dadas las aparentes similitudes entre uno y otro caso, los afectados por las preferentes puedan apoyarse en la misma para eventuales reclamaciones judiciales.

Por último, en aras de ofrecer una perspectiva distinta a la manifestada por el Tribunal Supremo, considero necesario destacar que la mayor parte de los expertos en finanzas comparten la resolución a la que llega la Sala, pero es cierto que no todos consideran acertados los fundamentos para llegar a la misma. Esto es, utilizando un símil médico, podríamos decir que se está de acuerdo en el diagnóstico de la enfermedad, pero no con el tratamiento utilizado.

En efecto, existen algunas voces discrepantes con la fórmula utilizada para resolver el litigio. Por ejemplo, el jurista y economista Manuel Conthe, afirma que el Tribunal

comete errores graves para alcanzar un resultado material que califica como justo. En su opinión, fundamentar el fallo en la inexactitud del folleto le resulta un argumento muy dudoso e innecesario. Para él, esta Sentencia es una prueba más del escaso conocimiento financiero de los magistrados.

Así, considera que el folleto facilitado por Bankia no contenía ninguna inexactitud cuando se registró. Entre otros argumentos, alega que la Sentencia parece confundir la reformulación en 2012 de las cuentas del ejercicio global 2011 con la veracidad de las cuentas trimestrales de 2011, base del folleto de la emisión, ni tienen en cuenta el capítulo de riesgos presente en el mismo.

Por ello, el Señor Conthe afirma que el fallo de condena se debe sustentar en una pésima comercialización del producto, pues Bankia utilizó a clientes minoristas como “carne de cañón” con el único objetivo de llevar a cabo una salida de Bolsa del todo arriesgada. Los empleados de Bankia no realizaron a sus clientes un asesoramiento según los parámetros exigidos, efectuando el test de conveniencia, pero omitiendo la realización del test de idoneidad (actual artículo 213 LMV), también necesario en estos casos.

Este planteamiento ideado por el Señor Conthe, hubiera evitado lo que, a su juicio, supone una contradicción del Tribunal al considerar que hubo inexactitud en el folleto, pero que ello solo afectó a los pequeños inversores, porque los inversores profesionales contaban con otros medios para conocer la situación.<sup>19</sup>

Dicho esto, considero acertada esa última cuestión. Si efectivamente el Tribunal Supremo considera que hubo inexactitudes patentes en el folleto, la entidad también debe responder para con los inversores profesionales, pues estos tampoco tenían por qué conocer que la información suministrada no era veraz.

Ahora bien, desde mis humildes conocimientos en esta materia, no puedo estar de acuerdo con la tesis mantenida por el Sr Conthe respecto a los argumentos manifestados por el Tribunal Supremo. A mi juicio, existen indicios suficientes para determinar que el folleto informativo de la OPS incurrió en graves inexactitudes. A 31 de diciembre de 2011, se tiene constancia de pérdidas no registradas por importe de 900 millones de

---

<sup>19</sup> CONTHE, MANUEL: “*Las Sentencias del Supremo sobre Bankia*”, en su blog “*El Sueño de Jardiel*”, *Expansión.com*, publicado el 6 de febrero de 2016, consultado el Lunes 9 de mayo del mismo año.

euros y además, en las cuentas se incluías indebidamente 1151 millones en el neto patrimonial como intereses minoritarios. Estas y otras operaciones, evidencian que cuando se reformulan las cuentas de 2011 el 25 de mayo de 2012, queda probado que las propias cuentas y, por ende, la información sobre estas publicadas en el folleto de la OPS, no reflejaban la imagen fiel de estas entidades, debido a la existencia de ajustes de importancia material no contabilizados. En la misma línea, se pronuncia en su informe los técnicos del Banco de España, que supone una de las pruebas periciales en las cuales se sustenta el fundamento del fallo:

*"Resulta prueba bastante acreditativa de que la situación financiera de Bankia no se correspondía con la real cuando salió a Bolsa, y que el folleto de la OPS adolecía de falta de veracidad en su contenido". Eso "vició el consentimiento prestado en la compra" y produjo en el inversor un error esencial y excusable.*

Dicho esto, a mi juicio, la pregunta a resolver en el punto en que ahora nos encontramos es si este tipo de pronunciamientos del Tribunal Supremo servirán, no solo para que los preferentistas puedan fundamentar sus reclamaciones en estos argumentos, sino también y lo que más dudas ofrece a día de hoy, si los inversores profesionales pueden reclamar el dinero invertido tanto en este caso de la OPS de Bankia, como por la adquisición de preferentes.

La segunda Sentencia del Tribunal Supremo a la cual queremos aludir fue dictada el 3 de febrero de 2016<sup>20</sup>. Mediante este pronunciamiento, se condena a la entidad bancaria Catalunya Banc a devolver el dinero procedente a la venta de, entre otros productos financieros, participaciones preferentes. Se trata esta de una sentencia de gran importancia pues no solo viene a afirmar una vez más que la información suministrada por la entidad no fue suficiente y no cumplía los parámetros exigidos por la normativa, sino también que el hecho de tener conocimientos financieros no anula la mala comercialización en que ha incurrido la entidad y, por ende, el derecho de los clientes a recuperar su dinero invertido. Así se expresa el Tribunal:

*"Que los clientes hubieran contratado anteriormente productos similares no conlleva que tuvieran experiencia inversora en productos financieros complejos, si en su contratación tampoco les fue suministrada la información legalmente exigida. Como ya*

---

<sup>20</sup> STS nº 102/2016 Sala 1ª, de 25 de febrero, (ponente Francisco Marín Castán) FJ 9º  
Roj: STS 610/2016 - ECLI:ES:TS:2016:610

*declaramos en las sentencias núm. 244/2013, de 18 de abril, y 769/2014, de 12 de enero de 2015, para la entidad de servicios de inversión la obligación de información que establece la normativa legal del mercado de valores es una obligación activa, no de mera disponibilidad. Es la empresa de servicios de inversión la que tiene obligación de facilitar la información que le impone dicha normativa legal, no sus clientes, inversores no profesionales, quienes deben averiguar las cuestiones relevantes en materia de inversión y formular las correspondientes preguntas. Sin conocimientos expertos en el mercado de valores, el cliente no puede saber qué información concreta ha de demandar al profesional. El cliente debe poder confiar en que la entidad de servicios de inversión que le asesora no está omitiendo información sobre ninguna cuestión relevante. Como hemos afirmado en las sentencias núm. 244/2013, de 18 de abril, 769/2014, de 12 de enero de 2015, y 489/2015, de 15 de septiembre, la actuación en el mercado de valores exige un conocimiento experto. **El hecho de tener un patrimonio considerable, o que los clientes hubieran realizado algunas inversiones previas no los convierte tampoco en clientes expertos, puesto que no se ha probado que en esos casos se diera a los demandantes una información adecuada para contratar el producto con conocimiento y asunción de los riesgos de una inversión compleja y sin garantías. La contratación de algunos productos de inversión con el asesoramiento de Caixa Catalunya, sin que la entidad pruebe que la información que dio a los clientes fue mejor que la que suministró en el caso objeto del recurso, y en concreto, que fue la exigida por la normativa del mercado de valores, solo puede indicar la reiteración de la entidad financiera en su conducta incorrecta, no el carácter experto de los clientes**".*

*\*la negrita es nuestra.*

De este modo, el Tribunal Supremo afirma que no solo aquellos inversores sin conocimiento financiero alguno tienen derecho a la devolución del dinero invertido, sino también aquellos que contaban con ciertas aptitudes financieras o incluso que hubieran realizado anteriormente inversiones en productos similares, pues tampoco en estos casos se considera acreditado que se hubiera facilitado una información adecuada que permitiera al inversor valorar la adquisición del producto con todas las garantías.

La importancia de esta Sentencia es mayúscula, pues a mi parecer, aporta algo más de luz a la cuestión que anteriormente comentábamos, ¿Pueden los inversores profesionales recuperar el dinero invertido en las preferentes?

A mi juicio, no cabe duda de que si se consigue acreditar que la información suministrada por el emisor no fue la exigida por la normativa relativa al Mercado de Valores, ya se trate de la venta de preferentes o de cualquier otro producto financiero complejo que exija una rigurosa información detallada sobre las características del mismo, cualquier inversor tiene grandes posibilidades de recuperar el dinero invertido. En cualquier caso, siempre y cuando concurren estas circunstancias, sigue existiendo un vicio por error en el consentimiento de la operación de compra sufrido por el inversor que, en todo caso, debe ser reparado.

### **VIII. BREVE ANÁLISIS DE LA PROTECCIÓN DEL INVERSOR EN EL DERECHO COMPARADO**

El objetivo de este trabajo no es otro que hallar una serie de medidas que aumenten el grado de protección sobre los pequeños inversores e imposibiliten nuevos escándalos. Para ello, considero necesario analizar las fórmulas aplicadas en otros países sobre esta materia.<sup>21</sup>

#### Dinamarca, Portugal y Bélgica:

Algunos años anteriores a nuestro país, y aunque con notorias diferencias, estos tres países instauraron diferentes variantes del “semáforo de riesgo financiero” que finalmente fue aprobado en 2015.

En cuanto a Dinamarca, en 2011 “The Danish FSA”, el órgano supervisor de los mercados en ese país, homólogo de la CNMV en España, elabora una Circular con la cual pretende agrupar a los diferentes instrumentos financieros presentes en el mercado. Para ello, el órgano Danés atiende a dos factores: la dificultad en la comprensión del instrumento y la posibilidad de pérdida del capital invertido.

Por su parte, en 2012 la “Comissao do Mercado de Valores Mobiliarios” de Portugal (CMVM), publica una Circular en la cual introduce dos nuevos elementos a la clasificación de los instrumentos financieros complejos. Esto es, los instrumentos se

---

<sup>21</sup> Consulta de la CNMV relativa a un sistema de clasificación de instrumentos financieros e identificación de productos especialmente complejos: <http://www.cnmv.es/DocPortal/DocFaseConsulta/CNMV/docconsulta.pdf>, consultada el 11 de mayo de 2016.



agruparon en distintas categorías, cada una, con un color asociado y el establecimiento de un instrumento financiero en una u otra se basaba en el capital invertido no garantizado por el emisor.

Respecto a Bélgica, l’Autorité des Services et Marchés Financiers (FSMA), la autoridad supervisora de los mercados en ese país, crea en 2014 un regulación, que fue aprobada mediante Real Decreto, en el cual establece una normativa que clasifica a los productos financieros atendiendo al riesgo que supone su inversión. Para ello, agrupa a los instrumentos financieros en una escala del 1 al 5. (1 menos riesgo, 5 riesgo máximo), y cada categoría numérica lleva aparejado un color (de verde a rojo). Así, en la clase 1, se encuentran catalogados los títulos de deuda pública emitidos por un Estado miembro y en la clase 5 (nivel de riesgo máximo), cualquier producto derivado.

Como vemos, quizás podríamos decir que la clasificación de los productos financieros en estos países supone la génesis del ya citado “semáforo del riesgo” creado en 2014 por la CNMV.

#### Francia:

La AMF (Autorités des Marchés Financiers), tomando consciencia de los perjuicios derivados de la venta de instrumentos financieros complejos, atacó al oportunismo de las entidades emisoras de estos productos, exigiendo que en la comercialización de estos productos se incluyera la siguiente advertencia de la AMF: *“el organismo supervisor de los mercados en Francia considera que este es un producto demasiado complejo para clientes no profesionales”*.

Podríamos considerar que esta medida ha inspirado a la ahora establecida en la nueva Circular de la CNMV que, como ya dijimos, se espera que esté lista antes de Octubre. Así, se identifican una serie de productos complejos los cuales deben llevar siempre aparejada la siguiente advertencia: El producto que se va adquirir es “difícil de entender” y la CNMV, por su complejidad, considera “no adecuada su adquisición por clientes no profesionales”.

## Reino Unido:

A mi juicio, el Reino Unido es el Estado miembro de la UE (hasta que se produzca la efectiva salida acordada)<sup>22</sup> que más ha apostado por la protección del inversor. Desde 2011, la FSA (Financial Services Authority), otorga un nuevo enfoque a su actividad publicando una serie de medidas dirigidas a desplegar una mayor protección sobre el inversor. Con anterioridad, y como aún mantienen algunos países, la protección al inversor se centra en controlar la comercialización de los productos, dirigida a evitar la venta inadecuada. Pero ahora, la estrategia consiste en intervenir sobre la fase de diseño del producto, con la finalidad de, por un lado, que los nuevos productos satisfagan las necesidades de los inversores y por otro, restringir la creatividad de las entidades en la creación de productos financieros complejos que han ocasionado grandes pérdidas a los inversores.

Para ello, se ha creado una nueva autoridad denominada como Consumer Protection and Market Authority (CPMA), que aplica una política de corte mucho más intervencionista y preventiva.

En mi opinión, el objetivo que debe perseguir toda medida que se aplica en el sector financiero es lograr el máximo equilibrio posible entre la innovación en los productos financieros y la protección al inversor. Pero tal y como se ha desarrollado el mercado en los últimos tiempos, me parece muy razonable la medida que ha impulsado el Reino Unido que otorga la posibilidad de prohibir la comercialización de productos que, por sus características, pueden provocar la comisión indiscriminada de ventas abusivas. Lógicamente, esta medida limita la capacidad de elección del consumidor, pero, como bien expone la FSA, resulta más adecuado limitar la comercialización de determinados productos, que arriesgarse a nuevos sucesos de ventas que pongan en peligro el patrimonio de los pequeños inversores.

Así, quizás el equilibrio del mercado se puede considerar mermado, pero a mi juicio, es preferible trastocar ese equilibrio si con ello se está otorgando un mayor grado de protección al inversor.

---

<sup>22</sup> El jueves 23 de febrero de 2016 se celebró un Referéndum en el Reino Unido sobre la permanencia en la UE, en la cual resultaron ganadores los partidarios del “LEAVE”, por lo que próximamente el Reino Unido dejará de pertenecer a la UE. Hasta que se produzca la salida oficial, debemos seguir tratando al Reino Unido como miembro de la UE.

Por otro lado, la reforma de la legislación financiera en el Reino Unido también ha delimitado la responsabilidad del intermediario, obligado a realizar un correcto asesoramiento en atención a los intereses del cliente.

### Canadá:

Al hilo de lo anteriormente comentado, la figura del asesor financiero ha sido el pilar fundamental sobre el que ha pivotado la labor de protección del inversor en Canadá. La gran mayoría de los expertos en finanzas, alaban el carácter previsor de los Canadienses, que en 2006 llevaron a cabo una reforma profunda de su sistema financiero, muy orientada a la protección del cliente, y clave en la resistencia del sistema bancario canadiense a la crisis financiera que azotó la economía mundial en 2008.

Los estudios que configuraron la revisión del sistema, señalan la importancia de que las entidades financieras reconozcan las limitaciones de los inversores minoristas, generalmente caracterizados por un escaso conocimiento financiero y un alto grado de confianza en sus asesores financieros respecto a la toma de decisiones inversoras.

Partiendo de esta premisa, Canadá ha asentado una legislación dotada de un alto grado de protección al inversor en la cual la figura de los intermediarios financieros goza de un papel fundamental.

En efecto, el estudio realizado refleja que mucho de las ventas abusivas sobre los inversores minoristas se deben en gran parte al exceso de confianza en sus relaciones con, sobre todo, las entidades financieras y sus asesores. En el resto de países occidentales como el nuestro, una gran parte de los escándalos en las ventas masivas de productos financieros complejos a inversores minoristas derivan de esta circunstancia, pero el tratamiento paliativo es muy diferente.

Mientras en Europa la regulación gira entorno a las labores de reconocimiento del cliente que debe realizar la entidad emisora al momento de la comercialización del producto financiero, en Canadá sucede todo lo contrario. Esto es, el legislador canadiense presta casi toda su atención en las prácticas comerciales de los intermediarios. Al mismo tiempo, promueve la educación de los ciudadanos en materia financiera y establece la denominada como práctica KYA (Know your advisor)

“Conoce a tu asesor”, por la cual el inversor puede realizar una serie de preguntas a su asesor acerca de su cualificación y la labor profesional que practica.

Quizás esta medida no haya aportado la solución definitiva a este conflicto, pero lo cierto es que la comercialización de productos financieros complejos se ha visto notablemente reducida en Canadá.

Por otro lado, no podemos obviar otra de las medidas impulsadas en el país Norteamericano. En los últimos años, todos los países europeos han ido consolidando la regulación que exige otorgar una información cada vez más precisa y detallada en la comercialización de productos financieros complejos. Pero Canadá ha ido un paso más allá. Y ello porque en este país no solo se exige una mayor rigurosidad en la información suministrada, sino que además, se incentiva a las entidades que aporten una divulgación óptima sobre las características del producto financiero. Esta medida ha sido alabada por toda la comunidad internacional pues efectivamente se ha demostrado que las entidades que adquieren un mayor compromiso en la divulgación de la información relativa al producto obtienen una mayor liquidez y una reducción del coste del capital.<sup>23</sup>

## **IX. PRINCIPIOS PARA UNA VERDADERA LEGISLACIÓN TUTIVA DEL INVERSOR**

A lo largo de este trabajo hemos intentando explicar de la forma más clara posible el funcionamiento de los mercados financieros desde la perspectiva de la protección al inversor. Como hemos podido observar, la situación actual resulta algo descorazonadora. Los escándalos en las ventas indiscriminadas de productos financieros complejos sobre los pequeños inversores se han ido sucediendo, pero aún no podemos afirmar que contemos con una legislación que pueda hacer frente a tal situación. Por ello, en aras de contribuir a este objetivo mediante mis humildes conocimientos adquiridos, creo imprescindible, a modo de conclusiones, concretar una serie de medidas y principios que, a mi juicio, supondrían sin duda alguna otorgar un alto grado de protección al inversor en la comercialización de productos financieros complejos.

---

<sup>23</sup> DEAVES, RICHARD; DINE, CATHERINE y HORTON WILLIAM, “*How Are Investment Decisions Made?*”, Canadá, mayo 2006.

Las dividiremos, siguiendo la idea marcada por el **Pr. Dr. Fernando Zunzunegui**, cuyos estudios me han servido de gran ayuda para la realización de este trabajo, en medidas preventivas y paliativas.<sup>24</sup>

### **Medidas Preventivas:**

#### Educación financiera:

Bajo mi punto de vista, la educación financiera se trata de una medida complementaria e indirecta pues no podemos entenderla como una herramienta que despliegue una efectiva protección al inversor.

Aun así, los efectos positivos que esta medida puede otorgar a medio o largo plazo son innegables. Lógicamente, su aplicación no va a convertir a los ciudadanos en inversores independientes que toman sus decisiones por sí solos, pero probablemente el aprendizaje de unos mínimos conocimientos financieros supondría una medida de autoprotección para los inversores.

Ahora bien, a mi juicio, el problema en la implantación de una adecuada educación financiera radicaría en dos cuestiones:

En primer lugar, seguramente habría una gran discusión respecto al nivel educativo en que se debe asentar esta materia. A mi entender, el nivel mínimo en que se debe implantar esta asignatura sería el Bachiller, aunque considero más efectivo su creación en los grados universitarios o ciclos formativos. Ello sería perfectamente factible pues, concretamente todos aquellos que hemos pasado por la universidad, observamos cómo los planes de estudios establecen asignaturas en el primer y segundo curso cuyas utilidades son mínimas para el estudio en que el alumno se encuentra.

A continuación, probablemente el programa docente de la asignatura también conllevaría importantes polémicas. En este sentido, tras haber cursado la asignatura de Economía tanto en el Bachillerato como en el Grado en Derecho (en este caso denominada como Economía Política), puedo decir que he adquirido unas ciertos conocimientos en materia económica, y ello me ha servido para defender esta idea.

---

<sup>24</sup> ZUNZUNEGUI, FERNANDO: “Informe sobre comercialización de preferentes entre clientela minorista” (elaborado para el Defensor del Pueblo), 31 de enero de 2013.

Probablemente a aquellos estudiantes encaminados a las Ciencias Sociales sí que deban adquirir estos conocimientos, pero para el resto de los estudiantes, el aprendizaje de esta materia no sería del todo útil. Por eso, lo ideal sería la creación de una asignatura de educación financiera para todos los estudios superiores que permitiera a los alumnos adquirir un nivel básico en esta materia, orientado precisamente a la relación de las finanzas cotidianas. Esto es, a un biólogo no le serviría más que para aumentar su nivel de cultura conocer los indicadores macroeconómicos, pero con total certeza podemos afirmar que si le sería muy útil obtener unos mínimos conocimientos respecto a la básica y cotidiana relación ciudadano-entidad de crédito.

#### Clasificación y etiquetado adecuado de los productos financieros:

Como ya hemos comentado, tras la creación del denominado “semáforo del riesgo financiero”, que clasificaba a los productos financieros por la CNMV en 2014 y su plasmación en la Orden Ministerial del 2015, se plantearon fuertes críticas respecto a las notorias diferencias entre el texto inicial de la CNMV y el que finalmente fue aprobado por el Ministerio de Economía y Competitividad. Así, la CNMV ha elaborado una nueva circular que, en principio, debe estar lista a principios de Octubre de 2016, mediante la cual se pretende paliar las carencias de la normativa actual en esta materia. Para ello la CNMV señala nuevos productos cuya adquisición no considera adecuada para minoristas.

A mi juicio, este es el camino que se debe seguir. Considero imprescindible la elaboración de un completo catálogo de productos financieros que señale la complejidad de cada uno de estos, así como el riesgo que supone su inversión. Ahora bien, resulta fundamental que dicho catálogo se encuentre plenamente sometido a una actualización constante, pues de lo contrario, sería imposible frenar el vertiginoso ritmo en la creación de nuevos productos financieros.

Al mismo tiempo, no debemos olvidar que el catálogo de productos financieros debe gozar de la máxima simplicidad posible, de modo que se facilite su comprensión por los pequeños inversores. Por ejemplo, una medida en este sentido podría ser la utilización obligatoria de los colores para distinguir a las diferentes categorías de productos financieros en función de su riesgo.

### Mayor control en el diseño de los productos financieros:

Quizás el Reino Unido y Bélgica son los Estados miembros que más han insistido en esta medida. Probablemente, intervenir en la creación de los productos financieros se trataría de una de las medidas más eficaces en lo que a la protección al inversor se refiere. Podría ser posible la implantación de un proceso de validación y etiquetado de productos similar al presente en la industria farmacéutica y alimentaria, que examine para la validación del producto factores como las necesidades de los clientes, la información proporcionada del producto o el grupo de inversores al que se destina. Luego, lógicamente este control previo debe ser complementado por otras medidas que supongan un seguimiento en la comercialización del producto financiero.

### Mejora de la información suministrada por los emisores de los productos financieros:

Se trata este de uno de los grandes problemas en la actualidad. Con el paso del tiempo, las diferentes normativas europeas y estatales han contribuido a establecer la obligación de una información detallada sobre el producto al inversor. A pesar de ello, aún seguimos asistiendo a supuestos de información inexacta o incluso errónea sobre el producto que causan graves perjuicios sobre los inversores, ya sean en este caso minoristas o profesionales. Se prevé que, con la entrada en vigor de la MIFID II (previsiblemente en Enero de 2018), la situación mejore en este apartado, pero bajo mi punto de vista, ello no será suficiente hasta que no se instale una política de incentivos similar a la establecida en Canadá. Como comentamos anteriormente, las entidades canadienses que aporten una mayor transparencia y mejoren la información de los productos financieros que ofrecen, tienen a su alcance importantes incentivos que repercuten muy positivamente en el desarrollo de su actividad.

### Contratos marco para el inversor minorista:

Coincido plenamente con el Pr. Dr. Zunzunegui, en la necesidad de crear un contrato marco para el inversor minorista que incluya la prohibición de ofrecer al cliente productos financieros complejos. El actual artículo 218 LMV ya establece una regulación en este sentido que, a mi juicio, resulta insuficiente. Lo ideal sería que, a partir de ese contrato, la entidad solo pudiera ofrecer productos financieros de mínimo riesgo según la clasificación de los productos financieros que anteriormente comentamos. Esta regulación pasa por considerar a todos los particulares como clientes

minoristas, impidiendo a la entidad ofrecer productos que pongan en grave riesgo el capital invertido. Si el cliente desea adquirir algún producto que suponga un determinado riesgo, se deberá celebrar otro contrato en el que figure de forma destacada la advertencia que lleva asociada el producto financiero en cuestión.

#### Prohibición de la comercialización de ciertos productos financieros:

Tras la experiencia previa del Reino Unido, al fin la nueva Directiva MIFID II permitirá a las Autoridades Competentes la posibilidad de prohibir la comercialización de aquellos productos financieros sobre el pequeño inversor que considere de alto riesgo para los mismos. A pesar de algunas críticas de expertos financieros que alegan una quiebra en el equilibrio del mercado, es necesario superar la idea que concibe a todos los inversores como libre electores y sujetos independientes en la toma de decisiones. La mayor parte de ellos acuden a un asesoramiento que, como se ha demostrado, en muchas ocasiones ha resultado nefasto para sus intereses. Por ello, para una efectiva protección al inversor minorista, considero imprescindible excluir de la comercialización sobre los pequeños inversores aquellos productos que supongan un alto grado de riesgo para los pequeños inversores.

En España ya se han dado iniciativas parlamentarias en esta dirección, como la Proposición de ley del Partido Socialista el 8 de junio de 2012 que proponía añadir una disposición final quinta la Ley del Mercado de Valores, declarando que: *“queda prohibida la comercialización, por cualquier entidad, de participaciones preferentes entre la clientela minorista”*. En el mismo sentido, debemos destacar la enmienda de Izquierda Plural destinada a prohibir la comercialización de deuda perpetua y otros activos de riesgo entre clientes minoristas. Esperemos que se siga avanzando en esta medida, pues a día de hoy, aún queda más de un año y medio para que entre en vigor la Directiva MIFID II que recoge esta posibilidad, y el auge en la creación de productos financieros sofisticados requiere la implantación de esta medida lo más pronto posible para evitar volver a encontrarnos con escándalos como el relativo a las preferentes.



## **Medidas Paliativas:**

### Arbitraje como método de la resolución de conflictos:

El arbitraje se trata de uno de los métodos de resolución de conflictos alternativo al proceso judicial. En nuestro país ya hemos tenido algunas experiencias previas sobre conflictos entre entidades bancarias y sus clientes relativos a la venta de determinados productos financieros, pero los resultados no han sido del todo satisfactorios.

A mi juicio, no soy un gran defensor de los arbitrajes en ciertas materias como las que aquí tratamos. Considero que no existe mejor forma de impartir Justicia que la ofrecida por los Jueces y Magistrados que conforman el Poder Judicial.

Ahora bien, no podemos obviar la gran carga de trabajo a la que se ven sometidos los órganos juzgadores de nuestro país, que generan grandes dilaciones en la resolución de conflictos.

Por ello, y aunque mantengo una postura bastante escéptica, reconozco las bondades de este método alternativo de resolución de conflictos y no consideraría desacertada su implantación en esta materia bajo la concurrencia de ciertos principios.

Por ejemplo, considero imprescindible acogerse al denominado como arbitraje institucional (artículo 14 de la Ley 60/2003, de 23 de diciembre, de Arbitraje), encomendando la administración del arbitraje a la Comisión Nacional del Mercado de Valores. A mi juicio, nada mejor que un ente público dotado de una cierta independencia como es la CNMV para asegurar una correcta aplicación e interpretación de las normas presentes en esta materia que, incluso podría resultar más conveniente que los propios Juzgados y Tribunales.

### Mayor capacidad punitiva de los órganos supervisores para la imposición de sanciones:

Tanto la ESMA como la CNMV, organismos supervisores de los mercados a nivel europeo y nacional respectivamente, están dotados de una cierta capacidad punitiva para la imposición de sanciones a todos aquellos participantes en el mercado que incumplan la normativa en vigor.

Pues bien, esta capacidad punitiva se ve reforzada en la MIFID II, mediante una modificación del marco normativo en materia sancionadora que considero acertada.

Por último, se debería contemplar la instauración de una medida similar a la ya aplicada en materia de competencia (artículos 64,65 y 66 de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia). Nos referimos a la posibilidad que se otorga a las empresas o personas físicas para aportar elementos de prueba que permitan a la Comisión Nacional de la Competencia iniciar una investigación sobre presuntas prácticas contrarias a los principios marcados en esta materia, pudiendo conllevar la reducción o inaplicación de las sanciones que correspondería a los denunciantes, en consecuencia con las actuaciones realizadas.

Lógicamente, no podemos extrapolar la aplicación de esta norma sin realizar las modificaciones oportunas. Debe ser adaptada al funcionamiento de los mercados financieros.

Sin duda, se trata de una medida compleja que debe ser estudiada con detenimiento por el legislador pero que, de llevarse a cabo, supondría una herramienta más para lograr el objetivo al que pretendemos contribuir con este trabajo, salvaguardar la protección de los inversores en los mercados financieros.

## X. BIBLIOGRAFÍA

CALVO GONZÁLEZ, JOSÉ LUIS; MARTÍNEZ ÁLVAREZ, JOSE ANTONIO:  
*Dinero y Banca, Manual de Mercados Financieros*, Tirant lo Blanch Edición 2007.

CONTHE MANUEL: “*Las Sentencias del Supremo sobre Bankia*”, en su blog “*El Sueño de Jardiel*”, *Expansión.com*.

DEAVES, RICHARD; DINE, CATHERINE y HORTON WILLIAM, “*How Are Investment Decisions Made?*”, Canadá, mayo 2006.

Página oficial de la ESMA (European Securities and Markets Authority),  
<https://www.esma.europa.eu/>

Página oficial de la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores):  
<http://www.cnmv.es/portal/home.aspx>

PEDROSA RÓDRIGUEZ, MÓNICA: “*Los mercados financieros internacionales y su globalización*”, AC, Edición 2002.

ZUNZUNEGUI, FERNANDO: “*Informe sobre comercialización de preferentes entre clientela minorista*” (elaborado para el Defensor del Pueblo), 31 de enero de 2013.

