

## Participaciones preferentes y clientes minoristas de entidades de crédito

Francisco J. ALONSO ESPINOSA

*Catedrático de Derecho Mercantil. Abogado*

Diario La Ley, Nº 7875, Sección Doctrina, 7 Jun. 2012, Año XXXIII, Ref. D-235, Editorial LA LEY

LA LEY 5971/2012

La participación preferente es un valor complejo que responde a la naturaleza de acción de clase especial cuyo régimen legal comporta máximo riesgo inversor para sus suscriptores y adquirentes. El autor cuestiona la licitud de su masiva colocación por las entidades de crédito emisoras entre tal clase de clientes minoristas o ahorradores ordinarios como parte de una estrategia al parecer diseñada para obtener la transformación en patrimonio neto o recursos propios del pasivo representado por los depósitos bancarios de dinero de tal clase de clientela.

### I. LA COLOCACIÓN POR ENTIDADES DE CRÉDITO DE PARTICIPACIONES PREFERENTES ENTRE SU CLIENTELA MINORISTA COMO OPERACIÓN FINANCIERA CUESTIONABLE

La participación preferente es una clase de valor negociable de gran actualidad porque ha sido profusamente emitida por las entidades de crédito en los últimos años como parte de su estrategia dirigida al saneamiento de sus balances ante la severa crisis financiera que les afecta. Algunas de estas entidades de crédito han sido intervenidas por el Banco de España o bien han cesado en el pago del rendimiento o intereses de tales participaciones, causas que han determinado la pérdida de su liquidez y el consiguiente fracaso de la inversión que representan. Se da la especial circunstancia de que una muy considerable parte del total del nominal captado por las entidades de crédito mediante emisión de participaciones preferentes procedía de *depósitos a la vista o a plazo* cuya titularidad correspondía a clientes calificables como *minoristas* con arreglo al art. 78 bis de la Ley 24/1988 (LA LEY 1562/1988), del Mercado de Valores (en adelante LMV), así como que, para colocar tales participaciones preferentes, las entidades de crédito han recurrido a técnicas internas y directas, es decir, a través de sus oficinas mediante trato personal y directo con tal clase de clientes.

La emisión de participaciones preferentes por entidades de crédito ha sido una operación en la que se vislumbran rasgos predatorios del ahorro porque ha ido dirigida de forma sistemática a transformar en *patrimonio neto* el *pasivo* representado por el dinero que los suscriptores de aquéllas mantenían en régimen de contratos de depósito bancario. El tratamiento jurídico y contable aplicable al dinero captado mediante participaciones preferentes es, según la regulación legal de éstas, el propio del *patrimonio neto* [cfr.art. 36.1.c) CCom (LA LEY 1/1885)]. Como tal, el dinero «traspasado» hacia ellas desde depósitos a plazo o a la vista cesa como deuda del emisor (*pasivo* en términos contables) para pasar a formar parte *ministerio legis* del *patrimonio neto* de éste y, por tanto, sus titulares pasan a ser partícipes de su riesgo patrimonial.

Elementos fundamentales de la referida operación han sido, además de la clase de valor negociable empleado — capaz de convertir pasivo en patrimonio neto casi por «arte de magia»—, los siguientes: (i) La *técnica de colocación* de los valores que, en mayor medida, ha sido *directa y personal* hacia los clientes minoristas de la entidad de crédito, *a iniciativa de ésta* y mediante empleo de su personal y oficinas; y (ii) la referida condición predominante de *clientes minoristas* (cfr.art. 78 bis LMV (LA LEY 1562/1988)) de sus suscriptores, quienes, en general, mantenían una relación de confianza con el personal de la entidad de crédito emisora, confianza de la cual puede haberse abusado en no pocos casos o, al menos, puede haber quedado sorprendida la buena fe de tales

clientes al quedar transformados en financiadores de riesgo quizá sin pretenderlo.

No es razonable pensar, en efecto, que ahorradores ordinarios, caracterizados por su típica aversión al riesgo, se hallen en condiciones de entender la esencial transformación de la posición jurídica que ocupaban como depositantes de dinero —situación jurídico-financiera de *mínimo riesgo*— en la de *inversores de riesgo al máximo nivel*, incluso en posición de mayor riesgo que la propia de los accionistas o, en su caso, cuota-partícipes, de la entidad de crédito emisora. Tampoco cabe afirmar que el cumplimiento por la entidad de crédito emisora de las obligaciones de aprobación y registro por la CNMV de la información reglada relativa a tales emisiones (1) y el asentimiento tácito o expreso a tal estrategia por parte de poderes públicos directamente competentes en tal ámbito, como es el Banco de España, sirvan para convalidarla.

Pueden proceder entonces las consideraciones que siguen, dirigidas a mostrar la incompatibilidad entre las participaciones preferentes y la clientela minorista de las entidades de crédito.

## II. PARTICIPACIÓN PREFERENTE, ¿DE VERDAD?

### 1. Preliminar

La participación preferente se regula en la disposición adicional segunda de la Ley 13/1985, de 25 de mayo (LA LEY 1260/1985), de *Coefficientes de Inversión, Recursos Propios y Obligaciones de Información de los Intermediarios Financieros*, introducida en ésta por la Ley 19/2003, de 4 de julio (LA LEY 1157/2003), y modificada por el art. 1.10 de la Ley 6/2011, de 11 de abril (LA LEY 7083/2011) (BOE de 12 de abril), por la que se transpone a nuestro Derecho la Directiva 2009/111/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009 (LA LEY 20150/2009), en función, especialmente, de determinar las condiciones para admitir como recursos propios de las entidades de crédito a los que denomina *instrumentos de capital híbridos* (2), entre los que se incluye la participación preferente.

La participación preferente es un valor negociable (3) de imprecisa naturaleza. Superficialmente parece responder a un *valor de deuda* (4) por lo que, de partida, encajaría en la naturaleza propia de las *obligaciones ex arts. 401 y ss. LSC* (y Ley 211/1964 (LA LEY 82/1964)), ya que éstas se caracterizan porque «reconocen o crean una deuda» contra su emisor; además, su regulación legal las califica como «instrumentos de deuda» (5). Sin embargo, atendido su régimen legal y su tratamiento contable, resulta que la participación preferente se halla mucho más próxima a las acciones y demás valores *participativos* (6) que a las obligaciones y demás *valores de deuda*.

### 2. Función financiera imperativa de la participación preferente

La función financiera legalmente impuesta a la participación preferente muestra que no es un *valor de deuda* o de captación de recursos financieros *ajenos* sujetos a restitución a unas condiciones de vencimiento; asimismo, su *contenido legal* revela que los derechos típicos que los *valores de deuda* atribuyen a sus titulares son en ella inexistentes y que la participación preferente es, realmente, una clase especial de acción legalmente regulada.

La función financiera legal de la participación preferente es la misma que la del *capital social* y demás elementos componentes del patrimonio neto: *computar como recursos propios* de la entidad de crédito emisora (7). Ello comporta un tratamiento jurídico y contable que la alejan del propio de los valores de deuda. El dinero invertido en participaciones preferentes está sujeto *ministerio legis* y de forma permanente a la cobertura de las pérdidas del emisor, lo que acarrea el riesgo de la pérdida total de la inversión. Por ello, la función financiera legal de la participación preferente es incompatible con la propia de las obligaciones y demás valores de deuda porque éstos incorporan una *deuda jurídicamente real* del emisor y tienen el tratamiento contable de recursos ajenos sujetos a restitución o *pasivo* cfr. art. 36.1.b) CCom (LA LEY 1/1885).]. En cambio, el nominal de la participación preferente

no es una deuda del emisor (a pesar, se insiste, de ser legalmente calificada como instrumento *de deuda*). La participación preferente no es un valor de *deuda* porque no atribuye a su titular derecho de crédito alguno que le faculte para exigir su pago a la entidad emisora. La disposición adicional segunda de la Ley 13/1985 (núm. 1) obliga a que el dinero captado mediante participaciones preferentes ha de *estar invertido en su totalidad (...) y de forma permanente, en la entidad de crédito dominante de la filial emisora, de manera que queden directamente afectos a los riesgos y situación financiera de dicha entidad de crédito dominante y de la de su grupo o subgrupo consolidable*. Por ello, la calificación legal de la participación preferente como instrumento de *deuda* es incorrecta y también engañosa, aspecto no exento de relevancia ante su colocación entre *clientes minoristas* exart. 78 bis LMV (LA LEY 1562/1988).

La participación preferente responde a la naturaleza de clase especial de *acción* cuya fuente de regulación es la Ley, al modo como sucede con las acciones sin voto y las acciones rescatables (8) . Pero es una *acción desvirtuada y cautiva* porque esenciales derechos propios del accionista—todos los societarios y parte considerable de los patrimoniales— resultan en ella excluidos legalmente. Ello lo confirma la referida Directiva 2009/111/CE (LA LEY 20150/2009), del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, la cual, a diferencia del Derecho español, no califica la participación preferente como instrumento de *deuda*, sino que, en un ejercicio de indefinición, la califica como *instrumento de capital híbrido* al que se ha de aplicar el mismo tratamiento contable y financiero que reciben los *recursos propios* de la entidad de crédito emisora. Ello excluye, por tanto, su tratamiento como *pasivo* de la misma, que es lo que sugiere su calificación legal como instrumento *de deuda*.

La naturaleza accionarial de la participación preferente desde su contenido y función financiera legales deriva de las siguientes razones según la referida disposición adicional segunda de la Ley 13/1985, de 25 de mayo (LA LEY 1260/1985):

(i) La participación preferente es destinataria de un especial régimen o *sistema de rentabilidad* cuya activación se condiciona legalmente a los resultados económicos de la entidad de crédito emisora (o de los del grupo consolidable en el que ésta se integre), así como, tras la Ley 6/2011, puede depender de la decisión del órgano de administración de ésta. El nacimiento del derecho del inversor en participaciones preferentes al pago de los rendimientos de su inversión (los intereses *impropios* devengados por el nominal de éstas) está legalmente *condicionado* a la previa acreditación por la entidad de crédito emisora del cumplimiento de los requerimientos de recursos propios legalmente exigidos a la misma y a su grupo o subgrupo consolidable, así como a la existencia de beneficios o de reservas repartibles; tras la reforma de la Ley 13/1985 por virtud de la Ley 6/2011, el nacimiento del derecho al pago del rendimiento de la inversión puede llegar a depender de la decisión—*discrecional* en principio— del consejo de administración u órgano equivalente de la entidad de crédito emisora (9) .

(ii) La participación preferente no atribuye derecho a la restitución de su valor nominal. Es un valor potencialmente perpetuo o *sin vencimiento* ya que su regulación dispone de forma imperativa que el dinero captado por la entidad de crédito mediante su emisión *deberá estar invertido en su totalidad (...) y de forma permanente, en la entidad de crédito dominante de la filial emisora, de manera que queden directamente afectos a los riesgos y situación financiera de dicha entidad de crédito dominante y de la de su grupo o subgrupo consolidable*. A diferencia de otras posiciones jurídicas (como las de depositante de dinero o de obligacionista ordinario), la participación preferente no atribuye derecho de crédito contra la entidad de crédito emisora por el que su titular quede facultado para exigir a ésta la restitución del valor nominal invertido en ella bajo determinadas circunstancias de tiempo o *vencimiento*.

(iii) Ello indica que la *liquidez* de la participación preferente (10) solo puede producirse mediante su venta en el

mercado secundario de valores en el que ésta cotice.

(iv) Este hecho —que el medio exclusivo de recuperación del nominal de la participación preferente sea su venta en un mercado secundario de valores— determina que el dinero invertido en ella deviene prácticamente *irrecuperable* ante los hechos que, legalmente, determinan la desactivación de su sistema de rentabilidad: (i') Que el pago de la misma acarree que la entidad de crédito dejase de cumplir sus obligaciones en materia de recursos propios o porque no haya obtenido beneficios ni disponga de reservas repartibles; o (ii'), tras la Ley 6/2011, porque así lo decida el órgano de administración de la entidad de crédito. La desactivación del sistema de rentabilidad de la participación preferente y el consiguiente impago de la misma es signo de crisis de la entidad de crédito «deudora» cuyo efecto correlativo en los *per se* miedosos mercados de valores, es la desaparición de la *liquidez* de la inversión y la pérdida de su seguridad o posibilidad real de recuperar el dinero invertido. En otros términos: *el único incentivo del mercado secundario de participaciones preferentes consiste en el pago regular de sus intereses o sistema de rentabilidad*; por tanto, su desactivación elimina la rentabilidad y la liquidez de la inversión así como su seguridad. La participación preferente deja de ser un *valor* para convertirse en instrumento de inversión de máximo riesgo carente de liquidez, rentabilidad y seguridad.

(v) El nivel de *seguridad* en la recuperación de la inversión que ofrece la participación preferente es equiparable al que deparan las acciones. Al igual que sucede con éstas, el único supuesto en el que podría nacer un derecho al pago del valor nominal de la participación preferente sería el de la *liquidación* de la entidad de crédito emisora (y también de la sociedad dominante de ésta). Pero se establece que el orden de prelación del crédito que en tal caso la participación preferente llegase a atribuir *se sitúa legalmente detrás de todos los acreedores, subordinados o no*, de la entidad de crédito emisora o de la entidad dominante del grupo o subgrupo consolidable de entidades de crédito en la que ésta se integre. Esto significa que en caso de liquidación de la entidad de crédito emisora (o de su sociedad dominante) la recuperación del dinero invertido en participaciones preferentes exige el previo y completo pago de la totalidad de los créditos de los acreedores de ésta y, acaso, también de los del grupo en el que la misma se integra (11) . Ello revela que la participación preferente es un *valor de riesgo equiparable a las acciones o, en su caso, al de las cuotas participativas de cajas de ahorros o de las aportaciones de los socios de las cooperativas de crédito*; desde otra perspectiva, cabe afirmar que se trata de acciones con derecho preferente, de fuente legal, al pago de la cuota de liquidación que, en su caso, les pudiera corresponder. Así lo reafirma su regulación legal que, tras su reforma por virtud de la Ley 6/2011, de 11 de abril (LA LEY 7083/2011), exige que las condiciones de emisión de participaciones preferentes deben establecer un mecanismo que asegure la *participación de sus tenedores en la absorción de las pérdidas corrientes o futuras de la entidad de crédito emisora, incluso mediante la reducción de su valor nominal*. Por tanto, el riesgo que asume el inversor en participaciones preferentes es el *mismo* que el de los accionistas. Pero con la siguiente particularidad no exenta de interés: los accionistas son titulares de derechos de control sobre el riesgo que soportan, derechos de los que carece el inversor en participaciones preferentes, ya que a éste no se le reconoce derecho alguno de participación en los órganos sociales de la entidad de crédito emisora. Conviene también observar que los accionistas participan de forma directa en la revalorización del patrimonio social del emisor en proporción al valor nominal de sus acciones; en cambio, ante tal eventualidad favorable, el valor nominal de la participación preferente permanece inalterable mientras que, por el contrario, sí cabe su reducción en caso de pérdidas del emisor. Éste es un aspecto especialmente perverso de la participación preferente que por sí solo confirmaría su inaptitud como instrumento de inversión para clientes minoristas.

### 3. La participación preferente es un valor de máximo riesgo

La consideración de la participación preferente desde los intereses típicos inherentes a todo acto de inversión —

que éste reporte razonables niveles de seguridad, rentabilidad y liquidez— revela que puede que se trate del *peor de los valores negociables regulados en el panorama español*. Especialmente si se considera que:

(i) Su régimen o sistema de rentabilidad no es el de una *deuda* en sentido propio porque su devengo está legalmente supeditado a los resultados del emisor e, incluso, su pago puede depender de la decisión del órgano de administración de éste.

(ii) Su liquidez queda eliminada *ipso facto* ante situaciones que determinen la desactivación de su sistema de rentabilidad.

(iii) Su seguridad (como posibilidad real de recuperación de la inversión) depende de (i') su nivel de liquidez bajo condiciones de normalidad y regularidad en el pago de su sistema de rentabilidad; o, en su caso, (ii') de la existencia de remanente patrimonial suficiente para atender su pago una vez pagados la totalidad de los créditos de los acreedores del emisor y de su grupo empresarial tras la *liquidación* de éste.

Por ello, el nivel de riesgo de la inversión en participaciones preferentes es mayor que el deparado por las acciones ordinarias como arquetipo del valor de riesgo. *Mayor* porque, a diferencia de las acciones ordinarias, la participación preferente es un valor de capital cautivo al estar legalmente desprovisto de cualquier derecho de participación en los órganos sociales de la entidad emisora que permitiese a su titular participar en el control del riesgo asumido; también carece *ex lege* de derecho de suscripción preferente respecto de futuras emisiones tanto de acciones como de nuevas participaciones preferentes, por lo que no genera rendimientos en forma de venta de derechos de suscripción; la participación preferente tampoco confiere derecho de participación en las ganancias repartibles del emisor ni participa de la revalorización del patrimonio de éste, aunque sí participa en sus pérdidas. Puede darse la paradoja de que el inversor en participaciones preferentes, habiendo asumido un riesgo equiparable al de los accionistas de la entidad de crédito emisora, tenga menor derecho de participación en el beneficio repartido a éstos, ya que lo más habitual es que el rendimiento reportado por la participación preferente consista en la modalidad de «interés» fijo pero devengable bajo las condiciones expuestas. Tras la Ley 6/2011, podría también producirse la situación de que los accionistas de la entidad de crédito emisora tuvieran derecho al pago de dividendo mientras que los titulares de participaciones preferentes no recibieran su rendimiento o interés en función de una decisión del órgano de administración.

#### 4. La participación preferente, una acción sin voto desvirtuada y cautiva

Se ha avanzado que la participación preferente responde a la naturaleza de clase especial de acción con estatuto legal imperativo. Es una clase especial de acción desde los prismas subjetivo y objetivo. Desde el prisma subjetivo, porque su emisión con arreglo al régimen legal queda reservada a las entidades de crédito (12). Desde el prisma objetivo, porque de su contenido legal imperativo se deriva su carácter de acción sin voto si bien desvirtuada y cautiva porque, a diferencia de ésta, se halla legalmente desprovista no solo del derecho de voto, sino de cualquier otro derecho de participación societaria en los órganos sociales del emisor, así como está desprovista del derecho de suscripción preferente. El único derecho patrimonial que la participación preferente incorpora —pago de su sistema de rentabilidad— es de nacimiento condicionado a los presupuestos ya expuestos que, al guardar relación directa con el resultado patrimonial del emisor, no son calificables como intereses en sentido propio, sino, más bien, como un dividendo máximo y mínimo de reparto obligatorio previa concurrencia de los presupuestos referidos. Se sigue así una conclusión no exenta de paradoja: se ha creado, por virtud de disposición legal y solo a favor de las entidades de crédito, una nueva clase de acción. Es nueva porque no se compagina con el régimen general de las acciones en los siguientes aspectos:

(i) Mediante la participación preferente se reconoce a las entidades de crédito el derecho de emitir acciones *con*

*derecho a percibir intereses*, lo cual está prohibido por el art. 96.1 LSC (13) . Si bien se ha matizado que, como se ha avanzado, el sistema de rentabilidad de la participación preferente no responde al de intereses en sentido propio o típico, sino que resulta más próximo a un derecho de dividendo de fuente legal y de reparto obligatorio previa concurrencia de los presupuestos antes enunciados (14) .

(ii) La participación preferente es una acción para la que se admite no ya la alteración de la proporcionalidad entre valor nominal y derecho de suscripción preferente (también prohibidas por el art. 96.3 LSC), sino que tal derecho del accionista queda directa y legalmente *eliminado* (15) con independencia de la confluencia o no de interés social en su exclusión.

(iii) La participación preferente es una acción desprovista de derecho de voto al modo de las típicas *acciones sin voto* (arts. 98-103 LSC). Pero, a diferencia de éstas, también está *desprovista de cualquier otro derecho político* o de participación (información, asistencia y voz en la junta general de accionistas, impugnación de acuerdos sociales) de los que sí son titulares los accionistas sin voto (art. 102.1 LSC). Pero es más: la participación preferente es un valor carente de los derechos legales compensatorios reconocidos a las acciones sin voto como el derecho de dividendo preferente mínimo de distribución obligatoria, si hay beneficios distribuibles y *acumulativo* si no es así, el derecho de agrupación como clase de acciones y el derecho de recuperación del derecho de voto cuando no es satisfecho el dividendo mínimo al que puedan tener derecho (*cf.* art. 99.3 LSC).

No cabe obviar entonces que resultaría ilícita la creación de tal clase de acción degradada —la participación preferente— por vía estatutaria. Por eso, la licitud de la participación preferente deriva de la *regulación legal* de que es objeto. Tal posición jurídica de real socio-financiado incorporada a un valor negociable sería nula de pleno derecho si no estuviera amparada por la Ley. No solamente por su incompatibilidad con el régimen de las acciones según lo expuesto, sino también por tratarse de un valor *leonino* en el sentido de que representa una posición jurídica de socio cautivo en cuanto excluido del interés común de la sociedad (*cf.* arts. 1666, párr. 1.º, y 1691, párr. 1.º, CC) ya que el tal pseudosocio solo participa en los avatares financieros *adversos* de la sociedad en la que se integra pero sin derecho de participación en su sistema de organización interna ni en las ganancias sociales ni en la eventual revalorización del patrimonio social, así como tiene excluido de entrada el derecho de suscripción preferente con independencia de que concurra o no causa de interés social.

#### 5. La participación preferente como valor complejo a los efectos del art. 79 bis 8.a) LMV

El art. 79 bis 8.a) LMV (LA LEY 1562/1988) considera valores *no complejos* a dos categorías de valores. En primer lugar, a los valores típicamente desprovistos de riesgo y a las acciones cotizadas como valores ordinarios éstas cuyo riesgo es de «general conocimiento». Así, la norma considera *no complejos* de forma *explícita* a las (i) acciones admitidas a negociación en un mercado regulado o en un mercado equivalente de un tercer país; (ii) a los instrumentos del mercado monetario; (iii) a las obligaciones u otras formas de deuda titulizada, salvo que incorporen un derivado implícito; y (iv) a las participaciones en instituciones de inversión colectiva armonizadas a nivel europeo. En segundo lugar, como categoría *genérica*, el referido precepto considera valores *no complejos* a aquellos en los que concurran las siguientes tres condiciones: (i) *Que existan posibilidades frecuentes de venta, reembolso u otro tipo de liquidación de dicho instrumento financiero a precios públicamente disponibles para los miembros en el mercado y que sean precios de mercado o precios ofrecidos, o validados, por sistemas de evaluación independientes del emisor;* (ii) *que no impliquen pérdidas reales o potenciales para el cliente que excedan del coste de adquisición del instrumento;* (iii) *que exista a disposición del público información suficiente sobre sus características. Esta información deberá ser comprensible de modo que permita a un cliente minorista medio emitir un juicio fundado para decidir si realiza una operación en ese instrumento.*

La participación preferente es calificable como *valor complejo* porque no aparece en la lista legal explícita de valores no complejos y porque no cumple ninguno de los tres referidos requisitos. La consecuencia jurídica de ello es la prevista por el propio art. 79 bis LMV (LA LEY 1562/1988), especialmente en sus apartados 6 y 7, aplicable ante actos de asesoramiento o de prestación de otros servicios sobre ellas a favor de *clientes minoristas*. La empresa de servicios de inversión —entre las que se incluyen las entidades de crédito— que asesore, coloque, comercialice o preste cualquier clase de servicio de inversión sobre tales valores complejos debe cumplir las siguientes obligaciones:

- a) Obligación de obtener la información necesaria sobre los conocimientos y experiencia del cliente, incluidos en su caso los clientes potenciales, en el ámbito de inversión correspondiente al tipo de producto o de servicio concreto de que se trate, sobre la situación financiera y los objetivos de inversión de aquél, con la finalidad de poder recomendarle los servicios de inversión e instrumentos financieros que más le convengan.
- b) Deber de abstenerse de recomendar servicios de inversión o instrumentos financieros al cliente o posible cliente minorista cuando la entidad no obtenga la referida información.
- c) Deber de solicitar al cliente minorista información sobre sus conocimientos y experiencia en el ámbito de inversión correspondiente al tipo concreto de producto o servicio ofrecido o solicitado, *con la finalidad de que la entidad pueda evaluar si el servicio o producto de inversión es adecuado para el cliente*.
- d) Obligación de advertir al cliente que el instrumento financiero *no es adecuado para él si*, sobre la base de esa información, la entidad así lo considera.
- e) En caso de que el cliente no proporcione la información requerida o ésta sea insuficiente, la entidad tiene el deber de advertirle de que ello le impide determinar si el servicio de inversión o producto previsto es adecuado para él.

La inobservancia de estas obligaciones por la entidad de crédito colocadora de participaciones preferentes entre clientes minoristas puede constituir infracción muy grave o grave según que la inversión realizada por tal cliente le procure o no perjuicios [*cf.* arts. 99.z) bis y 100.t) LMV] además de contribuir a justificar la nulidad del contrato de suscripción de las mismas por parte de clientes minoristas o, en su caso, la responsabilidad contractual de aquélla por los daños derivados para el inversor en ellas.

### III. «PARTICIPACIÓN PREFERENTE», UNA DENOMINACIÓN LEGAL RECHAZABLE POR ENGAÑOSA

Denominar legalmente «participación preferente» al valor negociable caracterizado por los aspectos expuestos es un ejemplo de despropósito legal porque es una denominación *engañosa por sí misma e inductora a confusión*. Por dos razones: (i) Porque no es una «participación» en sentido societario; y (ii) porque no incorpora ningún derecho que, en rigor, pueda calificarse como «preferente».

#### 1. La participación preferente no es una «participación» en sentido societario

La participación preferente no es una *participación* en sentido societario, que es lo que con mayor fuerza sugiere el término «participación». La participación preferente no atribuye a su titular *ninguno* de los derechos típicos del socio de la entidad emisora; por contra, sí se derivan del mismo obligaciones próximas, si no iguales, a las de orden propiamente societario desde el prisma financiero o de participación en las pérdidas o riesgo patrimonial del emisor

según se ha apuntado *supra* (II.4). El único «derecho» de participación que la participación preferente incorpora es el «derecho» de participación en las pérdidas del emisor.

## 2. La participación preferente no atribuye ningún derecho calificable como «preferente»

La segunda razón es que la participación preferente no tiene nada de *preferente*. No atribuye a su titular ningún derecho preferente a nada, sino, más bien, al contrario. La participación preferente no incorpora derecho de crédito alguno contra el emisor respecto al pago de su valor nominal. El nacimiento del tal derecho requiere tres presupuestos que, *de facto*, son de imposible o excepcional confluencia:

- a) Que tuviese lugar la *liquidación* patrimonial de la entidad de crédito.
- b) Que en el seno de la misma hubiese patrimonio suficiente para pagar la totalidad de los créditos contra ésta —incluso de los subordinados— de cualquier clase y rango que sean, así como para pagar todos los créditos contra la sociedad dominante del grupo o subgrupo consolidable al que pertenezca la entidad de crédito emisora de las participaciones preferentes.
- c) Que, una vez realizados tales pagos, el *patrimonio remanente* de la entidad de crédito liquidada fuese suficiente para atender el nominal representado por las participaciones preferentes.

El nacimiento del derecho al pago del nominal de las participaciones preferentes exige, pues, una situación de supersolvencia de la entidad de crédito deudora tras su liquidación de la que resulte: (i) El pago de la totalidad de sus acreedores privilegiados y ordinarios; (ii) el pago de los créditos contra las sociedades que formen parte de su grupo o subgrupo consolidable; y (iii) que, tras ello, quede patrimonio remanente suficiente para atender el nominal representado por participaciones preferentes. Requisitos cuya producción es realmente muy improbable, sino imposible.

Por tanto, la supuesta «preferencia» de la participación *preferente* es inexistente. El término *preferente* se revela engañoso, especialmente ante el *cliente minorista*, pues sugiere un contenido jurídico contrario a su semántica. La pretendida «preferencia» del pseudocrédito incorporado a la participación preferente, en el improbable caso de que llegare a nacer, solo tiene lugar ante los accionistas o asimilados (cuota-partícipes de cajas de ahorros, aportaciones de socios cooperativos) de la entidad de crédito emisora y tras la liquidación de ésta.

No parece admisible que la propia Ley califique como *preferente* a tal tratamiento jurídico de la inversión en valores negociables. Tal preferencia no solo es inexistente, sino que el derecho al pago del nominal de la participación preferente, en el difícil supuesto de que llegase a nacer, lo sería con carácter *ultrasubordinado*. La correcta aplicación al supuesto del principio de protección del inversor como informador del régimen de la inversión en valores negociables exige abolir esta denominación legal. Por otra parte, la aplicación del principio de transparencia informativa que ha de regir las relaciones entre emisores de valores e inversores en los mismos exige designar a la «participación preferente» como lo que realmente es: *acción especial desprovista de derechos políticos, con derecho de dividendo máximo y mínimo condicionado a la existencia de beneficios o reservas repartibles en el emisor o en su grupo de empresas o, en su caso, a la decisión del órgano de administración de aquél y con derecho preferente a cuota de liquidación*.

Puede ser cierto que aplicar tal denominación o similar a la referida excluiría la validez de su colocación entre clientes minoristas si se atiende a las obligaciones de toda empresa de servicios de inversión respecto a la prestación de servicios sobre valores *complejos* según ha sido apuntado *supra* (II.5) (16) . Pero la protección debida a los inversores minoristas exige salir de la inapropiada denominación legal actual para aplicar otra más fundada en el referido principio de transparencia y, por tanto, más ajustada o sugerente de la posición jurídica real

que tales valores incorporan.

#### IV. LA COLOCACIÓN DE PARTICIPACIONES PREFERENTES POR ENTIDADES DE CRÉDITO ENTRE SU CLIENTELA MINORISTA (CONSIDERACIONES BÁSICAS)

##### 1. Información asimétrica e insuficiencia del régimen de la oferta pública de suscripción de valores negociables ante la clientela minorista de las entidades de crédito

Las entidades de crédito han colocado la mayoría de sus participaciones preferentes entre sus clientes minoristas (*cf.* art. 78 bis 4 LMV (LA LEY 1562/1988)). A los tales se les ha de presumir su dificultad para comprender la complejidad y el frustrante contenido obligacional de las mismas, máxime si se considera que su suscripción o adquisición les ha sido ofrecida bajo la cuestionable denominación legal de «participación preferente». La técnica de colocación empleada —contacto personal y directo con el cliente a través de la relación de confianza entre éste y el personal de la entidad emisora— puede permitir afirmar que los inversores pueden creer que colocan su ahorro en régimen similar a un depósito de dinero con garantía incluso reforzada (porque son «preferentes») quizás en función de una información insuficiente, acaso tendenciosa, pero no compatible con el régimen de las obligaciones de información *ex* art. 79 bis LMV (LA LEY 1562/1988) respecto de la comercialización de valores *complejos* y sin, al parecer, haberse respetado las normas en materia de conflicto de intereses aplicables (*infra*).

Esta situación, aunque rechazable, no deja de ser lógica. Puede afirmarse sin excesivo riesgo de errar que un inversor *informado* del contenido que subyace bajo la denominación «participación preferente» no invertiría su dinero en ella. Si el inversor minorista es más proclive al riesgo se decantaría por invertir su dinero en acciones de una sociedad cotizada que se distinga por practicar una política de reparto anual de dividendos en cuantía y condiciones de pago aceptables antes que invertirlo en participaciones preferentes. El inversor en acciones cotizadas, comparado con el titular de participaciones preferentes, goza de mayor liquidez para su inversión, tiene probabilidad de revalorización del valor bursátil de su inversión y, seguramente, obtendrá unos rendimientos iguales o mejores que los fijos (o variables) procurados por las participaciones preferentes, ya que el devengo de éstos también depende —al igual que el dividendo— de la existencia de beneficios o de reservas distribuibles por parte del emisor-deudor en cuantía suficiente. Cabe añadir que el gestor profesional de un sistema de inversión institucional (fondo de inversión, fondo de pensiones, etc.) podría no estar exento de culpa (en grado profesional o cualificado) y podría incurrir en consiguiente responsabilidad civil ante los partícipes del sistema en el caso de producirse pérdidas de capital o de rentabilidad derivadas de una inversión en participaciones preferentes fallidas. Por la misma razón, parece que una sociedad gestora de carteras o una empresa de asesoramiento financiero debe meditar antes de apostar por invertir o por recomendar a su clientela la inversión en tal clase de valor.

Por ello no es aventurado afirmar que en este orden tiene lugar otra de las paradojas que concurren en esta clase de valor. En el seno de un complejo sistema legal e institucional diseñado para proteger el dinero invertido en valores negociables y, más especialmente, para proteger la inversión procedente de ahorradores minoristas, resulta que la legislación otorga cobertura a un valor negociable no apto para su colocación entre *clientes profesionales* *ex* art. 78 bis 2 y 3 LMV (LA LEY 1562/1988) ni entre *inversores cualificados* (*cf.* art. 39 RD 1310/2005 (LA LEY 1600/2005)) y cuya suscripción o adquisición por *inversores institucionales* no es aconsejable. Resulta entonces que, por exclusión, el ámbito para la colocación de participaciones preferentes es, precisamente, el del inversor no informado, normalmente adverso al riesgo o *cliente minorista* en la acepción legal. Es el inversor que, en condiciones normales, confía en el asesoramiento que le presta la entidad de crédito de la que es cliente y al tiempo emisora de sus propias participaciones preferentes. En este orden, el sistema público establecido para proteger la inversión y el ahorro de los inversores ordinarios ha sido puesto a prueba y cabe afirmar que la misma no ha sido superada.

Por una parte, no es fácil de entender la permisividad del Banco de España ante la comercialización directa por las entidades de crédito de sus participaciones preferentes entre su clientela minorista típicamente adversa al riesgo y realizada, quizás, en infracción de sus deberes legales *ex art.* 78 bis (LA LEY 1562/1988) y 79 bis LMV (LA LEY 1562/1988). Por otra parte, puede haberse dado una situación paradójica en relación con las funciones de la CNMV en el orden del mercado primario de valores. Las entidades de crédito pueden exhibir como argumento pseudocomercial ante la oferta de suscripción de sus participaciones preferentes que las mismas se hallan aprobadas por la CNMV porque su preceptivo folleto de emisión *ex art.* 30 bis LMV (LA LEY 1562/1988) y RD 1310/2005 (LA LEY 1600/2005) así lo ha sido. Es sabido, en efecto, que la aprobación y registro del folleto del emisión de valores por la CNMV no supone recomendación alguna de la bondad de tales valores por parte de la misma ni tampoco la garantía estatal del éxito de la inversión (17) ; también se establece que *en ningún caso se podrá incluir en la información el nombre de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, o de otra entidad competente, de manera tal que indique o pueda inducir a pensar que la autoridad aprueba o respalda los productos o los servicios de la empresa* (18) . Pero se ha de considerar que en el ámbito del ahorrador ordinario puede darse la siguiente aludida paradoja: si el comercializador de participaciones preferentes «informa» de que las mismas están «aprobadas y registradas» por la CNMV como organismo público encargado de velar por la transparencia de los mercados y la seguridad de los inversores, tal ahorrador ordinario tenderá a pensar que la inversión que se le ofrece goza de alguna forma de tutela estatal, ya que el poder público con competencia a tal efecto ha intervenido y «aprobado» tal emisión. Se trata de una consecuencia inherente del modelo de Estado Social. Allí donde el Estado interviene, el ciudadano medio tiende a pensar que la finalidad de esa intervención es la de tutelar sus derechos o intereses.

Hay un sector de inversores ante el cual la aprobación y registro del folleto de emisión de valores por la CNMV, asociada a su comercialización directa, personal y a iniciativa del emisor, puede tener efectos contraproducentes. La aprobación y el registro del folleto puede ser más inductor a confusión que defensor de los intereses del inversor minorista. Por ello, debería establecerse en tal ámbito la obligación legal de tales comercializadores de valores de abstenerse de ofrecer su suscripción o adquisición a este sector de inversores sin que, al menos, los riesgos asumidos inadvertidamente por éstos estuviesen cubiertos por la responsabilidad objetiva y directa del propio emisor de los valores y, en su caso, de sus comercializadores.

## 2. Clasificación legal de inversores en el régimen del mercado primario de valores

Los arts. 38 (LA LEY 1600/2005) y 39 RD 1310/2005 (LA LEY 1600/2005) contienen la distinción entre tres clases de inversores en valores negociables (u otros instrumentos financieros) con arreglo a diversos criterios como los relativos a su grado de conocimiento o experiencia, sus condiciones subjetivas o su propia elección: (i) El inversor o cliente *minorista*; (ii) el *inversor iniciado* o *experto*; y (iii) el *inversor cualificado*.

a) Inversor iniciado o experto (art. 38) es aquel en el que, por virtud de sus propias condiciones o porque es asistido por profesionales civilmente responsables ante él en sus decisiones de inversión, se cumplen los fines del folleto informativo de emisión de valores negociables según la funcionalidad de éste *ex art.* 27.1 LMV (LA LEY 1562/1988): «El folleto contendrá la información relativa al emisor y a los valores que vayan a ser admitidos a negociación en un mercado secundario oficial. El folleto contendrá toda la información que, según la naturaleza específica del emisor y de los valores, sea necesaria para que los inversores puedan hacer una evaluación, con la suficiente información, de los activos y pasivos, de la situación financiera, beneficios y pérdidas, así como de las perspectivas del emisor, y eventualmente del garante, y de los derechos inherentes a tales valores». En esta clase de inversores se incluyen, *per se*, los inversores cualificados *ex art.* 39. El resto se delimita en función de criterios

cuantitativos (volumen de inversión en una misma clase de valor negociable) o circunstanciales (como las emisiones a demanda y a la medida de un grupo de inversores).

b) *Inversor cualificado* [art. 30 bis 1.a) LMV (LA LEY 1562/1988) y art. 39 RD 1310/2005 (LA LEY 1600/2005)] es aquel del que cabe presumir un conocimiento notable del funcionamiento de los mercados de valores y de los valores e instrumentos financieros que se comercializan en ellos. Por ello, éste no precisa información alguna para adoptar decisiones de inversión. Se presume que sus propios conocimientos y los que obtiene mediante su infraestructura le son suficientes y pueden suplir la información exart. 27.1 LMV (LA LEY 1562/1988) (19) . Por tanto, al inversor cualificado le es *oponible, de iure, la información reglada* establecida ante la formulación de ofertas de suscripción de valores negociables u otros instrumentos financieros, información que en algunos casos puede no ser obligatoria.

c) El inversor ordinario o *minorista* es caracterizado por defecto en el régimen del mercado primario de valores. Es tal, por exclusión, todo inversor que no sea experto o cualificado. Esta clase de inversor minorista es indicativa de la existencia de una laguna en el sistema protector de la inversión en el ámbito del mercado primario. Es indicativa de que hay una clase inversor que a pesar de disponer de la información legal reglada y, en su caso, obligatoria, *no puede* estar en condiciones de hacer la evaluación que la misma le debería poder procurar sobre el emisor y sobre el contenido obligacional que incorporan los valores o instrumentos financieros cuya suscripción les sea ofrecida. La información legal preceptiva resulta inocua respecto de esta clase de inversor y puede que hasta contraproducente. La información realmente relevante ante este tipo de inversor es la que proviene de la confianza que le inspira la relación de clientela que mantiene con el comercializador de los valores, máxime si éste es una entidad de crédito.

Este inversor minorista es merecedor de mejor protección jurídica que la procurada por el *principio de autotutela previo acceso a una información reglada sobre el emisor y los valores* que rige el mercado primario. Este régimen beneficia mayormente al emisor y a quienes comercializan los valores entre tal clase de inversores ya que la información registrada y aprobada por la CNMV tiende a actuar como excepción oponible ante ellos si la inversión les produce perjuicios o resulta fallida (20) . El cumplimiento por el emisor de sus obligaciones legales de información es invocado como eximente de responsabilidad ante el inversor minorista perjudicado con arreglo al siguiente falso silogismo: «Vd. dispuso de la información legalmente exigible sobre el valor ofertado; en consecuencia, Vd. pudo evaluar el riesgo ínsito al mismo; *ergo* debe Vd. soportar las consecuencias adversas de la inversión fallida». La premisa menor del silogismo es falsa ante el inversor minorista por lo que la conclusión también lo es. La función de la información en este ámbito no es la de servir como eventual eximente de responsabilidad civil del emisor y demás intervinientes en la colocación de los valores, sino la de procurar que los potenciales inversores dispongan de un sistema que les permita evaluar el índice de seguridad, rentabilidad y liquidez de la inversión que se les propone. Si el perfil del inversor y otras circunstancias incidentes en el acto de inversión hacen inefectiva tal función de la información, la existencia de la misma no exime por sí sola de responsabilidad al emisor y demás sujetos intervinientes. La información, en suma, no es una fórmula de «cura legal en salud» de la eventual responsabilidad de éstos ante el inversor minorista. Si así fuera, el sistema solo serviría para proteger la posición de emisores, comercializadores y demás sujetos intervinientes. Se trataría de un efecto contraproducente contrario al espíritu y finalidad del sistema (*cf.* art. 3 CC (LA LEY 1/1889)) ya que su función no es ésta sino la opuesta: la protección de los inversores.

Por ello no es admisible pretender que la simple disposición de la información reglada y su registro por la CNMV desactive la responsabilidad de emisores y demás sujetos intervinientes ante inversiones fallidas realizadas por inversores minoristas. Esto es constituiría un *desiderátum* porque, entre otros aspectos, tal modelo de protección

no distingue entre información legal e información real. La simple disposición de la información legal sobre un valor o instrumento de inversión y su emisor no produce el efecto de capacitar a todo inversor para evaluar su naturaleza y riesgos ni para evaluar la situación financiera actual y previsible de su emisor. Ésta no es la realidad ni la función de la información ante el inversor minorista. Por ello, se ha de afirmar el nacimiento de obligaciones de responsabilidad del emisor y demás sujetos intervinientes en la colocación de los valores con independencia del mecanismo de autotutela basado en una información que no puede ser funcional ni eficiente cuando se trate de (i) valores o instrumentos de inversión cuyo contenido se aleje de las distinciones elementales (acciones cotizadas en mercado regulados, bonos u obligaciones tradicionales y asimilados como los denominados «instrumentos del mercado monetario», la simpleza de la deuda pública o las participaciones en instituciones de inversión colectiva) (21) ; y (ii) cuya suscripción o colocación tiene lugar entre inversores minoristas (22) , máxime si tal colocación es efectuada a iniciativa del propio emisor y mediante trato personal y directo con los tales clientes minoristas.

Lo expuesto es confirmado por el preámbulo de la referida Ley 6/2011, de 11 de abril (LA LEY 7083/2011): «Los instrumentos de capital híbridos —entre los que se incluyen las participaciones preferentes— desempeñan un papel importante en la gestión corriente del capital de las entidades de crédito. Dichos instrumentos permiten a las entidades de crédito conseguir una estructura de capital diversificada y llegar a un amplio abanico de inversores financieros. El Comité de Supervisión de Basilea alcanzó un acuerdo, tanto sobre los criterios de admisibilidad, como sobre los límites para la inclusión de determinados tipos de instrumentos de capital híbridos en los fondos propios básicos de las entidades de crédito (...), en este sentido, en la presente Ley se modifica el régimen para la computabilidad de las participaciones preferentes como recursos propios (...). Este preámbulo también es de interés porque contiene un claro diagnóstico sobre la relación entre el inversor minorista en instrumentos complejos de inversión y su emisor o comercializador. Aunque el texto se refiere a la «inversión en complejas estructuras de titulización, *cuyo riesgo resultaba a menudo difícil de evaluar para los inversores*», el referido diagnóstico es trasladable a las participaciones preferentes cuando éstas se colocan entre inversores minoristas. También en este caso «existe un problema de información asimétrica entre originador o patrocinador [del riesgo], más informado sobre las características de la estructura que pretende titular [léase ahora “clase de valor que pretende colocar”] y el inversor, mucho menos informado. Ello [no] generaría un perjuicio si los incentivos de ambos estuvieran alineados, pero, de hecho, no es así, ya que, mientras que el originador pretende transferir el riesgo al inversor, este último pretende obtener la máxima rentabilidad posible con el mínimo riesgo».

Ésta es la situación dada en la colocación de participaciones preferentes entre clientes minoristas. Se da una situación objetiva de información asimétrica entre su emisor y tal tipo de inversores; el primero —originador/patrocinador del riesgo—, como entidad de crédito que es, *está objetivamente más informado sobre las características del valor, instrumento o estructura que pretende colocar, mientras que el inversor (ordinario o minorista) está poco o nada informado sobre el valor que se le ofrece y coloca*. También es claro que *el originador pretende transferir el riesgo al inversor, mientras este último pretende obtener la máxima rentabilidad posible con el mínimo riesgo*. Pero no hay simetría informativa entre ambos que evite el perjuicio para este último. Para mayor paradoja, resulta que la actuación de los poderes públicos supervisores puede contribuir a crear una situación de apariencia de simetría informativa que es inexistente y que actúa en perjuicio de quienes tales poderes deben proteger: los inversores minoristas ordinarios adversos al riesgo.

Se trata, en suma, de establecer una regla de proporcionalidad en este orden que elimine los efectos nocivos para este tipo de inversor de la «asimetría informativa» referida por el transcrito preámbulo de la Ley 6/2011, de 11 de abril (LA LEY 7083/2011). La información reglada sobre valores y otros instrumentos de inversión ha de actuar como medio de vinculación y de protección del inversor en proporción a la condición minorista, profesional o, en su

caso, cualificada, del inversor. De forma que la información debe entenderse como inocua o irrelevante cuando un valor o instrumento financiero complejo es colocado a un inversor minorista.

### 3. La superación ante el cliente minorista del régimen de tutela basado en la información reglada (Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros)

La Directiva 2004/39/CE (LA LEY 4852/2004) (conocida como MIFID) fue traspuesta a nuestro Derecho mediante la Ley 47/2007, de 19 de diciembre (LA LEY 12697/2007), que reformó la LMV (LA LEY 1562/1988) al efecto, y por el citado RD 217/2008, de 15 de febrero (LA LEY 1160/2008). Esta directiva confirma la insuficiencia de la información reglada como sistema de protección del inversor minorista y la consiguiente necesidad de articular un sistema que implique a las entidades que operan ante él como prestadoras de servicios de inversión, empresas entre las que, *ex lege*, están comprendidas las entidades de crédito. Ante el cliente minorista, la información reglada sobre instrumentos financieros es ineficiente. Es preciso establecer *obligaciones de diligencia profesional* de imperativo seguimiento ante él por parte de la entidad a través de la cual aquél canaliza sus decisiones de inversión en valores negociables y cuyo incumplimiento sea fuente de responsabilidad contractual de la misma y, caso de que tal entidad sea al tiempo emisora de los valores, la consecuencia de la infracción no debe detenerse en la responsabilidad contractual referida, sino que debe poder fundamentar la nulidad o anulabilidad, en su caso, de los contratos de suscripción.

Ante la delimitación legal del *cliente minorista*, la norma opta por un sistema de determinación por defecto. Es cliente minorista: (i) Quien no tenga el carácter de cliente profesional según éste es caracterizado por el art. 78 bis 2 y 3 LMV (LA LEY 1562/1988) (*cf.* art. 78 bis 4 LMV (LA LEY 1562/1988)) (23) ; y (ii) quien haya de tener el trato de *contraparte elegible* según los criterios *ex* art. 78 ter LMV (LA LEY 1562/1988) (24) .

### 4. Participaciones preferentes y obligaciones de la entidad prestadora de servicios de inversión a clientes minoristas

Al colocar participaciones preferentes entre clientes minoristas, las entidades de crédito tienen el deber general de «comportarse con diligencia y transparencia *en interés de sus clientes, cuidando de tales intereses como si fueran propios*, y, en particular, observando las normas establecidas en este capítulo y en sus disposiciones reglamentarias de desarrollo» (art. 79 LMV (LA LEY 1562/1988)). Entre tales obligaciones figura la esencial obligación de información *ex* art. 79 bis LMV (LA LEY 1562/1988) (25) . La entidad debe «mantener, en todo momento, adecuadamente informados a sus clientes». Tal información debe ser «imparcial, clara y no engañosa» y debe versar «sobre los instrumentos financieros y las estrategias de inversión (...)» en función de que la misma «les permita comprender la naturaleza y los riesgos (...) del tipo específico de instrumento financiero que se ofrece pudiendo, por tanto, tomar decisiones sobre las inversiones con conocimiento de causa». En especial, se exige que la información referente a los instrumentos financieros incluya orientaciones y advertencias apropiadas sobre los riesgos asociados a tales instrumentos. El régimen de las obligaciones de la entidad en este orden es desarrollado por el RD 217/2008, de 15 de febrero (LA LEY 1160/2008), especialmente en sus arts. 60 (26) y 64 (27) .

La entidad prestadora de *servicios de asesoramiento de inversión o de gestión de carteras* está obligada asimismo a obtener de los *clientes minoristas* «la información necesaria sobre los conocimientos y experiencia del cliente (...) en el ámbito de inversión correspondiente al tipo de producto o de servicio concreto de que se trate; sobre la situación financiera y los objetivos de inversión de aquél, *con la finalidad de que la entidad pueda recomendarle los servicios de inversión e instrumentos financieros que más le convengan*» y se la obliga expresamente a *abstenerse de recomendar servicios de inversión o instrumentos financieros al cliente o posible cliente cuando la*

*entidad no obtenga esta información* (art. 79 bis 6 LMV (LA LEY 1562/1988)).

La entidad prestadora de *servicios de ejecución o recepción y transmisión de órdenes de clientes* respecto de valores *complejos*, con o sin prestación de servicios auxiliares, o bien presta otros servicios distintos al de asesoramiento en materia de inversión (o de gestión de carteras), debe entonces solicitar al cliente información sobre sus conocimientos y experiencia en el ámbito de inversión correspondiente al tipo concreto de producto o servicio ofrecido o solicitado, también *con la finalidad de evaluar si el servicio o producto de inversión es adecuado para el cliente*. Si, en base a esa información, la entidad considera que el producto o el servicio de inversión no es adecuado para el cliente, tiene la *obligación de advertirle* al respecto. Si el cliente *no proporciona la información indicada* o ésta sea insuficiente, la entidad debe advertirle de que ello *le impide determinar si el servicio de inversión o producto previsto es adecuado para él* (art. 79 bis 7 y 8 LMV (LA LEY 1562/1988)).

Los defectos en el cumplimiento de sus obligaciones de información por la entidad de crédito prestadora de los referidos servicios de inversión relativos a participaciones preferentes, sobre todo en el aspecto relativo al carácter *imparcial* de tal información, y de advertencia sobre la inadecuación del valor al perfil del inversor (y, acaso, por las infracciones en materia de prevención de las situaciones de conflicto de intereses a las que ahora se alude) podría indicar la concurrencia de defecto del consentimiento de los suscriptores que tuvieran la condición legal de *clientes minoristas*, invalidante del mismo en función de la culpa *in contrahendo* de la entidad de crédito emisora y colocadora según las tales premisas, y del error invalidante del consentimiento del inversor ante la contratación de tal valor *complejo*, cuya estimación determinaría la aplicación del art. 1303 CC (LA LEY 1/1889) que exige la restitución recíproca de las cosas que hubieren sido materia del contrato, con sus frutos, y el precio con los intereses. En este orden sería procedente la aplicación del régimen de integración en los contratos de suscripción de tales valores de la publicidad *real* sobre los mismos realizadas por los colocadores en la promoción directa de su colocación ante sus clientes (28) si se prueba que en la misma se han minimizado o excluido los riesgos del valor cuya suscripción se oferta y se han maximizado las ventajas esperables del mismo por encima de la información reglada propia de los folletos e, incluso, de la derivada de la legislación del valor (como es el caso de las participaciones preferentes al ser éstas un valor regulado).

## 5. Participaciones preferentes y conflicto de intereses entre la entidad prestadora de servicios de inversión y sus clientes

El art. 70 quáter LMV (LA LEY 1562/1988) regula las bases del tratamiento del conflicto de intereses entre las empresas prestadoras de servicios de inversión y sus clientes, sean o no minoristas. Existe conflicto de intereses *cuando la empresa prestadora del servicio pueda obtener un beneficio correlativo a un posible perjuicio para un cliente; o cuando un cliente puede obtener una ganancia o evitar una pérdida con posibilidad de pérdida concomitante del cliente*. La empresa prestadora de servicios de inversión tiene la obligación legal de aprobar, aplicar y mantener una política de gestión de los conflictos de interés eficaz y apropiada a su organización, destinada a *impedir que tales situaciones perjudiquen los intereses de sus clientes*. En caso de insuficiencia de las medidas organizativas dirigidas a garantizar, con razonable certeza, la prevención de los riesgos de perjuicio para los intereses del cliente, la empresa de servicios de inversión debe entonces *revelar previamente la naturaleza y origen del conflicto al cliente antes de actuar por cuenta del mismo*.

El art. 44 RD 217/2008, de 15 de febrero (LA LEY 1160/2008), establece criterios más concretos ante la identificación de los conflictos de interés potencialmente perjudiciales para los clientes del prestador de servicios de inversión. El *criterio mínimo* atiende a si la propia empresa prestadora de tales servicios o bien una persona competente u otra persona directa o indirectamente vinculada a aquélla por una relación de control, se encuentra en alguna de las siguientes situaciones: a) La entidad o la persona en cuestión *puede obtener un beneficio*

*financiero, o evitar una pérdida financiera, a costa del cliente; b) tiene un interés en el resultado del servicio prestado o de la operación efectuada por cuenta del cliente, distinto del interés del propio cliente en ese resultado; c) tiene incentivos financieros o de cualquier otro tipo para favorecer los intereses de terceros clientes, frente a los propios intereses del cliente en cuestión; d) la actividad profesional es idéntica a la del cliente; e) recibe, o va a recibir, de un tercero un incentivo en relación con el servicio prestado al cliente, en dinero, bienes o servicios, distinto de la comisión o retribución habitual por el servicio en cuestión. Pero se especifica que, en cualquier caso, no se considerará suficiente el que la empresa pueda obtener un beneficio, *si no existe también un posible perjuicio para un cliente; o que un cliente pueda obtener una ganancia o evitar una pérdida, si no existe la posibilidad de pérdida concomitante de un cliente.* Cabe afirmar entonces que el *potencial perjuicio* para el cliente es el criterio central para determinar la existencia de una situación de conflicto de intereses entre los de éste y los de la entidad que le presta servicios de inversión.*

En la colocación de participaciones preferentes por entidades de crédito entre su clientela minorista existe una situación manifiesta de conflicto de intereses entre aquéllas y éstos en la medida en que concurren los supuestos a) y b) del transcrito art. 44 RD 217/2008 (LA LEY 1160/2008). La entidad de crédito emisora *puede obtener un beneficio financiero, o evitar una pérdida financiera, a costa del cliente.* La entidad obtiene un beneficio financiero manifiesto de la operación cuando transforma pasivo en recursos propios o bien obtiene financiación a título de recursos propios. Por esa misma razón, la entidad de crédito *tiene un interés directo en el resultado del servicio prestado o de la operación efectuada por cuenta del cliente, distinto del interés del propio cliente en ese resultado.*

Si se considera que el art. 70 quáter LMV (LA LEY 1562/1988) establece la obligación de la entidad de *impedir que los conflictos de interés perjudiquen los intereses de sus clientes*, cabe concluir que las entidades de crédito pueden resultar responsables contractuales ante su clientela minorista perjudicada por la suscripción de participaciones preferentes si han producido perjuicios a la misma en infracción de su deber legal de *impedir que los conflictos de interés perjudiquen los intereses de sus clientes* en los términos referidos.

## 6. Participaciones preferentes y competencia desleal

Como conclusión general se obtiene la incompatibilidad entre el inversor minorista adverso al riesgo y la inversión en participaciones preferentes. Si a ello se une que la colocación de participaciones preferentes por entidades de crédito entre su clientela minorista ha podido ser una operación financiera dirigida a transformar pasivos en patrimonio neto mediante el recurso a tal clase de valor y mediando información insuficiente o engañosa en incumplimiento de los términos exigidos por los preceptos referidos de la LMV (LA LEY 1562/1988) y el RD 217/2008 (LA LEY 1160/2008) o bien la información incurre en el perfil del acto de engaño regulado en el art. 7 de la Ley 3/1991, de 10 de enero, de Competencia Desleal (en adelante LCD), lo que puede resultar es la calificación como *comportamiento que resulte objetivamente contrario a las exigencias de la buena fe*, en los términos del art. 4.1 LCD, de la referida operación financiera practicada por algunas entidades de crédito en España. Si se admite que el cliente minorista en el ámbito de la inversión en valores e instrumentos financieros es la versión del consumidor o usuario en tal ámbito, debe entonces considerarse también el párr. 2.º del citado art. 4.1 LCD según el cual: «En las relaciones con consumidores y usuarios se entenderá contrario a las exigencias de la buena fe el comportamiento de un empresario o profesional contrario a la diligencia profesional, entendida ésta como el nivel de *competencia y cuidados especiales* que cabe esperar de un empresario conforme a las *prácticas honestas del mercado*, que *distorsione o pueda distorsionar de manera significativa el comportamiento económico del consumidor medio* o del miembro medio del grupo destinatario de la práctica, si se trata de una práctica comercial dirigida a un grupo concreto de consumidores». Legalmente se entiende por *distorsionar de manera significativa el*

*comportamiento económico del consumidor medio* «utilizar una práctica comercial para mermar de *manera apreciable su capacidad de adoptar una decisión con pleno conocimiento de causa, haciendo así que tome una decisión sobre su comportamiento económico que de otro modo no hubiera tomado*» (art. 4.1, párr. 4.º, LCD).

No es razonable que el cliente minorista como modelo de ahorrador básico se decida por sí mismo y *libremente* a asumir posiciones inversoras de máximo nivel de riesgo ni es razonable que este modelo de inversor pase *libremente* de una posición contractual de mínimo riesgo (un depósito bancario) a otra de máximo riesgo. No parece razonable que tal clase de inversor se decida libremente, sin ser directa o indirectamente inducido a ello, a invertir en participaciones preferentes. Tal modelo de *comportamiento económico* solo se explica si el mismo *no ha sido adoptado libremente*, sino mediante técnicas de colocación que presuponen oferta directa y personal del emisor, a través de sus propias oficinas, y en cuyo contenido pueda detectarse, según expresa la LCD, «información que, aun siendo veraz, por su contenido o presentación induzca o pueda inducir a error a los destinatarios, siendo susceptible de alterar su comportamiento económico, siempre que incida sobre alguno de los siguientes aspectos: a) La existencia o la *naturaleza* del bien o servicio o (...) h) los derechos legales o convencionales del consumidor o los *riesgos* que éste pueda correr; o bien, como expresa el art. 7 LCD, cuando «la información que se ofrece es poco clara, ininteligible, ambigua, no se ofrece en el momento adecuado, o no se da a conocer el propósito comercial de esa práctica, cuando no resulte evidente por el contexto».

Tales situaciones que la LCD describe podrían fundamentar el ejercicio de las acciones previstas por sus art. 32.1 núms. 1.º, 2.º, 3.º 4.º y 5.º, máxime si concurre la infracción por la entidad de crédito prestadora del servicio de inversión de sus obligaciones en materia de información hacia la clientela minorista y en materia de prevención y tratamiento de las situaciones de conflicto de intereses entre los suyos propios y los de su clientela según tales situaciones son reguladas por la LMV (LA LEY 1562/1988) y el RD 217/2008 (LA LEY 1160/2008) en los términos expuestos *supra* (IV.4-5).

- (1) Art. 30 bis LMV (LA LEY 1562/1988) y RD 1310/2005, de 4 de noviembre (LA LEY 1600/2005), que desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio (LA LEY 1562/1988), del Mercado de Valores, 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.

[Ver Texto](#)

- (2) En la exposición de motivos de la Ley 6/2011, de 11 de abril (LA LEY 7083/2011), se afirma que «es importante establecer criterios para que estos instrumentos de capital puedan ser admitidos como fondos propios básicos de las entidades de crédito».

[Ver Texto](#)

- (3) Así aparece reconocido por el art. 2.1.h) LMV (LA LEY 1562/1988).

[Ver Texto](#)

- (4) Cfr. esta expresión en art. 36.1.b) CCom (LA LEY 1/1885). y art. 8 RD 1310/2005, de 4 de noviembre (LA LEY 1600/2005).

[Ver Texto](#)

- (5) Cfr. la referida disposición adicional segunda de la Ley 13/1985, de 25 de mayo (LA LEY 1260/1985).

[Ver Texto](#)

- 
- (6) En la expresión del art. 26.2 LMV (LA LEY 1562/1988). [Ver Texto](#)
- 
- (7) Art. 36.1.c) CCom (LA LEY 1/1885). [Ver Texto](#)
- 
- (8) Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: Las participaciones preferentes (un híbrido financiero supletorio del capital social), Navarra (Civitas), 2005, págs. 71, 80-81. [Ver Texto](#)
- 
- (9) El nacimiento de tal derecho, pues, no se hace depender de elementos más seguros para el inversor como, por ejemplo, las condiciones de la emisión; tampoco se exige que, en su caso, el acuerdo de no pagar los intereses haya de ser adoptado por la junta general de accionistas, órgano titular de la competencia en materia de distribución de dividendo a los accionistas con arreglo al régimen legal. [Ver Texto](#)
- 
- (10) La liquidez es elemento esencial a todo acto de razonable inversión porque, por principio, una inversión no es tal si carece de posibilidad real de desinversión. [Ver Texto](#)
- 
- (11) Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: Las participaciones preferentes, cit., págs. 165 y ss. [Ver Texto](#)
- 
- (12) Pueden ser emitidas por otra clase de emisores al margen del régimen de la disposición adicional segunda de la Ley 13/1985, vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: Las participaciones preferentes, cit., págs. 179 y ss. [Ver Texto](#)
- 
- (13) Si bien, se insiste, tales intereses han de ser entendidos en sentido impropio o atípico ya que, en rigor, no son tales, sino, más bien, un sistema de rentabilidad de activación condicionada a la decisión del órgano de administración del emisor o a que su pago no afecte a los requerimientos de recursos propios exigibles al emisor y a la existencia de beneficios o de reservas distribuibles. [Ver Texto](#)
- 
- (14) Cfr. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: Las participaciones preferentes, cit., págs. 146 y ss., se refiere a él como «renumeración periódica» del partícipe. [Ver Texto](#)
- 
- (15) FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: Las participaciones preferentes, cit., págs. 137 y ss. [Ver Texto](#)
- 
- (16) Cfr. art. 79 bis LMV (LA LEY 1562/1988). [Ver Texto](#)

---

(17) Cfr. art. 92, penúltimo párrafo, LMV (LA LEY 1562/1988).

[Ver Texto](#)

---

(18) Art. 60.1.f) RD 217/2008, de 15 de febrero (LA LEY 1160/2008), sobre el régimen jurídico de la empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión.

[Ver Texto](#)

---

(19) Inversor cualificado es, por tanto, aquel al que, en función de su condición, profesionalidad o en función de su propia elección de tal trato legal, se le presume capacitado para hacer una evaluación satisfactoria de los activos y pasivos, de la situación financiera, beneficios y pérdidas, así como de las perspectivas del emisor, y eventualmente del garante, y de los derechos inherentes a los valores cuya suscripción o adquisición le es propuesta.

[Ver Texto](#)

---

(20) Esta situación se ha producido en el caso de las participaciones preferentes emitidas por entidades de crédito y suscritas por su clientela minorista. Estas entidades de crédito arguyen ante la extinta liquidez de aquéllas, que sus folletos de emisión están aprobados y registrados por la CNMV, que son valores cuyo regulados por Ley y que han sido emitidos con aprobación expresa o tácita del Banco de España. Estas entidades de crédito parecen pretender que, puesto que han difundido la información legalmente exigida y se han ajustado a la regulación legal aplicable, quedan libres de cualquier responsabilidad ante su clientela minorista por los perjuicios derivados de la fallida inversión.

[Ver Texto](#)

---

(21) Cfr. en tal sentido el art. 78 bis 8 LMV (LA LEY 1562/1988).

[Ver Texto](#)

---

(22) Fuera de tales categorías simples, esto es, cuando se trata de instrumentos financieros «estructurados», combinaciones de instrumentos, swaps, valores derivados, instrumentos de inversión basados en la total o parcial aleatoriedad, valores con denominaciones complejas o engañosas incluso legales—como el caso de las participaciones preferentes—, valores cuyo contenido obligacional excede del simple de las obligaciones y bonos, cuando se entra en acciones con especialidades de difícil comprensión para un inversor básico (como acciones rescatables o, incluso, cuotas participativas de cajas de ahorros), la debida protección de este inversor básico exige vías jurídicas más allá del principio de transparencia presente en la LMV (LA LEY 1562/1988) y el RD 1310/2005, de 4 de noviembre (LA LEY 1600/2005).

[Ver Texto](#)

---

(23) Art. 78 bis LMV (LA LEY 1562/1988).- Clases de clientes. 1. A los efectos de lo dispuesto en este Título, las empresas de servicios de inversión clasificarán a sus clientes en profesionales y minoristas. Igual obligación será aplicable a las demás empresas que presten servicios de inversión respecto de los clientes a los que les presten u ofrezcan dichos servicios.

2. Tendrán la consideración de clientes profesionales aquellos a quienes se presuma la experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente sus riesgos.

3. En particular tendrá la consideración de cliente profesional:

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.

Se incluirán entre ellas las entidades de crédito, las empresas de servicios de inversión, las compañías de seguros, las instituciones de inversión colectiva y sus sociedades gestoras, los fondos de pensiones y sus sociedades gestoras, los fondos de titulización y sus sociedades gestoras, los que operen habitualmente con materias primas y con derivados de materias primas, así como operadores que contraten en nombre propio y otros inversores institucionales.

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 incluidos en la letra a), tengan como actividad habitual invertir en valores u otros instrumentos financieros.

Quedarán incluidas en este apartado, en particular, las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras.

Las entidades señaladas en los apartados anteriores se considerarán clientes profesionales sin perjuicio de que puedan solicitar un trato no profesional y de que las empresas de servicios de inversión puedan acordar concederles un nivel de protección más amplio.

e) Los demás clientes que lo soliciten con carácter previo, y renuncien de forma expresa a su tratamiento como clientes minoristas.

La admisión de la solicitud y renuncia quedará condicionada a que la empresa que preste el servicio de inversión efectúe la adecuada evaluación de la experiencia y conocimientos del cliente en relación con las operaciones y servicios que solicite, y se asegure de que puede tomar sus propias decisiones de inversión y comprende sus riesgos. Al llevar a cabo la citada evaluación, la empresa deberá comprobar que se cumplen al menos dos de los siguientes requisitos:

1.º Que el cliente ha realizado operaciones de volumen significativo en el mercado de valores, con una frecuencia media de más de diez por trimestre durante los cuatro trimestres anteriores.

2.º Que el valor del efectivo y valores depositados sea superior a 500.000 euros.

3.º Que el cliente ocupe, o haya ocupado durante al menos un año, un cargo profesional en el sector financiero que requiera conocimientos sobre las operaciones o servicios previstos.

El Gobierno y, con su habilitación expresa, el ministro de Economía y Hacienda o la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrán determinar la forma de cálculo de las magnitudes señaladas en este apartado y fijar requisitos para los procedimientos que las entidades establezcan para clasificar clientes.

4. Se considerarán clientes minoristas todos aquellos que no sean profesionales.

Ver Texto

- 
- (24) Art. 78 ter LMV (LA LEY 1562/1988).- Operaciones con contrapartes elegibles. 1. A los efectos de lo dispuesto en este artículo, tendrán la consideración de contrapartes elegibles las siguientes entidades: empresas de servicios de inversión, entidades de crédito, entidades aseguradoras, instituciones de inversión colectiva y sus sociedades gestoras, fondos de pensiones y sus sociedades gestoras, otras entidades financieras autorizadas o reguladas por la legislación comunitaria o por el Derecho nacional de un Estado miembro, empresas señaladas en las letras d) y e) del apartado 3 del art. 62, Gobiernos nacionales y sus servicios correspondientes, incluidos los que negocian deuda, Bancos Centrales y organismos supranacionales. También tendrán dicha consideración las entidades de terceros países equivalentes y las Comunidades Autónomas.

Asimismo, si se solicita, también se considerarán contrapartes elegibles las empresas que cumplan los requisitos que

se establecen en la letra e) del apartado 3 del art. 78 bis, en cuyo caso solo será reconocida como contraparte elegible en lo relativo a los servicios u operaciones para los que pueda ser tratada como cliente profesional. Se entenderán incluidas las empresas de terceros países que estén sujetas a requisitos y condiciones equivalentes.

2. Las empresas que presten servicios de inversión autorizadas para ejecutar órdenes por cuenta de terceros, negociar por cuenta propia o recibir y transmitir órdenes podrán realizar estas operaciones, o los servicios auxiliares directamente relacionados con las mismas, con las entidades señaladas en el apartado anterior sin cumplir las obligaciones establecidas en los arts. 79 bis, 79 ter y 79 sexies, siempre que dichas entidades sean informadas previamente de ello y que no soliciten expresamente que se les apliquen.

En el caso de las entidades señaladas en el párrafo primero del apartado anterior, la clasificación como contraparte elegible se entenderá sin perjuicio del derecho de estas entidades a solicitar, bien de forma general o bien para cada operación, el trato como cliente, en cuyo caso su relación con la empresa de servicios de inversión quedará sujeta a lo dispuesto en los arts. 79 bis, 79 ter y 79 sexies de esta Ley.

Asimismo, en el caso de las empresas señaladas en el párrafo segundo del apartado anterior se deberá obtener la confirmación expresa de que la empresa accede a ser tratada como una contraparte elegible, de forma general o para cada operación.

Cuando la operación se realice con una empresa domiciliada en otro Estado miembro de la Unión Europea, se deberá respetar el estatus de la empresa que determine la legislación de dicho Estado.

Ver Texto

- 
- (25) Este precepto es aplicable a «las entidades que presten servicios de inversión» entre las que se incluyen las entidades de crédito (cfr. arts. 78 (LA LEY 1562/1988) y 65 LMV).

Ver Texto

- 
- (26) Art. 60 RD 217/2008 (LA LEY 1160/2008). Condiciones que debe cumplir la información para ser imparcial, clara y no engañosa. 1. A los efectos de lo dispuesto en el art. 79 bis 2 de la Ley 24/1988, de 28 de julio (LA LEY 1562/1988), toda información, incluidas las comunicaciones publicitarias, dirigida a clientes minoristas, incluidos los clientes potenciales, o difundida de tal manera que probablemente sea recibida por los mismos, deberá cumplir las condiciones establecidas en este artículo. En particular:

- a) La información deberá incluir el nombre de la entidad que presta los servicios de inversión.
  - b) La información deberá ser exacta y no destacará los beneficios potenciales de un servicio de inversión o de un instrumento financiero sin indicar también los riesgos pertinentes, de manera imparcial y visible.
  - c) La información será suficiente y se presentará de forma que resulte comprensible para cualquier integrante medio del grupo al que se dirige o para sus probables destinatarios.
  - d) La información no ocultará, encubrirá o minimizará ningún aspecto, declaración o advertencia importantes.
  - e) Cuando la información haga referencia a un régimen fiscal particular, deberá aclarar de forma visible que ese régimen dependerá de las circunstancias individuales de cada cliente y que puede variar en el futuro.
  - f) En ningún caso se podrá incluir en la información el nombre de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, o de otra autoridad competente de manera tal que indique o pueda inducir a pensar que la autoridad aprueba o respalda los productos o los servicios de la empresa.
2. Cuando la información compare servicios de inversión o auxiliares, instrumentos financieros o las personas que presten los servicios, se deberán cumplir los siguientes requisitos:
- a) La comparación deberá ser pertinente y se presentará de manera imparcial y equilibrada.
  - b) Deberán identificarse las fuentes de información utilizadas para la comparación.
  - c) Se incluirán los hechos e hipótesis principales utilizados para hacer la comparación.
3. Cuando la información incluya resultados históricos de un servicio de inversión, de un instrumento financiero o de

un índice financiero:

- a) Tales resultados no podrán ser el elemento más destacado de la comunicación.
  - b) Los resultados deberán referirse a los cinco años inmediatamente anteriores, o a todo el tiempo durante el que se haya ofrecido el instrumento financiero, elaborado el índice financiero o prestado el servicio, si el plazo es inferior a cinco años, o a un período tan amplio como la empresa decida si es superior a cinco años. En cualquier caso, la información sobre resultados deberá basarse en períodos completos de doce meses.
  - c) Se indicará con toda claridad el período de referencia y la fuente de la información.
  - d) Se deberá advertir de forma visible que las cifras se refieren al pasado y que los rendimientos pasados no son un indicador fidedigno de resultados futuros.
  - e) Cuando las cifras se expresen en divisas distintas de la utilizada en el Estado miembro de residencia de los clientes minoristas, incluidos los clientes potenciales, deberá indicarse claramente la divisa utilizada y se contendrá una advertencia previniendo de posibles incrementos o disminuciones del rendimiento en función de las fluctuaciones monetarias.
  - f) Cuando la información se base en los resultados brutos deberá publicarse el efecto de las comisiones, honorarios u otras cargas.
4. La información solo podrá incluir resultados históricos simulados en el caso de instrumentos financieros o de índices financieros. En estos casos, se deberán cumplir los siguientes requisitos:
- a) Los resultados simulados deberán basarse en resultados históricos reales de uno o más instrumentos financieros o índices financieros que sean idénticos al instrumento financiero de que se trate, o subyacentes del mismo.
  - b) Los resultados históricos reales deberán cumplir lo dispuesto en todas las letras, salvo la d), del apartado anterior.
  - c) Se deberá advertir de forma visible que las cifras se refieren a resultados históricos simulados y que los rendimientos pasados no son un indicador fidedigno de resultados futuros.
5. Si la información contiene datos sobre resultados futuros, deberán cumplirse los siguientes requisitos:
- a) No se podrá basar en resultados históricos simulados ni hacer referencia a los mismos.
  - b) Se basará en supuestos razonables respaldados por datos objetivos.
  - c) Cuando se base en resultados brutos, deberá publicarse el efecto de las comisiones, honorarios u otras cargas.
  - d) Se deberá advertir de forma visible que las previsiones no son un indicador fidedigno de resultados futuros.

Ver Texto

- 
- (27) Art. 64 RD 217/2008 (LA LEY 1160/2008).- Información sobre los instrumentos financieros. 1. Las entidades que prestan servicios de inversión deberán proporcionar a sus clientes, incluidos los potenciales, una descripción general de la naturaleza y riesgos de los instrumentos financieros, teniendo en cuenta, en particular, la clasificación del cliente como minorista o profesional. En la descripción se deberá incluir una explicación de las características del tipo de instrumento financiero en cuestión y de los riesgos inherentes a ese instrumento, de una manera suficientemente detallada para permitir que el cliente pueda tomar decisiones de inversión fundadas.
2. En la explicación de los riesgos deberá incluirse, cuando sea justificado en función del tipo de instrumento financiero en cuestión y de los conocimientos y perfil del cliente, la siguiente información:
- a) Los riesgos conexos a ese tipo de instrumento financiero, incluida una explicación del apalancamiento y de sus efectos, y el riesgo de pérdida total de la inversión.
  - b) La volatilidad del precio de ese tipo de instrumento financiero y cualquier limitación del mercado, o mercados, en que pueda negociarse.
  - c) La posibilidad de que el inversor asuma, además del coste de adquisición del instrumento financiero en cuestión, compromisos financieros y otras obligaciones adicionales, incluidas posibles responsabilidades legales, como consecuencia de la realización de transacciones sobre ese instrumento financiero.
  - d) Cualquier margen obligatorio que se hubiera establecido u otra obligación similar aplicable a ese tipo de

instrumentos.

3. Cuando la entidad proporcione a un cliente minorista, incluidos los potenciales, información sobre un instrumento financiero que sea objeto en ese momento de una oferta pública sujeta a la obligación de elaborar folleto, de acuerdo con lo dispuesto en el art. 30 bis de la Ley 24/1988, de 28 de julio (LA LEY 1562/1988), le deberá comunicar la fecha en que el folleto se pondrá a disposición del público.

4. Cuando sea probable que los riesgos asociados a un instrumento financiero compuesto por dos o más instrumentos o servicios financieros sean mayores que el riesgo asociado a cada uno de esos instrumentos o servicios individualmente considerados, deberá proporcionarse una descripción adecuada de cada uno de los instrumentos o servicios que integran el instrumento financiero en cuestión y una explicación de la forma en que la interacción entre los distintos componentes de ese instrumento financiero aumentan los riesgos.

5. Cuando el instrumento financiero incorpore una garantía de un tercero, deberá proporcionarse información suficiente sobre el garante y la garantía para que el cliente minorista, incluido el potencial, pueda valorar razonablemente la garantía aportada.

[Ver Texto](#)

---

(28) Art. 61 RDL 1/2007, de 16 de noviembre (LA LEY 11922/2007), de defensa de consumidores y usuarios.

[Ver Texto](#)

---

