



**Universidad**  
**Zaragoza**

## **TRABAJO FIN DE GRADO**

### **INSTRUMENTOS DE PROTECCIÓN DEL INVERSOR MINORISTA ANTE LA COMERCIALIZACIÓN DE PRODUCTOS PREEMPAQUETADOS EN LA NORMATIVA COMUNITARIA**

Autor

Alfonso José Pérez Herrero

Directora

Rita Largo Gil

Facultad de Derecho

2017



## **ÍNDICE DEL TRABAJO**

<b>I</b>	<b>INTRODUCCIÓN.....</b>	<b>9</b>
1	CUESTIÓN TRATADA EN EL TRABAJO FIN DE GRADO.....	9
2	RAZÓN DE LA ELECCIÓN DEL TEMA Y JUSTIFICACIÓN DE SU INTERÉS.....	9
3	METODOLOGÍA SEGUIDA EN EL DESARROLLO DEL TRABAJO.....	10
<b>II</b>	<b>ANTECEDENTES Y EVOLUCIÓN NORMATIVA.....</b>	<b>11</b>
1	REGULACIÓN DE LA COMERCIALIZACIÓN DE PRODUCTOS FINANCIEROS COMPLEJOS PREVIA A LA CRISIS ECONÓMICA DE 2007.....	11
2	LAS DEFICIENCIAS DE PROTECCIÓN DEL INVERSOR MINORISTA PUESTAS DE MANIFIESTO POR LA CRISIS.....	13
3	EL PROCESO DE REFORMA DE LA NORMATIVA COMUNITARIA.....	15
3.1	Reforma institucional.....	15
3.2	Reforma normativa.....	16
<b>III</b>	<b>LOS PRODUCTOS PREEMPAQUETADOS DE INVERSIÓN MINORISTA. DELIMITACIÓN CONCEPTUAL.....</b>	<b>21</b>
1	PRODUCTO EMPAQUETADO DE INVERSIÓN MINORISTA: CONCEPTO Y CARACTERÍSTICAS.....	21

2	SUJETOS INTERVINIENTES EN LA COMERCIALIZACIÓN DE PRODUCTOS EMPAQUETADOS DE INVERSIÓN MINORISTA.....	23
2.1	El inversor minorista.....	23
2.2	El productor del producto preempaquetado.....	25
<b>IV</b>	<b>DEFICIENCIAS EN LA COMERCIALIZACIÓN DE PRODUCTOS PREEMPAQUETADOS.....</b>	<b>26</b>
<b>V</b>	<b>MECANISMOS DE PROTECCIÓN.....</b>	<b>27</b>
1	INTRODUCCIÓN.....	27
2	MEJORA DE LA INFORMACIÓN PRECONTRACTUAL. DOCUMENTO DE DATOS FUNDAMENTALES.....	29
2.1	Precedentes.....	29
2.2	Objetivos perseguidos.....	30
2.3	Naturaleza jurídica del documento de datos fundamentales.....	32
2.4	Contenido del documento de datos fundamentales.....	33
	A) Advertencias e identificación del producto .....	34
	B) Información sobre riesgos .....	34
	a) Riesgo de mercado.....	35
	b) Riesgo de crédito.....	37
	c) Riesgo de liquidez.....	39

	<i>C) Información sobre rentabilidad prevista .....</i>	<i>40</i>
	<i>D) Información sobre costes.....</i>	<i>40</i>
	<i>E) Información sobre el plazo de inversión y la posibilidad de reembolso.....</i>	<i>41</i>
	<i>F) Información sobre mecanismos de reclamación.....</i>	<i>42</i>
	<i>G) Otras informaciones.....</i>	<i>42</i>
2.5	Redacción y lenguaje .....	43
2.6	Elaboración y suministro del documento de datos fundamentales.....	44
2.7	Incumplimiento de los deberes de información.....	45
	<i>A) Responsabilidad contractual y reclamación.....</i>	<i>46</i>
	<i>B) Sanciones administrativas.....</i>	<i>47</i>
3	EDUCACIÓN FINANCIERA.....	48
4	INTERVENCIÓN DE PRODUCTOS.....	49
<b>VI</b>	<b>CONCLUSIONES.....</b>	<b>53</b>
<b>VII</b>	<b>BIBLIOGRAFÍA Y REFERENCIAS DOCUMENTALES.....</b>	<b>55</b>



## LISTADO DE ABREVIATURAS UTILIZADAS

AES	Autoridades Europeas de Supervisión
CE	Comisión Europea
CEBS	<i>Committee of European Banking Supervisors</i>
CEIOPS	<i>Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors</i>
CESR	<i>Committee of European Securities Regulators</i>
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
EBA	<i>European Banking Authority</i>
ECAI	<i>External Credit Assessment Institutions</i>
ECOFIN	<i>Economic and Financial Affairs Council</i>
EIOPA	<i>European Insurance and Occupational Pensions Authority</i>
ESMA	<i>European Securities and Markets Authority</i>
FIA	Fondo de Inversión Alternativo
INFE	<i>International Network on Financial Education</i>
IRR	Indicador Resumido de Riesgo
KID	<i>Keys Information Document</i>
KIID	<i>Key Investor Information Document</i>
MiFID	<i>Markets in Financial Instruments Directive</i>
MiFIR	<i>Markets in Financial Instruments Regulation</i>
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
OICVM	Organismo de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios
OPV	Oferta Pública de Venta
OTC	<i>Over The Counter</i>
PPIMS	Productores de Productos de Inversión Minorista Empaquetados y de Productos de Inversión basados en Seguros
PRC	Parámetro de Riesgo de Crédito
PRIIP	<i>Packaged Retail and Insurance-Based Investment Products</i>
PRM	Parámetro de Riesgo de Mercado
PYME	Pequeña Y Mediana Empresa
Q&A	<i>Questions and Answers</i>
SESF	Sistema Europeo de Supervisión Financiera
SGIIC	Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colaborativa

SMN	Sistemas Multilaterales de Negociación
SPV	<i>Special Purpose Vehicle</i>
TFG	Trabajo Fin de Grado
TFUE	Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea
UE	Unión Europea
<i>VaR</i>	<i>Value at Risk</i>
VEV	Volatilidad Equivalente al Valor en riesgo



## **I. INTRODUCCIÓN**

«Octubre es uno de los meses más peligrosos para especular en Bolsa. Los otros son: Julio, Enero, Septiembre, Abril, Noviembre, Mayo, Marzo, Junio, Diciembre, Agosto y Febrero»

Mark Twain (1835-1910)

### **1. CUESTIÓN TRATADA EN EL TRABAJO FIN DE GRADO**

El trabajo tiene por objeto analizar los problemas que genera la comercialización de una clase de instrumentos financieros muy concreta: los productos empaquetados de inversión minorista; así como los instrumentos de protección que contempla la normativa vigente. El objeto principal de este trabajo es el de estudiar el impacto de la actual legislación en la efectiva protección del inversor minorista, prestando especial atención al cómo y al por qué de cada aspecto, y a la evolución que presenta la información proporcionada por los emisores de productos financieros a lo largo de los últimos años.

A través del estudio de las características y riesgos de los productos empaquetados y de sus emisores financieros, así como de los mecanismos de protección recogidos en la normativa vigente, se pretende dibujar el elenco de instrumentos con que cuenta el inversor no profesional a la hora de resguardar sus intereses dentro de una industria que, en ocasiones, muestra unos niveles de opacidad preocupantes.

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

Pese a que el tema objeto de estudio no goza de gran conocimiento entre personas ajenas a la materia, es de gran relevancia y actualidad para la sociedad en cuanto su exclusiva regulación viene motivada por los perjuicios sufridos por numerosos inversores ante deficiencias informativas. Aunque la mayor parte de los ordenamientos jurídicos nacionales de los Estados miembros de la Unión Europea (UE) superponen los intereses de usuarios y consumidores a los de proveedores de bienes y servicios, numerosos bancos aprovechaban la ausencia de una sólida normativa

relacionada con la información en materia de instrumentos financieros, a la hora de comercializar determinados productos complejos entre inversores no profesionales.

Por regla general, los conocimientos técnicos son mínimos entre la población que no posee estudios relacionados<sup>1</sup>, pero también es cierto que gran parte de la ciudadanía conoce casos en los que la comercialización de algunos productos financieros ha ocasionado serios perjuicios en inversores con escasa especialización. Uno de los motivos, por no decir el motivo principal, es la ausencia o deficiencia de información y el escaso conocimiento del producto adquirido que, en algunas ocasiones, llegaba a publicitarse como producto libre de riesgo con elevada rentabilidad potencial. Desde mi punto de vista, el Derecho debe servir a las necesidades de la ciudadanía, por lo que la regulación de este tipo de productos financieros es un excelente ejemplo de observancia necesaria.

De forma complementaria, muestra la capacidad de las instituciones europeas a la hora de solventar los problemas de sus ciudadanos, y adaptar el contenido legislativo a sus necesidades, dentro de los límites de los principios del ordenamiento jurídico, avanzando hacia la consecución de un mercado europeo único e integrado.

Personalmente, la elección de un trabajo centrado en la rama financiera del Derecho viene motivada por la duplicidad de los estudios cursados (DADE) y el aprovechamiento de las sinergias existentes. Por otra parte, la realización de un TFG sobre una materia hacia la que se desea orientar la carrera profesional, supone una mayor especialización temática y refuerza ciertas competencias.

### 3. METODOLOGÍA SEGUIDA EN EL DESARROLLO DEL TRABAJO

El análisis de la figura objeto de estudio y su regulación, se ha llevado a cabo desde un punto de vista interdisciplinar, obligado por la diversa naturaleza de las circunstancias influyentes, así como por la heterogeneidad de las normas concurrentes. Desde esta perspectiva, se busca realizar un conciso repaso de la normativa relacionada con un tema de creciente importancia dentro del Derecho del Mercado de Valores y

---

<sup>1</sup> «Con frecuencia, los inversores no llegan a entender el funcionamiento de los productos complejos [...] Algunos productos complejos requieren un alto nivel de conocimientos para evaluar y valorar los riesgos que comportan» (Advertencia ESMA 07/02/2014).

señalar los diversos mecanismos que protegen al inversor minorista ante la comercialización de productos empaquetados.

El Derecho del mercado de valores, al regular una extensa materia en constante innovación, resulta muy interesante de estudiar al proyectarse sobre dos campos distintos pero intrínsecamente relacionados: Derecho y Economía. Dentro de la perspectiva del Derecho, que es la que motiva el trabajo, conviene observar la complementariedad que existe entre distintas ramas, en concreto las concernientes al Derecho Mercantil contractual con aspectos del Derecho Administrativo. Sin embargo, no se debe olvidar que gran parte de la normativa existente posee una dimensión comunitaria, que añade ciertos factores del Derecho Internacional, en su vertiente pública y privada. Es por ello por lo que, a la hora de realizar un análisis sobre la materia trabajada, se debe efectuar de forma conjunta e integrada.

A la hora de realizar el presente trabajo, se ha acudido a la reciente pero extensa normativa comunitaria y a la bibliografía especializada en la problemática que nos ocupa.

## **II. ANTECEDENTES Y EVOLUCIÓN NORMATIVA**

### **1. REGULACIÓN DE LA COMERCIALIZACIÓN DE PRODUCTOS FINANCIEROS COMPLEJOS PREVIA A LA CRISIS ECONÓMICA DE 2007**

La existencia de un verdadero mercado único de servicios financieros en la Unión Europea es de crucial importancia para el crecimiento económico, la creación de puestos de trabajo y la confianza de los ciudadanos. Los servicios financieros no sólo constituyen una actividad terciaria, sino que sirven de apoyo y soporte al desarrollo del resto de actividades, por lo que su importancia es mayúscula. La progresiva integración de los Estados miembros de la Unión Europea conlleva la necesidad de desarrollar un marco uniforme de regulación, que elimine las prácticas de arbitraje regulatorio y aplicativo, dote al sistema de una sólida seguridad jurídica y garantice los tres principios básicos de funcionamiento de un mercado financiero: eficiencia, transparencia y protección del inversor, que ha de reforzarse especialmente cuando se trate de inversores minoristas.

La Unión Europea comenzó a mostrar un especial interés en la protección del inversor minorista a partir de los años noventa, con la promulgación de la Directiva 93/22/CEE de 10 de mayo de 1993. A través de esta norma, la UE liberalizó el acceso a los mercados secundarios a todas aquellas empresas de inversión autorizadas para ejercer dicha labor. En referencia al presente trabajo, es de vital importancia en cuanto al desarrollo del concepto de emisor de productos empaquetados, que se analizará progresivamente. En su primera versión, la Directiva contenía un anexo en el que se establecía una extensa regulación de los servicios que podía prestar una empresa de inversión, los instrumentos financieros sobre los que se aplicaba la Directiva y ciertos servicios auxiliares que podían prestar dichas empresas.

Las sucesivas modificaciones regularon aspectos de gran trascendencia como los intercambios de información entre autoridades competentes<sup>2</sup>, el establecimiento de un sistema de indemnización para el inversor<sup>3</sup>, el intercambio de información confidencial<sup>4</sup> o la introducción de una legislación cautelar específica para los conglomerados financieros<sup>5</sup>. La Directiva 93/22/CEE fue derogada en 2004 por la Directiva 2004/39/CE. Esta última Directiva, junto a la Directiva 2006/73/CE y el Reglamento (CE) 1287/2006<sup>6</sup>, componen la normativa comunitaria MiFID<sup>7</sup>, cuyo principal objetivo era el establecimiento de un marco jurídico único de aplicación en todos los Estados miembros de la Unión Europea, en lo referente a los mercados de instrumentos financieros, y la prestación de servicios de inversión por parte de las empresas de inversión autorizadas a tal efecto. Esta normativa supuso un notable avance

---

<sup>2</sup> Directiva 95/26/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 29 de junio de 1995, por la que se modifican las Directivas 77/780/CEE y 89/646/CEE, relativas a las entidades de crédito, las Directivas 73/239/CEE y 92/49/CEE, relativas al seguro directo distinto del seguro de vida, las Directivas 79/267/CEE y 92/96/CEE, relativas al seguro directo de vida, la Directiva 93/22/CEE, relativa a las empresas de inversión y la Directiva 85/611/CEE, sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) con objeto de reforzar la supervisión prudencial (DOUE de 18 de julio de 1997).

<sup>3</sup> Directiva 97/9/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 3 de marzo de 1997, relativa a los sistemas de indemnización de los inversores (DOUE de 26 de marzo de 1997, pp. 22-31).

<sup>4</sup> Directiva 2000/64/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 7 de noviembre de 2000, que modifica las Directivas 85/611/CEE, 92/49/CEE, 92/96/CEE y 93/22/CEE, del Consejo en lo relativo al intercambio de información con terceros países. (DOUE de 17 de noviembre de 2000).

<sup>5</sup> Directiva 2002/87/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de diciembre de 2002, relativa a la supervisión adicional de las entidades de crédito, empresas de seguros y empresas de inversión de un conglomerado financiero (DOUE de 11 de febrero de 2003).

<sup>6</sup> Reglamento (CE) nº 1287/2006 de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, por el que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las obligaciones de las empresas de inversión de llevar un registro, la información sobre las operaciones, la transparencia del mercado, la admisión a negociación de instrumentos financieros, y términos definidos a efectos de dicha Directiva (DOUE de 2 de septiembre de 2006).

<sup>7</sup> La denominación MiFID procede del acrónimo de la Directiva de los Mercados de Instrumentos Financieros en lengua inglesa *Markets in Financial Instruments Directive*.

respecto a la regulación previa, apostando de forma contundente por la tendencia de la armonización normativa de los Estados miembros, llegando a incluso restringir y condicionar su capacidad a la hora de establecer requisitos y exigencias adicionales<sup>8</sup>.

La entrada en vigor de la MiFID<sup>9</sup> supuso cambios significativos en el régimen jurídico y de contratación de instrumentos financieros, introduciendo un nuevo marco descentralizado y competitivo de sistemas de negociación o centros de ejecución. Complementariamente, se produce la simultánea creación y regulación de los Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN) y el desarrollo de un régimen de comunicación y de información de operaciones para las empresas de servicios de inversión. En lo que al presente trabajo ocupa, la MiFID destaca por la imposición a las entidades financieras de la obligación de clasificar a sus clientes<sup>10</sup>, atendiendo a aspectos como el conocimiento y experiencia financiera, la situación financiera, los objetivos de inversión y la aversión al riesgo. Y sólo a partir de dichos factores, analizar la idoneidad de cada producto financiero para el perfil del inversor, dotando a este último de una mayor protección frente a prácticas bancarias abusivas<sup>11</sup>.

## 2. LAS DEFICIENCIAS DE PROTECCIÓN DEL INVERSOR MINORISTA PUESTAS DE MANIFIESTO POR LA CRISIS

La crisis financiera soportada por los Estados miembros de la Unión Europea desde el año 2007, recrudecida por la crisis de deuda soberana del año 2010, ha revelado claras ineficiencias en la regulación relativa a la comercialización de productos financieros. Pese a no experimentar un comportamiento uniforme ni estar sujetos a idéntica normativa, los sistemas financieros de los Estados miembros de la UE

---

<sup>8</sup> Artículo 4 de la Directiva 2006/73/CE que establece que «Los Estados miembros podrán mantener o imponer requisitos adicionales a los que figuran en la presente Directiva solo en aquellos casos excepcionales en que dichos requisitos sean objetivamente justificados y proporcionados ante la necesidad de hacer frente a riesgos específicos para la protección de los inversores o para la integridad del mercado que no estén suficientemente cubiertos por la presente Directiva»

<sup>9</sup> ARRANZ PUMAR, G., «Los intermediarios y los mercados ante la realidad MiFID», en *Bolsa: revista mensual de bolsas y mercados españoles*, nº 170, 2007, pp. 24 y ss.

<sup>10</sup> SANTILLÁN, I., «Iniciativa de la Comisión Europea para la mejora de la protección de los inversores en la adquisición de productos financieros empaquetados», en *Observatorio sobre la Reforma de los mercados financieros europeos (2010)*, Fundación de Estudios Financieros, 2010, p. 219.

<sup>11</sup> FERRANDO VILLALBA, L., «Extensión y límites del deber de informar al inversor: conflictos de interés y asesoramiento financiero», en *RMV*, nº 13, 2013, pp.101 y ss.

presentaban una elevada dependencia e interconexión que, a día de hoy, sigue persistiendo.

La crisis económica evidenció que ciertas entidades bancarias habían comercializado una serie de productos financieros de elevado riesgo, al calor de un mercado alcista, sin advertir a sus clientes de que, ante un escenario bajista, el capital invertido podía verse seriamente dañado. La omisión de datos esenciales para comprender dicha posibilidad, o la inducción al engaño en base a informaciones falsas, han ocasionado serios perjuicios entre los inversores minoristas, que reclaman una mayor protección como consecuencia de la asimetría informativa existente.

La regulación financiera precedente a dicho acontecimiento económico, mostraba serias limitaciones en cuanto al régimen de información sobre algunos productos financieros dirigidos al inversor minorista, también conocido como cliente minorista, pequeño inversor, inversor no institucional o inversor *retail*; lo que permitía a las entidades financieras aprovecharse de ciertas ineficiencias, emitiendo productos en los Estados en los que la legislación era menos incisiva, omitiendo aspectos relevantes y añadiendo información susceptible de producir engaño.

Pese a que el desarrollo del concepto de «productos empaquetados» no se había producido, gran parte de los instrumentos financieros que hoy en día se incluyen en dicha categoría sí que eran objeto de emisión y comercialización entre el cliente minorista de entidades bancarias tradicionales. Cabe destacar este aspecto ya que, en numerosas ocasiones, el adquirente de dicho producto desconocía las características relevantes del instrumento en cuestión, al haber sido comercializados y distribuidos de una forma opaca y, en algunos casos, engañosa. Para facilitar la comprensión de lo aquí dispuesto, es interesante enumerar las categorías de productos empaquetados cuya comercialización ha sido más frecuente durante los últimos años. El Considerando (6) del Reglamento nº 1286/2014 de 26 de noviembre de 2014, establece una serie de productos empaquetados de amplia difusión comercial. Entre ellos, destacan los fondos de inversión, las pólizas de seguro de vida con elementos de inversión asociados y los depósitos y productos estructurados. Cabe señalar que la enumeración no es exhaustiva, ya que hay muchos otros productos financieros que reúnen las características requeridas para tal consideración.

Un claro ejemplo de las prácticas comerciales que se llevaban a cabo en el sector financiero europeo, puede encontrarse en la comercialización de productos complejos en los que, una parte significativa de los adquirentes de las mismas, carecía,

por completo, de las nociones básicas para comprender el producto. Del mismo modo, el cliente bancario tradicional mostraba unos niveles de tolerancia al riesgo imposibles de integrar en dicha práctica bancaria. Un ejemplo de la problemática existente lo encontramos en los hechos descritos en la Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid de 4 de abril de 2017<sup>12</sup>, que señala que el incumplimiento del estándar mínimo de diligencia y lealtad a la hora de prestar un servicio de asesoramiento financiero, es suficiente como para declarar la nulidad de un contrato de seguro de inversión o *unit linked*. Dicho producto complejo requiere que el tomador realice el abono de una prima, que es invertida en una cesta de activos financieros. En el caso expuesto, la inobservancia por parte del emisor se manifiesta tanto en la ausencia de test de idoneidad como en la no puesta a disposición de los medios necesarios para que el cliente minorista conozca el producto que contrata y los riesgos inherentes al mismo, para así, salvar la asimetría informativa existente entre las partes. El desconocimiento de alguno de los aspectos relevantes del producto, es motivo suficiente para establecer que dicho producto no debe ser recomendado dentro de la relación de asesoramiento financiero.

Es lógico que el alto grado de litigiosidad que presentaba la comercialización de productos empaquetados orientados al inversor minorista, alertara a las instituciones comunitarias y nacionales que, como se va a desarrollar a lo largo del presente trabajo, han realizado una intensa labor de regulación. Es evidente que ya existía normativa comunitaria armonizada, pero esta no era suficiente para hacer frente a los problemas específicos que supone la comercialización de productos empaquetados. La no integración de la normativa intersectorial facilitaba la existencia de prácticas divergentes entre los distintos sectores, por lo que se hizo necesario un proceso de reforma para adecuar las exigencias en materia de información y transparencia a la constante evolución y sofisticación de los productos empaquetados de inversión.

### 3. EL PROCESO DE REFORMA DE LA NORMATIVA COMUNITARIA

#### 3.1 Reforma institucional

---

<sup>12</sup>Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid (Sección 11ª) de 4 de abril de 2017. ECLI: ES:APM:2017:5839

Una reforma legislativa de tal calado, tendente a controlar la actividad de las entidades financieras, no tendría el efecto deseado sin el establecimiento de una serie de mecanismos de supervisión para garantizar su efectivo cumplimiento.

Dentro de la reforma del sistema financiero europeo, es de gran trascendencia el Reglamento (UE) n°1093/2010, a través del cual se produce la simultánea creación de una autoridad supervisión bancaria: la *European Banking Authority* (en adelante EBA), cuyo objetivo era el de proteger el interés público al contribuir a garantizar la eficacia y estabilidad del sistema financiero comunitario; una autoridad de supervisión de los mercados de seguros: la *European Insurance and Occupational Pensions Authority* (EIOPA); y una autoridad de supervisión de los mercados de valores: la *European Securities and Markets Authority* (ESMA), siendo esta última la que tiene un papel preponderante en el presente estudio.

La EBA supuso la creación de una institución independiente dedicada a reforzar la protección del consumidor, evitar el arbitraje regulatorio, garantizar los riesgos de crédito y mejorar y asegurar el adecuado funcionamiento de los mercados financieros. Algo necesario en un contexto de eliminación de las ineficiencias del sistema financiero europeo. La actividad de dicha autoridad comunitaria tiene lugar en el ámbito de las actividades de las entidades de crédito y las empresas de inversión, entre otras. No es posible comprender la protección al inversor comunitario sin tener en cuenta aquellas instituciones creadas con la finalidad de fortalecer y hacer efectivas las disposiciones legislativas, aunque su labor de supervisión ha arrojado unos resultados sensiblemente inferiores a los esperados<sup>13</sup>.

La ESMA, por su parte, tiene atribuidas facultades de supervisión directa, como la gestión de bases de datos, el control de las actividades financieras, la formulación de advertencias cuando se detecte un peligro grave y la capacidad de prohibir o restringir la realización de ciertas actividades ante situaciones de emergencia.

### 3.2 Reforma normativa

Como consecuencia del aprovechamiento indebido de la laguna normativa existente en torno a los estándares informativos, la Comisión Europea comenzó una

---

<sup>13</sup>LARGO GIL, R., & HERNÁNDEZ SAINZ, E., *Derecho del Mercado Financiero y Derecho Concursal: lecciones y actividades de aprendizaje*, Vol.II, Ed. Kronos, Zaragoza, 2017, pp. 1-11.



revisión de los niveles de transparencia en la comercialización de productos empaquetados al inversor minorista, que desembocó en que, en el Consejo de Asuntos Económicos y Financieros (ECOFIN) de mayo de 2007, se acordara iniciar una revisión de la situación en la práctica y la normativa vigente<sup>14</sup>. Tras un periodo de intensa labor preparatoria<sup>15</sup>, en el que destacan el documento de *Call for Evidence* publicado por la Comisión Europea en octubre de 2007, el *Feedback Statement* de marzo de 2008, el *Workshop* de mayo de 2008 y el *Open Hearing* de julio del mismo año; la labor de investigación originó una primera Comunicación de la Comisión Europea, fechada el 30 de abril de 2009, y una posterior actualización con fecha de 16 de diciembre de 2009. La Comisión concluía que el cambio legislativo era la única posibilidad a la hora de establecer un marco normativo sostenible y satisfactorio, que regulara la venta de productos empaquetados y la información proporcionada al inversor minorista. Cabe destacar la insistencia de la Comisión en la necesidad de profundizar en las normas de venta y en las normas informativas<sup>16</sup>.

Tras la Comunicación de la Comisión, se formó un grupo de trabajo multidisciplinar constituido por el *Committee of European Securities Regulators* (CESR), el *Committee of European Banking Supervisors* (CEBS) y el *Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors* (CEIOPS), predecesoras de las actuales autoridades comunitarias de supervisión de los mercados financieros, cuyo trabajo sirvió de base al documento de Consulta Pública emitido en diciembre de 2010. La finalidad de la consulta era la de preguntar sobre las opciones concretas de actuación, recibiendo un notable apoyo tanto la iniciativa como el planteamiento global propuesto. Dicha consulta fue complementada con encuentros con representantes de grupos de consumidores, instancias reguladoras comunitarias y representantes del sector<sup>17</sup>.

Una vez recogidas las propuestas y analizada la evaluación del impacto de las diferentes opciones, la Comisión Europea fijó los tres ejes fundamentales de su iniciativa: el establecimiento de un elenco de productos no excluyente, caracterizados por una especial complejidad que justificara la aplicación de una normativa más exhaustiva; el nivel de información que debía proporcionarse al inversor minorista y el

---

<sup>14</sup> Consejo de la Unión Europea, Asuntos Económicos y Financiero, Comunicado de prensa, 8 de mayo de 2007.

<sup>15</sup> SANTILLÁN, I., «Iniciativa de la..», *cit.*, pp. 215-216.

<sup>16</sup> Véase la Exposición de Motivos de la Propuesta de Reglamento sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión, de la Comisión Europea, de 3 de julio de 2012, p. 3.

<sup>17</sup> *Ibid.*, p. 4.

establecimiento de una serie de conductas en el proceso de venta. Dicha Comunicación ofrecía un exhaustivo análisis de la naturaleza de los PRIIP (por sus siglas en inglés: *Packaged Retail and Insurance-Based Investment Products*), sus rasgos esenciales y los diferentes productos susceptibles de ser incluidos en esa categoría, y conforma una pieza clave a la hora de comprender el desarrollo legislativo posterior.

La percepción de la CE respecto de la comercialización de productos complejos, denotaba una serie de carencias en la transparencia y protección de los intereses del inversor y la existencia de ciertas incoherencias en la regulación vigente. Agrupándolos según su naturaleza, concretó que el inversor minorista estaba expuesto a una explicación incompleta de los riesgos derivados de la propia inversión, a la imposibilidad de anticipar el vencimiento de la misma y a la incapacidad de asegurar la recuperación de la totalidad del capital invertido. La Comisión atribuía la mayoría de los problemas al desconocimiento existente como consecuencia de la desinformación entre las partes, tanto entre el productor y el comercializador como entre el intermediario y el inversor final<sup>18</sup>. La normativa comunitaria relativa a los productos empaquetados, que presentaba un elevado grado de atomización, destacaba por su alta complejidad y presentaba serias diferencias atendiendo al sector concreto del que se tratara (Banca, Valores, Seguros). Es por ello por lo que la Comisión concluyó que, a través de la información proporcionada por los emisores financieros, el inversor minorista no disponía de las herramientas suficientes para comprender y valorar la trascendencia de la información proporcionada, ni elaborar sus propias decisiones de una forma plenamente consciente, al no conocer el posible alcance de sus actos. La asimetría informativa entre los emisores del producto, los comercializadores o distribuidores y el público al que iban dirigidos, era preocupante para la protección de los intereses de éstos últimos. Superar la asimetría inicial con las herramientas existentes en dicho momento era imposible, por lo que se diseñó un esquema de tratamiento de la asimetría para poder superarla<sup>19</sup>. El sistema propuesto por la Comisión consistía en diferenciar la asimetría provocada por el productor de la asimetría creada por el intermediario o comercializador. A través de la combinación de una sustancial mejora en la calidad de la información proporcionada y el establecimiento de normas de conducta, la Comisión consideraba que el inversor minorista podía alcanzar un

---

<sup>18</sup> FLORES DOÑA, M<sup>a</sup> S., «Productos empaquetados o basados en seguros: El Documento de Datos Fundamentales», en *Hacia un sistema financiero de nuevo cuño: reformas pendientes y andantes* (Dir. Alonso Ledesma, C.), Ed. Tirant Lo Blanch, 2016, p. 888.

<sup>19</sup> SANTILLÁN, I., «Iniciativa de la..», *cit.*, p. 216.

conocimiento suficiente del producto y adoptar una decisión informada, sin perjuicio del desarrollo de políticas tendentes a incrementar el conocimiento financiero de la población. Dicha postura no era unánime, ya que había partidarios de prohibir el acceso del inversor minorista a determinados productos financieros<sup>20</sup>.

En su Propuesta de Reglamento, fechada el 3 de julio de 2012, la Comisión da respuesta a una serie de incógnitas relativas al alcance de la futura normativa. Ante la pregunta ¿qué es un producto empaquetado?, la Comisión aportó una definición que, posteriormente, ha servido como base para su desarrollo normativo. En ella, sostiene que el hecho diferencial principal es que, en el producto empaquetado, la cantidad resultante a pagar está sujeta a fluctuaciones en el valor del activo subyacente, a través de mecanismos diferentes a la tenencia directa del propio activo. Dichos mecanismos, en su conjunto, reciben el nombre de «empaquetado del producto»<sup>21</sup>. Pese a que suele tener una connotación negativa debido a la asociación con un incremento de riesgo, es cierto que la utilización de productos empaquetados puede suponer un reparto de los riesgos existentes y otros beneficios a los que el inversor minorista no puede acceder mediante la contratación separada de diversos productos o instrumentos financieros. Es de vital importancia para entender el alcance de lo expuesto, la posibilidad de contratar un producto empaquetado dentro del contexto de una estrategia de diversificación de riesgo. En este aspecto, la Comisión ha sido la impulsora de la imposición y desarrollo de un documento de datos fundamentales, que superara los deficientes mecanismos de información existentes hasta la fecha. La finalidad de esta actitud era que, tras una lectura del documento, un inversor minorista poseyera la información necesaria como para comprender la naturaleza del producto y comparar entre instrumentos con distinta naturaleza jurídica, independientemente del Estado miembro de la UE en el que se produzca el producto empaquetado. Es por ello por lo que se ha impulsado una metodología común a la hora de formular los documentos informativos, incluyendo todos aquellos aspectos que la Comisión ha considerado de relevancia.

La crisis financiera puso en evidencia que los mecanismos implementados por MiFID, no habían funcionado a la hora de proveer al inversor de una protección integral, en el seno de un marco único y homogéneo. Se hace evidente la necesidad de evitar el arbitraje regulatorio entre las entidades.

---

<sup>20</sup> SANTILLÁN, I., «Iniciativa de la..», *cit.*, p. 216.

<sup>21</sup> Comisión Europea, Exposición de Motivos de la Propuesta de Reglamento sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión, 3 de julio de 2012, p. 7.

La Directiva 2014/65/UE de 15 de mayo, que busca alcanzar de forma efectiva los objetivos planteados pero no completos de MiFID, en especial, los relativos a la protección del inversor minorista o inversor de productos de inversión<sup>22</sup>, es de relevancia a la hora de categorizar a los clientes de productos de inversión y valorar su complementariedad con lo dispuesto en el Reglamento n° 1286/2014. La reforma propuesta se complementa con el Reglamento n° 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014<sup>23</sup>. De forma escueta, el legislador busca mejorar el funcionamiento de los mercados de valores, mejorar la supervisión de los mercados de valores y mejorar la protección de los inversores. Para ello, ha ampliado el ámbito de aplicación de la normativa, incluyendo productos, servicios y entidades que antes quedaban fuera del alcance; ampliando el elemento subjetivo a las «contrapartes elegibles», sujetos de gran capacidad y medios; actualizando los procedimientos de autorización y requisitos para la prestación de servicios de asesoramiento financiero; y una modificación de las normas de conducta impuestas a las empresas de servicios de inversión, en un intento de mejorar la protección efectiva del inversor<sup>24</sup>.

Una de las causas que justifican la actualización y potenciación de la normativa, es el incremento de la popularidad de las opciones inversoras entre cada vez más ciudadanos, unido a una mayor oferta de instrumentos financieros al alcance del inversor no institucional. Muchos de estos nuevos instrumentos se negocian *Over The Counter* (OTC), es decir, fuera de los mercados secundarios regulados que ofrecen mayor seguridad a través de las cámaras de compensación de pagos.

De forma previa al Reglamento n° 1286/2014, ya existía un importante compendio normativo relativo a la protección del inversor minorista, principalmente a nivel nacional. Sin embargo, los requisitos impuestos cambiaban dependiendo de la forma jurídica del producto en cuestión y del canal de distribución empleado, permitiendo que algunas entidades practicasen arbitraje regulatorio.

Sin ánimo de realizar, en este apartado, un exhaustivo análisis de la normativa vigente, cabe señalar la existencia de tres instrumentos jurídicos fundamentales, siendo

---

<sup>22</sup> SASTRE CORCHADO, G.J., «La reforma de la MiFID (MiFID 2) en materia de distribución de productos de inversión. La protección de los inversores», en *RMV*, n° 12, 2013, p. 119.

<sup>23</sup> El Reglamento 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 n° 648/2012, es conocido como MiFIR (del inglés, *Markets in Financial Instruments Regulation*).

<sup>24</sup> FUENTES NAHARRO, M., «MIFID II: hacia un reforzamiento de la protección del inversor», en *Hacia un sistema financiero de nuevo cuño: reformas pendientes y andantes* (Dir. Alonso Ledesma, C.), Ed. Tirant Lo Blanch, 2016, pp. 918-933.

el Reglamento n° 1286/2014, la pieza fundamental. Este Reglamento aborda la elaboración y contenido de un documento que recoja toda aquella información que sea de relevancia para el inversor, a la hora de formular una opinión racional sobre un determinado producto empaquetado destinado a un público minorista. Los objetivos principales del Reglamento son el establecimiento de un modelo estructurado e integrado de información, que permita una rápida y efectiva comprensión de los rasgos esenciales del producto; facilitar la comparabilidad de los productos, estableciendo un único modelo para la totalidad de productos dentro de su ámbito de aplicación; y recoger una serie de normas de conducta para los originadores y comercializadores del producto, principalmente en lo relativo a la confección del documento y a la distribución del mismo entre los inversores minoristas. Pese a que el contenido del Reglamento es extenso, no incide en la totalidad de la materia, dejando ciertas cuestiones relegadas a un posterior desarrollo reglamentario. Este desarrollo se materializa en dos Reglamentos Delegados: Reglamento Delegado 2016/2340, de 14 de diciembre de 2016<sup>25</sup> y Reglamento Delegado 2017/653, de 8 de marzo de 2017<sup>26</sup>. El primero de ellos apenas tiene relevancia más allá de que retrasa la aplicabilidad de lo dispuesto en el Reglamento n° 1286/2014 al 1 de enero de 2018. Dicho aplazamiento de doce meses tiene como finalidad el dar más tiempo a las partes a la hora de cumplir los nuevos requisitos establecidos<sup>27</sup>.

En cambio, el segundo de ellos es de vital trascendencia, al establecer un elenco de exigencias formales a la hora de elaborar, revisar y suministrar el documento de datos fundamentales. Queremos destacar ya aquí su exhaustiva regulación de la medición, evaluación y presentación del riesgo, aspectos que en el Reglamento n° 1286/2014 no habían sido debidamente fijados.

---

<sup>25</sup> Reglamento Delegado (UE) 2016/2340 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de diciembre de 2016, por el que se modifica el Reglamento (UE) n° 1286/2014 sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista empaquetados y los productos de inversión basados en seguros, en lo que respecta a su fecha de aplicación.

<sup>26</sup> Reglamento Delegado (UE) 2017/653 de la Comisión, de 8 de marzo de 2017, por el que se completa el Reglamento (UE) n° 1286/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista empaquetados y los productos de inversión basados en seguros, mediante el establecimiento de normas técnicas de regulación respecto a la presentación, el contenido, el examen y la revisión de los documentos de datos fundamentales y las condiciones para cumplir el requisito de suministro de dichos documentos.

<sup>27</sup> Considerando (5) del Reglamento Delegado (UE) 2016/2340.

### III. LOS PRODUCTOS PREEMPAQUETADOS DE INVERSIÓN MINORISTA. DELIMITACIÓN CONCEPTUAL

#### 1. PRODUCTO PREEMPAQUETADO DE INVERSIÓN MINORISTA: CONCEPTO Y CARACTERÍSTICAS

Los productos preempaquetados de inversión minorista no poseen una idéntica naturaleza o identidad, sino que dicha denominación abarca un amplio elenco de instrumentos financieros con ciertas características comunes, siendo considerados, en su totalidad como productos complejos<sup>28</sup>. Un producto complejo posee una serie de rasgos característicos que explican la lógica del tratamiento diferenciado<sup>29</sup>. Es un instrumento financiero derivado<sup>30</sup> o, al menos, incorpora un derivado; cuyo precio o retorno es indeterminado, ya que depende de diversos factores. Generalmente cuenta con cierto riesgo de liquidez, materializado en la inexistencia de mercados secundarios regulados en los que negociarlo. Y, por último, es habitual que lleve aparejado un conjunto de términos y condicionantes en relación con el reembolso del capital, e incluso pueden haberse previsto sanciones por incumplimiento del plazo de desinversión pactado.

Atendiendo a la denominación de producto de inversión minorista empaquetado, proporcionada por el artículo 4 del Reglamento nº 1286/2014 de 26 de noviembre de 2014, se entiende que un instrumento financiero es un producto empaquetado cuando, independientemente de la forma jurídica que adopte, el importe que resulta reembolsable al inversor minorista está sujeto a fluctuaciones, como consecuencia de la exposición a determinados valores de referencia o a la evolución de activos no negociados directamente por el inversor. A la vista de esta definición, queda patente que el acercamiento analítico es de naturaleza económica, relegando consideraciones de carácter jurídico-formal y desechando la idea de un *numerus clausus* ante la posibilidad de que, en una industria financiera en pleno crecimiento, surjan

---

<sup>28</sup>CESR, *Q&A: MiFID complex and non-complex financial instruments for the purposes of the Directive's appropriateness requirements*, CESR/09-559, 3 de noviembre de 2009.

<sup>29</sup> «Se debe considerar que un producto no es sencillo y que es difícil de comprender en particular si invierte en activos subyacentes en los que no invierten habitualmente los inversores minoristas, si utiliza varios mecanismos diferentes para el cálculo del rendimiento final de la inversión, creando un mayor riesgo de malentendidos por parte del inversor minorista, o si la estructura de pagos de la inversión aprovecha los sesgos de comportamiento del inversor minorista, como un tipo de interés “señuelo” seguido de un tipo flotante condicional mucho más elevado, o una fórmula iterativa» (Considerando (18) del Reglamento nº 1286/2014).

<sup>30</sup> Un derivado es un instrumento financiero cuyo comportamiento depende de la evolución del precio de uno o varios activos subyacentes.

instrumentos con idénticas características que puedan adoptar tal denominación. Por otra parte, establecer un elenco limitado por la normativa comunitaria supondría incentivar el denominado arbitraje regulatorio. Esta postura queda materializada en el Considerando (6) del Reglamento, al establecer un elenco mínimo formado por: fondos de inversión, pólizas de seguro con algún elemento de inversión (*unit linked*) y productos y depósitos estructurados.

Cualquier innovación del mercado financiero debe contrastarse con la definición y características anteriormente mencionadas, para determinar si cabe su inclusión en la categoría de productos empaquetados de comercialización minorista, y así, acordar o no su sujeción al régimen aplicable para dichos instrumentos financieros.

La suscripción o adquisición de estos productos financieros posibilita la exposición a ciertos activos subyacentes a los que no se podría acceder a través de vías convencionales, caracterizadas por la importante asimetría entre el inversor profesional y el minorista. Por otra parte, permite la adopción de estrategias de inversión<sup>31</sup> basadas en la cobertura de mercado, apalancamiento financiero o eliminación del riesgo cambiario o de divisa. Es por eso por lo que debe quedar muy claro que los activos objeto de tenencia directa no son productos empaquetados y que, por consiguiente, se excluyen del ámbito de aplicación de la normativa analizada. En cambio, el proceso de empaquetado financiero se caracteriza por la utilización de mecanismos alternativos de obtención de exposición al activo subyacente, sin que se precise la tenencia directa de dicho activo.

## 2. SUJETOS INTERVINIENTES EN LA COMERCIALIZACIÓN DE PRODUCTOS EMPAQUETADOS DE INVERSIÓN MINORISTA

### 2.1. El inversor minorista

Como se desprende del título del presente trabajo, la comercialización de productos empaquetados va dirigida a un inversor minorista. Para entender el alcance de

---

<sup>31</sup> «Las sociedades de inversión han respondido a la búsqueda de inversiones rentables ofreciendo productos de inversión complejos. Algunos de estos productos están diseñados para permitir a los inversores minoristas el acceso a diferentes tipos de activos (acciones, obligaciones, materias primas) y a estrategias de inversión que antes solo estaban disponibles para los inversores profesionales» (Advertencia ESMA 07/02/2014).

la actual legislación, conviene señalar de forma precisa lo que se entiende por inversor minorista. Así, el artículo 4 del citado Reglamento, en su apartado 6, no proporciona una precisa definición conceptual, sino que remite a lo dispuesto tanto en el artículo 4.1 de la Directiva 2002/92/CE como en el artículo 4.1 de la Directiva 2014/65/UE. Lo dispuesto en esta última Directiva destaca por su simplicidad, al señalar que todo cliente es minorista cuando no sea cliente profesional, es decir, estamos ante una delimitación legal por exclusión.

Con la intención de indagar en dicha clasificación, la pregunta se desplaza a la cuestión de ¿qué es un cliente profesional?, como antítesis del cliente minorista. Es el propio legislador el que, en el mismo artículo 4.1, define al cliente profesional como aquel que se ajuste a los criterios recogidos en el anexo II de la citada Directiva. Es en dicho anexo donde se establece que el cliente profesional es aquel que posee la experiencia, los conocimientos y cualificación necesaria para valorar los riesgos inherentes a la operativa financiera y tomar sus propias decisiones. El anexo recoge una enumeración de los clientes que se consideran como profesionales por su propia naturaleza, como es el caso de las entidades que deben ser autorizadas o reguladas para operar en los mercados financieros, grandes empresas que cumplan una serie de requisitos de tamaño financiero, determinados organismos públicos de diverso alcance e inversores institucionales dedicados a la inversión en instrumentos financieros. Sin embargo, la propia Directiva establece que, pese a ser clientes profesionales, se les debe otorgar el derecho a solicitar un trato no profesional y un nivel de protección más elevado<sup>32</sup>. En el caso de que el cliente sea una empresa, en el sentido amplio del concepto, debe ser la propia entidad financiera la que informe de la clasificación automática como cliente profesional y la posibilidad de modificar el acuerdo para hacer posible un incremento en el nivel de protección. De ese modo, la empresa pasaría de ser considerada «cliente profesional» a ser tratada como cualquier otro inversor minorista. Parece razonable que la protección adicional que el legislador trata de introducir en la industria financiera, no se limite a las personas físicas, sino que se amplíe a las personas jurídicas que cumplan con los requisitos exigidos.

Respecto a los clientes no mencionados con anterioridad, el anexo recoge la posibilidad de que clientes no considerados *a priori* como profesionales, puedan

---

<sup>32</sup> «Las organizaciones clasificadas como inversores profesionales deben considerar si están adecuadamente equipadas y si tienen la experiencia para desarrollar el nivel necesario de gestión activa y de seguimiento» (Advertencia ESMA 07/02/2014).



solicitar un tratamiento similar, atendiendo a un procedimiento y criterio establecido en la Directiva.

La solicitud del rango de cliente profesional supone una renuncia explícita a la protección que ofrecen las normas de conducta, pero sólo se considerará válida si va acompañada de una concisa evaluación de la competencia, experiencia y conocimientos del cliente, a través de un mecanismo que ofrezca garantías suficientes de que el cliente solicitante posee similar bagaje que los clientes anteriormente mencionados.

Dicha evaluación sólo será superada si se acredita que el inversor cumple con, al menos, dos de los siguientes requisitos: que el cliente haya realizado una media de diez operaciones financieras en el mercado de valores cada trimestre, durante los cuatro trimestres anteriores a la solicitud; que la cartera del cliente posea instrumentos financieros por un valor superior a 500.000 euros o que el cliente persona física haya ejercido un cargo profesional relacionado con el sector financiero durante, como mínimo, un año. Todo ello debe entenderse sin perjuicio de aquellos requisitos adicionales, que puedan imponer los Estados miembros a los municipios y autoridades públicas locales que deseen ser tratadas como profesionales.

Se puede concluir que, el inversor o cliente minorista es todo aquel que no forme parte del elenco señalado en la Directiva como cliente profesional por naturaleza, con la excepción del que quiera ser tratado como tal, y todo aquel que, reuniendo los requisitos, solicite un tratamiento semejante.

La comercialización de productos empaquetados destinados a inversores profesionales no se encuentra bajo el ámbito de aplicación del Reglamento, al entender el legislador que la asimetría informativa no es de relevancia para los inversores no minoristas.

## 2.2 El productor del producto preempaquetado

Los productos empaquetados son emitidos por los denominados productores de productos empaquetados (PPIMS), que son entidades financieras dedicadas a la emisión primaria y modificación de los instrumentos analizados. Esta definición, recogida en el artículo 4.4 del Reglamento, destaca por su amplitud, al no establecer requisitos técnicos especiales a la hora de ser considerado como productor.

La identificación del productor es un aspecto de suma importancia para el inversor, ya que será, de acuerdo con lo previsto en el Reglamento, quien eventualmente responda por los perjuicios padecidos por el inversor, en caso de que sean atribuibles a la imprecisión, incoherencia u engaño derivado de la información proporcionada.

La responsabilidad del productor no se extiende a las posibles pérdidas que el inversor pueda sufrir como consecuencia de la evolución del PRIIP en el mercado, siempre y cuando se haya informado de la existencia de tal riesgo.

#### **IV. DEFICIENCIAS EN LA COMERCIALIZACIÓN DE PRODUCTOS PREEMPAQUETADOS**

Tradicionalmente, los productos financieros complejos se han comercializado de una forma agresiva por parte de las entidades financieras. En ocasiones, se han utilizado campañas promocionales con lemas como: «rentabilidad absoluta», «rentabilidad garantizada», «riesgo cero» o «retorno asegurado», con clara finalidad de producir engaño o inducir a error<sup>33</sup>. Otro ejemplo recurrente dentro de la industria financiera es el de expresar únicamente la rentabilidad bruta sin incluir información sobre comisiones o cargos inherentes a la misma, ya sea en términos absolutos o porcentuales. En éste aspecto, hay que reconocer que la comercialización bancaria agresiva no se ha limitado a los productos complejos, sino que ampliaciones de capital de entidades, *a priori*, solventes, como el Banco Popular, han seguido un patrón de comercialización agresiva entre clientes y trabajadores de la entidad. La rentabilidad futura de los productos empaquetados no es sino una expectativa, que de ningún modo puede ser garantizada por el productor o comercializador del producto, salvo que efectivamente se comprometiera a cubrir la diferencia hasta alcanzar la rentabilidad prometida. En cambio, el término «rentabilidad objetivo» sí que puede ser utilizado en la comercialización del producto, al fijar un objetivo a alcanzar sin vinculación alguna.

Al comienzo del presente trabajo se ha hecho mención a las deficiencias de protección existentes de forma previa a la crisis financiera de 2007, mencionando algunos casos de comercialización de productos financieros de forma opaca y abusiva.

---

<sup>33</sup> «Los productos complejos se suelen comercializar de una manera agresiva. Los anuncios a veces recurren a consignas atractivas [...] Estas promesas incluidas en los titulares comerciales a menudo resultan engañosas, o significan algo distinto a lo que de entrada se podría haber entendido» (Advertencia ESMA 07/02/2014).

Limitando el alcance de la investigación a la producción y distribución de productos empaquetados, cabe mencionar la existencia de omisiones injustificadas en aspectos relevantes del contrato<sup>34</sup>, la suscripción de participaciones en fondos de inversión sin aporte de la información legalmente requerida<sup>35</sup> o que, como consecuencia de las políticas de comercialización, algunos inversores contraten depósitos estructurados pensando que son simples depósitos bancarios<sup>36</sup>, sin conocimiento alguno de que lo que verdaderamente estaban contratando era un producto complejo. En ocasiones, eran los propios empleados de la entidad bancaria comercializadora los que trataban de tranquilizar al potencial inversor, aportando una información incompatible con la realidad

El Tribunal Supremo<sup>37</sup> se ha pronunciado de forma contundente, señalando que incluso antes de la entrada en vigor de la normativa MiFID, la existencia de la asimetría informativa entre comercializador y cliente, es motivo suficiente como para apreciar la existencia del deber de suministrar al cliente, de forma previa a la efectiva contratación, toda la información relevante a la hora de entender las características fundamentales y los riesgos inherentes al producto. La apreciación de dicha asimetría tiene lugar cuando al escaso conocimiento financiero, por parte del inversor, se une la deficiente o inexistente explicación por parte de los comercializadores. La falta de conocimiento por parte del cliente vicia el consentimiento por error, al determinar en el cliente una representación mental equivocada del producto contratado<sup>38</sup>.

De la jurisprudencia analizada, se puede concluir que las entidades bancarias se han aprovechado del desconocimiento del inversor medio, siendo la falta de comprensión del producto y de los riesgos soportados, la principal cuestión sobre la que se asienta la mayoría de las demandas interpuestas por inversores minoristas. La mayor parte de los demandantes eran personas cuya actividad profesional, en caso de haber desarrollado alguna, pertenecía a una esfera ajena al mundo financiero, lo que facilitaba

---

<sup>34</sup>Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid (Sección 20ª), de 24 de junio de 2013. ECLI: ES:APM:2013:11290

<sup>35</sup>Sentencia de la Audiencia Provincia de Barcelona (Sección 19ª), de 15 de diciembre de 2016. ECLI: ES:APB:2016:13163

<sup>36</sup>Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid (Sección 18ª), de 3 de julio de 2012. ECLI: ES:APM:2012:9726

<sup>37</sup>Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª), de 3 de febrero de 2016. ECLI: ES:TS:2016:319

<sup>38</sup> Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 991ª), de 20 de enero de 2014. ECLI: ES:TS:2014:354

la comercialización de algunos productos sin que el inversor tuviera un conocimiento mínimo.

## **V. MECANISMOS DE PROTECCIÓN**

### **1. INTRODUCCIÓN**

Las instituciones comunitarias sitúan al inversor minorista como sujeto central dentro del desarrollo legislativo, estableciendo una importante y lógica distinción entre inversores profesionales e inversores minoristas. Las diferencias anteriormente mencionadas son las que justifican un tratamiento diferente respecto de los inversores que poseen un mayor volumen de medios y capacidad.

El establecimiento de dicha distinción trata de dotar al inversor minorista de una protección añadida que permite, en cierta medida, compensar la inicial relación asimétrica entre las partes contratantes.

Como ya se ha mencionado, el legislador descarta la inclusión automática de ciertas personas jurídicas dentro de la categoría «inversor minorista», pero permite que puedan solicitar su posterior inclusión.

La reforma del sistema financiero europeo considera que la protección al inversor minorista tiene dos vertientes<sup>39</sup> que, pese a estar relacionadas, conviene mencionar y analizar de forma individualizada. Por una parte, la «educación financiera al consumidor» trata de garantizarse a través de la publicación y difusión de diversas guías y tutoriales por parte de las autoridades comunitarias de supervisión. La finalidad de esta política es la de facilitar el acceso del ciudadano a una información financiera básica, objetiva, veraz y de fácil comprensión. Respecto a la segunda vertiente, la «gobernanza del producto financiero», que es la más relevante en el presente trabajo, viene configurado por una serie de exigencias impuestas a las entidades financieras, emisoras y comercializadoras de productos financieros. En cuanto a los deberes y normas de conducta impuestas en el ámbito de los productos empaquetados con vocación minorista, el Reglamento nº 1286/2014 es el instrumento jurídico de mayor relevancia al regular de forma intensiva la composición y exigencias del documento de

---

<sup>39</sup> FLORES DOÑA, M<sup>a</sup> S., «Productos empaquetados... », *cit.*, p. 886.

datos fundamentales. Y sobre este Reglamento, que de ahora en adelante conoceremos por «Reglamento», es sobre el que gira la mayor parte de las exigidas informativas relativas a la comercialización de productos empaquetados.

Desde el punto de vista del inversor minorista, sujeto principal en este caso, el tratamiento que va a recibir va a ser siempre el mismo, independientemente de la entidad contratante, su función en la comercialización del producto o su naturaleza jurídica. Es una regulación que gira en torno a la figura del inversor minorista, lo que no hace sino incrementar sus derechos y nivelar la asimetría informativa entre las partes.

Por último, es preciso señalar que las exigencias informativas articuladas en la normativa vigente, no conocen distinción entre productores financieros e intermediarios, salvo la lógica formulación del documento de datos fundamentales por parte de los primeros. En cambio, los requisitos de información y de conducta son los mismos, independientemente de la venta se lleve a cabo de forma directa por el productor o por cualquier otro intermediario o comercializador.

## 2. MEJORA DE LA INFORMACIÓN PRECONTRACTUAL. DOCUMENTO DE DATOS FUNDAMENTALES

### 2.1. Precedentes

La Directiva 2009/65/CE conforma el punto de partida en cuanto al establecimiento de un procedimiento de información en forma de mecanismo sucinto que contenga los datos fundamentales para el inversor, regulado en su artículo 78 y siguientes, con la denominación de «datos fundamentales para el inversor». Ese compendio de datos fundamentales debía recoger todas las características de los Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios (OICVM) relevantes a la hora de comprender la naturaleza y los riesgos inherentes al instrumento financiero adquirido. La incuestionable voluntad del legislador era la de facilitar al inversor la labor investigadora, incluyendo todos los aspectos relevantes en un único documento, de una forma concisa y comprensible para el público no especializado. Y, al mismo tiempo, evitar que las entidades financieras llevaran a cabo prácticas opacas en perjuicio del cliente de menor capacidad.

Ante el desafío de confección un documento estándar, la Comisión Europea tomó como base conceptual el Resumen del Folleto de emisión de las Ofertas Públicas de Venta (OPV), que pese a presentar importantes diferencias, suponía la obligación impuesta al emisor de crear un documento de carácter esencialmente informativo y, al mismo tiempo, regular concienzudamente el contenido del mismo (Directiva 2010/73/UE, de 24 de noviembre de 2010). A la hora de hacer efectiva la transmisión de información, la propia Directiva señala que los Estados miembros son los encargados de exigir a las sociedades de inversión, a las sociedades de gestiones y a los intermediarios, que el documento sea proporcionado al inversor de una forma íntegra y rápida. Pese a ser un texto poco explícito y con escaso desarrollo, sirve como base de las posteriores ampliaciones relacionadas con la temática en cuestión.

Lo recogido en el Reglamento nº 1286/2014 es de aplicación cumulativa, en caso de que concurran los requisitos de aplicación, con lo dispuesto en la Directiva 2003/71/CE<sup>40</sup>. También conviene señalar la compatibilidad del contenido con otros instrumentos como la Directiva 2014/65/UE, de instrumentos financieros y la Directiva 2010/73/UE, de folletos sobre valores estructurados.

## 2.2. Objetivos perseguidos

El propio Considerando (1) del Reglamento nº 1286/2014<sup>41</sup>, reconoce la existencia de una sólida relación entre la información que, de forma previa a la entrada en vigor del propio Reglamento, se facilitaba al inversor, y los nefastos efectos que tenía entre los inversores minoristas, que no eran capaces de entender ni las características ni los riesgos soportados.

Desde un enfoque que considere que el objetivo primario de la norma es de contenido informativo, la finalidad perseguida por el legislador a lo largo de toda la regulación relacionada con la protección del inversor minorista en la emisión y comercialización de productos empaquetados, sería la de establecer un mecanismo

---

<sup>40</sup> Directiva 2003/71/CE 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.

<sup>41</sup> El Considerando (1) del Reglamento 1286/2014, señala que: «la información actualmente proporcionada a los inversores minoristas respecto de dichos productos no está coordinada y no les suele ayudar a comparar diferentes productos y comprender sus características».

único y unitario de información que, en forma de documento sucinto, contuviera la totalidad de datos que el legislador considerara fundamentales a la hora de comprender tanto la naturaleza como los riesgos del producto. Dicha perspectiva parte del reconocimiento de que se han producido prácticas inadecuadas en la comercialización de productos empaquetados, al tiempo que reconoce la necesidad de atajar dicho problema.

Esta mejora de la información precontractual, que podría considerarse como objetivo primario de normativa, podría completarse con un deseo por parte del legislador de incrementar la oferta de productos empaquetados, fomentando la comparabilidad entre productos a través de sus documentos de datos fundamentales.

Para lograr la efectiva comparabilidad entre productos de similar naturaleza pero emitidos por distintos productores, el legislador impone un modelo de documento único de composición inalterable, eso sí, permitiendo al emisor del mismo cierta modulación a la hora de completar el contenido de cada apartado o sección del mismo.

Frente a una postura que considerara que las dos finalidades mencionadas podrían ser, alternativa o complementariamente, los objetivos primarios de la normativa, surgen comentarios críticos<sup>42</sup> que aseguran que ni una ni la otra (ni las dos a la vez) son los verdaderos objetivos del Reglamento y sus sucesivas ampliaciones. El principal argumento esgrimido es la nula adaptación de la regulación a las exigencias y necesidades del pequeño inversor, caracterizado por los nexos de confianza que le unen a las entidades bancarias tradicionales. De este modo, las políticas tendentes a consolidar la comparabilidad entre productos como una necesidad, apenas tendrían un reflejo nítido para el inversor minorista, ya que el acceso al mercado financiero lo lleva a cabo a través de las entidades anteriormente señaladas, sin que sea posible una efectiva comparación de costes entre emisores sin relación con la entidad bancaria. La argumentación prosigue con la inutilidad de la normativa ante la existencia de MiFID II, que parte con similares objetivos en cuanto a la protección del consumidor de productos financieros<sup>43</sup>. De hecho, la redundancia normativa podría producir efectos perversos para el inversor y para el sistema financiero en general<sup>44</sup>.

---

<sup>42</sup> CARRASCO PERERA, A., «El Reglamento UE 1286/2014, sobre “Documentos de datos fundamentales relativos a productos de inversión minorista vinculados y los productos de inversión basados en seguros”. Comentario y crítica de una reforma», en *Centro de Estudios de Consumo*, 2015, p. 9.

<sup>43</sup> CARRASCO PERERA, A., «El Reglamento UE...», *cit.*, 2015, pp. 9-13.

<sup>44</sup> CARRASCO PERERA, A., «El Reglamento UE...», *cit.*, 2015, pp. 9-13.

Desde mi punto de vista, este último enfoque es desacertado, ya que obvia el creciente interés por parte de un cada vez más significativo porcentaje de inversores minoristas en instrumentos financieros de diversa naturaleza. Ese interés se traduce en unas mayores exigencias de información, principalmente comparativa, así como el acceso a los mercados financieros a través de intermediarios especializados, con un catálogo más amplio de productos que, en ocasiones, se han construido en base al mismo activo subyacente. Por otra parte, el acceso directo al emisor del producto, generalmente a través de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva (SGIIC), mediante la apertura de cuentas minoristas cada vez tiene mayor importancia y cuota de mercado<sup>45</sup>.

Pese a que no todos los perfiles de inversores muestran un creciente interés por los mercados financieros, es cierto que los efectos causados por la laguna legislativa existente a comienzos de la crisis económica pasada, que por otra parte fue factor motivador de la actual legislación, han ocasionado que los inversores se muestren más precavidos ante inversiones de perfil arriesgado y exijan un mayor volumen de información. Exigencias que se pueden ver satisfechas con el contenido del documento de datos fundamentales.

Para concluir este apartado, conviene recordar que el establecimiento de un documento común para todos los Estados miembros, ante la comercialización de productos de diferente forma jurídica, es un mecanismo eficaz en la lucha contra el arbitraje regulatorio, cuya manifestación es perjudicial para el inversor minorista.

### 2.3. Naturaleza jurídica del documento de datos fundamentales

El documento de datos fundamentales, conocido internacionalmente por la abreviatura KID, del término inglés, *Keys Information Document*, es el instrumento sobre el que se refleja el avance legislativo a nivel europeo.

Antes de la efectiva comercialización del producto empaquetado, el productor del mismo debe elaborar un documento<sup>4647</sup> que incluya los datos fundamentales, de

---

<sup>45</sup> CAMBÓN, M<sup>a</sup>. I., y LOSADA, R., «Evolución de las sociedades gestoras de fondos de inversión y de su oferta desde 1995 hasta 2010», en *Boletín de la CNMV*, Trimestre I, 2012, p. 87.

<sup>46</sup> Podría considerarse que el documento de datos fundamentales es el «formato normalizado» al que se refiere el artículo 24.5 de la Directiva 2014/65.

<sup>47</sup> CARRASCO PERERA, A., *loc. Cit.* p.12.



acuerdo a lo contenido en el Reglamento, y publicarlo en su propio sitio *web*. A efectos jurídicos, dicho documento será considerado información precontractual que debe cumplir las exigencias de claridad, precisión, imparcialidad y no ser susceptible de inducir a engaño.

El Reglamento señala que lo contenido en el documento debe ser coherente con todo documento contractual de carácter vinculante, con el documento de oferta y con las condiciones del producto a comercializar.

En cuanto a la información que se recoge en el documento, cabe destacar que no se trata de material comercial, aunque en ocasiones puede presentarse de forma conjunta, siempre y cuando se ajuste a las exigencias del Reglamento. Es una información exigida por ley para ayudar al inversor a comprender la naturaleza, los riesgos, los costes y los beneficios y pérdidas potenciales de este producto y para ayudarle a compararlo con otros productos».

#### 2.4. Contenido del documento de datos fundamentales

Para favorecer la comparabilidad entre productos con características similares, el reglamento impone unos requisitos de forma y contenido, que tienden a establecer unos patrones comunes de información en beneficio del cliente minorista.

Con la intención de garantizar la aplicación real, efectiva y coherente de lo dispuesto en el Reglamento en lo relativo al documento de datos fundamentales, se ha encomendado a las Autoridades Europeas de Supervisión, la misión de elaborar las normas técnicas de desarrollo, que contengan: la presentación y contenido de los elementos de información del documento, el método de presentación del riesgo y remuneración y la metodología del cálculo de los costes<sup>48</sup>.

##### *A) Advertencias e identificación del producto*

---

<sup>48</sup> FLORES DOÑA, M<sup>a</sup> S., «Las normas técnicas en el nuevo marco normativo de los mercados financieros», en *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, 1/2012, pp. 9-38.

El «Documento de datos fundamentales», debe comenzar con la siguiente declaración explicativa: «Este documento le proporciona información fundamental que debe conocer sobre este producto de inversión.

Dicha declaración, uniforme para todos los productos sobre los que se aplica el Reglamento, posee una doble finalidad atendiendo a las dos partes contractuales. En primer lugar, supone una advertencia para el inversor minorista, por la cual se refuerza la necesidad de que adopte una actitud activa hacia sus inversiones en instrumentos complejos y, por otra parte, la declaración cumple la función de prueba del cumplimiento, por parte del productor, de los deberes asumidos de elaboración y publicidad del documento de datos fundamentales.

En primer lugar, el documento de datos fundamentales deberá incluir una sección de información general, en la que aparezca la denominación del producto empaquetado, los datos del productor, la autoridad competente del PPIMS y la fecha de emisión del documento. Junto a dichos datos, si procede, el documento debe advertir de la complejidad del producto a través de la siguiente advertencia: «Está a punto de adquirir un producto que no es sencillo y que puede ser difícil de comprender». Una vez se ha informado de que la operativa financiera a través de productos empaquetados no es sencilla, el documento debe enumerar y desarrollar las principales características del producto en cuestión, en la sección titulada «¿Qué es este producto?». Ésta sección debe contener aspectos tales como la tipología del producto a comercializar; los objetivos y los medios para alcanzarlos; la descripción del inversor al que va dirigido el producto, haciendo especial énfasis en el horizonte de inversión, la aversión al riesgo y la capacidad de asumir pérdidas totales o parciales; y el plazo o vencimiento, en caso de que exista o sea conocido, del producto empaquetado.

#### *B) Información sobre riesgos*

La información sobre los riesgos soportados como consecuencia de la inversión en un producto, debe organizarse en la sección «¿Qué riesgos corro y qué podría obtener a cambio?», de tal modo que sea comprensible para un inversor minorista con conocimientos limitados del sector financiero. Esta sección debe contener los objetivos de rentabilidad y la exposición al riesgo, así como los mecanismos de diversificación, mitigación y control del mismo. El mecanismo reglamentario de

información sobre el riesgo del producto es el del establecimiento de un indicador resumido de riesgo, complementado por textos explicativos. En ellos, debe enumerarse la totalidad de riesgos inherentes al producto, y los efectos que pueden desencadenar en el patrimonio del inversor. Junto a ellos, se debe mencionar la máxima pérdida posible de capital invertido y la posibilidad de asumir obligaciones o compromisos financieros adicionales.

En esa misma sección, deben aparecer enunciados los posibles escenarios de rentabilidad a los que se enfrenta el inversor, y las hipótesis y mecanismos empleados para su formulación, así como información sobre las condiciones establecidas sobre los resultados y una declaración que indique que la legislación tributaria del Estado miembro del inversor puede repercutir en el rendimiento efectivo.

En la sección denominada «¿Qué pasa si [nombre del PPIMS del producto empaquetado] no puede pagar?», se informa sobre la posible cobertura por parte de un régimen de compensación o garantía para los inversores, el nombre del garante y el alcance de la cobertura.

De forma previa a la confección del Reglamento n°1286/2014, la Comisión Europea, con ánimo de acercar y facilitar la valoración del riesgo a los inversores minoristas, apoyó el desarrollo de un estudio realizado a potenciales consumidores, planteando diversos procedimientos de presentación de la información financiera para posibilitar una mayor comprensión y comparabilidad entre productos. Las principales conclusiones obtenidas<sup>49</sup> muestran una mayor predisposición hacia mecanismos de información del riesgo agregado y hacia el establecimiento de cuadros sencillos y sugieren un mejor entendimiento ante cifras monetarias que ante porcentajes. Dichas consideraciones han sido tomadas en cuenta por el legislador, al crear un documento de fácil asimilación para un público no especializado en el campo financiero.

Sin embargo, la creación de una normativa financiera de carácter tan técnico, no estaba exenta de problemas. Al legislador le asaltaron ciertas preocupaciones relativas al encuadre del riesgo de crédito dentro del cálculo de riesgo global y la categorización de los productos; qué tratamiento dar a los productos multi-opción; si los escenarios planteados realmente reflejaban las pérdidas potenciales que el inversor

---

<sup>49</sup>CESR, *CESR's template for the Key Investor Information document*, CESR/10-794, 20 de julio de 2010.

podría sufrir; y la efectiva aplicación de la alerta de complejidad a lo largo de los Estados miembros<sup>50</sup>

El Reglamento Delegado (UE) 2017/653 destaca por una exhaustiva regulación de la medición, evaluación y presentación del riesgo. Cabe señalar que el inversor minorista, y el profesional también, se enfrenta a numerosos riesgos inherentes a la operativa en los mercados financieros. El mencionado Reglamento hace referencia al riesgo de mercado, al riesgo de crédito y al riesgo de liquidez. La determinación y delimitación de cada uno de ellos aparece de una forma clara, al establecer un mecanismo para su determinación y evaluación de forma individual.

#### *a) Riesgo de mercado*

En primer lugar, el riesgo de mercado<sup>51</sup>, considerado como el riesgo o incertidumbre que surge como consecuencia de la fluctuación del precio de los activos subyacentes y tipos de interés, aparece evaluado según el Parámetro de Riesgo de Mercado (PRM) recogido en la primera parte del anexo II. El riesgo de mercado se mide en base a la volatilidad anualizada correspondiente al *Value at Risk* (VaR) con un nivel de confianza del 97,5%. El VaR es el porcentaje de la inversión inicial que, con una probabilidad del 97,5%, va a ser devuelto al inversor. Este mecanismo es de gran utilidad a la hora de limitar el riesgo soportado por una cartera de inversión. Ante una mayor Volatilidad Equivalente al Valor en riesgo (VEV)<sup>52</sup>, mayor es el riesgo asumido por el inversor y, por tanto, menos segura es la inversión. En el anexo del Reglamento Delegado, se adjunta una tabla que asigna una clase de PRM a cada intervalo de VEV.

A efectos de la determinación del alcance del riesgo de mercado, los PRIIP son clasificados en cuatro categorías, atendiendo al riesgo al que se enfrenta el inversor ante la operativa financiera a través de un determinado producto empaquetado. El productor no tiene la potestad de elegir la categoría en la que encuadrar su producto, sino que se

---

<sup>50</sup>ROSS, V., *Regulatory and supervisory developments, the challenges ahead: a European perspective*, en *Finanstilsynet 30th Anniversary International Conference* - ESMA, Oslo, 2016, pp. 3-4.

<sup>51</sup>«El riesgo de mercado es el riesgo de registrar pérdidas derivadas de los movimientos en los precios de mercado. Los productos complejos pueden exponerle a diversos riesgos de mercado, ya que con frecuencia están diseñados para invertir en mercados subyacentes distintos» (Advertencia ESMA 07/02/2014).

<sup>52</sup>«When calculating the VEV, the ratio should reflect either the initial Price to be paid at the time of the first production of the KID, or the Price at the point of the review and revision of the KID», Joint Committee, *Questions and answers on the PRIIPs KID*, JC 2017 21, n°12, 4 de julio de 2017

realiza conforme a un procedimiento objetivo<sup>53</sup>. Del mismo modo, la naturaleza del producto no es vinculante para determinar la categoría, sino que se atiende también a otro tipo de factores<sup>54</sup>.

La primera categoría incluye aquellos productos empaquetados de mayor riesgo, a través de los cuáles el inversor puede perder un capital superior al inicialmente invertido, como son los instrumentos mencionados en los puntos 4 a 10 de la sección C del anexo I de la anteriormente mencionada Directiva 2014/65/UE. Estos instrumentos son productos derivados, en los que el inversor no adquiere directamente el activo subyacente, sino un contrato por el cual la contraparte se compromete a cumplir lo acordado, lo que evidencia un riesgo adicional que debe tenerse en cuenta. Estos productos, que están experimentando una importante acogida en el cliente minorista, principalmente los contratos financieros por diferencias, pueden ocasionar pérdidas superiores al capital invertido debido a un excesivo apalancamiento financiero. Un caso especial es el de las opciones financieras, en las que la pérdida de un capital superior al invertido sólo puede tener lugar en la venta tanto de opciones *call* como *put*, mientras que la compra de cualquiera de dichas opciones puede ocasionar, como máximo, la pérdida del capital inicial.

Por último, los PRIIP con una asignación de precio con periodicidad inferior a la mensual o que no tengan valor de referencia, también son incluidos en la primera categoría.

La segunda categoría de PRIIP contiene aquellos que ofrecen una exposición directa o sintética, que puede ser apalancada o no, estableciéndose una serie de requisitos en el caso de que lo sea, entre los que destaca que se pague un múltiplo constante de los precios de los activos subyacentes, aunque sean de difícil o imposible cálculo<sup>55</sup>.

El tercer grupo contiene los PRIIP en los que los valores reflejen el precio de las inversiones subyacentes, pero no como múltiplos constantes.

---

<sup>53</sup> «It is not possible to voluntarily include a PRIIP in any Category. The analysis of the appropriate categorisation must be done», Joint Committee, *Questions and answers on the PRIIPs KID*, JC 2017 21, n°1, 4 de julio de 2017

<sup>54</sup> «Pure unit-linked insurance products, i.e. those which do not have a profit participation mechanism and do not depend on other factors that are unobserved in the market, would fall into categories 1,2 or 3 depending on the nature of the product's payoff and the availability of data», Joint Committee, *Questions and answers on the PRIIPs KID*, JC 2017 21, n°5, 4 de julio de 2017

<sup>55</sup> «When insufficient Price data for the PRIIP or its underlying asset are available, data of an appropriate benchmark or proxy should be used», Joint Committee, *Questions and answers on the PRIIPs KID*, JC 2017 21, n°9, 4 de julio de 2017

Para finalizar, la cuarta categoría, caracterizada por ser la de menor riesgo soportado, engloba los productos cuyos valores dependen parcialmente de factores que no pueden ser observados de forma directa en el mercado, incluyendo seguros con reparto de beneficios entre inversores minoristas.

#### *b) Riesgo de crédito*

En segundo lugar, el Reglamento recoge el riesgo de crédito<sup>56</sup> al que debe hacer frente el inversor en los supuestos en los que el rendimiento del PRIIP o de su exposición dependa de la solvencia del productor del mismo o parte obligada a realizar pagos. En este aspecto, son de valoración factores como el riesgo de crédito de la entidad, la existencia de garante total o parcial. Ante la posibilidad de que uno de los activos subyacentes de un PRIIP sea otro PRIIP, el Reglamento establece un enfoque de transparencia y un mecanismo de evaluación en cascada del riesgo de crédito<sup>57</sup>. Atendiendo a la naturaleza de algunos PRIIP, como es el caso de Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios (OICVM) o Fondos de Inversión Alternativos (FIA), la evolución del riesgo de crédito se limitará a sus inversiones o exposiciones subyacentes<sup>58</sup>, valorándose cada una de ellas de forma individualizada en los supuestos en los que la exposición sea superior al 10% del valor del PRIIP.

Pese a que algunos derivados financieros, atendiendo al riesgo de mercado, presentan un riesgo máximo, la exposición a estos derivados no soporta riesgo de crédito alguno al ser negociados en mercados secundarios o compensados en mercados no regulados.

A la hora de evaluar el crédito de las partes deudoras, los productores de PRIIP deben acudir a Agencias Externas de Calificación Crediticia (ECAI, del inglés *External Credit Assessment Institutions*), que se encuentren registradas o certificadas por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM). La regulación de las normas técnicas de ejecución en la asignación de las evaluaciones de crédito de las ECAI

---

<sup>56</sup> «El riesgo crediticio es el riesgo de que el emisor del producto o la empresa que lo gestiona no pague e incumpla su obligación contractual de reembolsarle su inversión» (Advertencia ESMA 07/02/2014).

<sup>57</sup> «A cascade assessment is to be made when the credit risk is entailed at the level, as well as at the level of the underlying investments or exposures of the PRIIP», Joint Committee, *Questions and answers on the PRIIPs KID*, JC 2017 21, nº18, 4 de julio de 2017

<sup>58</sup> «Stocks are not PRIIP so they could only be subject to the PRIIPs methodology as underlyings of a PRIIP, such as an investment fund, an SPV, unit-linked insurance product or structured product», Joint Committee, *Questions and answers on the PRIIPs KID*, JC 2017 21, nº18, 4 de julio de 2017

aparece recogida de forma exhaustiva en el Reglamento de Ejecución (UE) 2016/1800 de la Comisión.

En el punto 38 del anexo II del Reglamento Delegado 2017/653, aparecen las bases permitidas sobre las que puede efectuarse la posterior evaluación del riesgo crediticio. Las tres opciones recogidas en el Reglamento Delegado son: evaluación crediticia asignada al PRIIP por una ECAI, evaluación crediticia asignada al deudor por parte de una ECAI y, en caso de inexistencia de las dos opciones mencionadas, evaluación crediticia por defecto. La evaluación por defecto establece dos posibles calificaciones, 3 o 5, atendiendo a su calidad crediticia. Será 3 si el deudor aparece regulado como entidad de crédito o empresa de seguros, mientras que cualquier otro deudor poseerá el grado de calidad 5.

Al igual que en la valoración del riesgo de mercado, existe un Parámetro de Riesgo de Crédito (PRC) que, a su vez, guarda correspondencia con el grado de calidad crediticia.

Sin embargo, el riesgo de mercado y el riesgo de crédito no se presentan de forma individual, sino agregada, a través del Indicador Resumido de Riesgo (IRR). Este indicador se asigna en función de la combinación de las clases de PRM y PRC, facilitando la comprensión y comparabilidad entre productos financieros. A la hora de su presentación en el documento de datos fundamentales, los productores deben utilizar el formato establecido en el anexo III del Reglamento Delegado. El formato se compone de una calificación numérica, entre 1 y 7, siendo 7 el mayor nivel de riesgo soportado. Junto a la pertinente cifra asignada, el productor debe incluir un texto explicativo en el que aparezca la finalidad del IRR y los riesgos inherentes al PRIIP en cuestión.

Atendiendo a la naturaleza y particularidades del PRIIP, el texto adjunto al IRR tendrá una determinada composición, de tal forma que sea un fiel reflejo de los riesgos a los que se enfrenta el inversor, incluyendo aquellos riesgos significativos que no recoja el IRR. El texto explicativo, en caso de que concurran las circunstancias previstas, debe recoger aclaraciones de diverso contenido, cuando: el PRIIP posea una protección parcial del capital contra el riesgo de mercado, indicando las condiciones específicas; el PRIIP no incorpore protección alguna contra el riesgo de mercado; y cuando el PRIIP no posea garantía contra el riesgo de crédito, indicando las condiciones específicas de las limitaciones.

### *c) Riesgo de liquidez*

El análisis del riesgo inherente a cada producto empaquetado finaliza con el análisis del riesgo de liquidez<sup>59</sup>, aunque la correcta denominación debería ser «riesgo de iliquidez» del producto El Reglamento Delegado, en los puntos 56 y 57 del anexo II, establece unos criterios que permiten, de forma objetiva, calificar el nivel de riesgo de liquidez soportado por el inversor minorista. Ante la inexistencia de la totalidad de los criterios recogidos, se considera que un PRIIP goza de liquidez plena.

El mayor nivel de iliquidez se produce en cualquiera de los siguientes supuestos: el PRIIP no es admitido a negociación en un mercado secundario y el productor no ofrece una fuente alternativa de liquidez; el PRIIP ofrece posibilidades de salida anticipada o rescate, pero con limitaciones importantes; y, por último, los supuestos en los que el PRIIP no ofrece posibilidades de salida anticipada o rescate. Los PRIIP que, objetivamente, posean un riesgo de liquidez de importancia significativa o ausencia de liquidez, deberán incluir en el texto adjunto al IRR una advertencia de dicha circunstancia.

### *C) Información sobre rentabilidad prevista*

El documento de datos fundamentales, como establece el Reglamento 2014/1286 y desarrolla el Reglamento Delegado 2017/653 en su anexo IV, debe contener una proyección de los posibles escenarios de rentabilidad y los posibles rendimientos asociados a cada uno de ellos. El Reglamento Delegado sugiere la existencia de cuatro escenarios alternativos: favorable, moderado, desfavorable y de tensión. La rentabilidad asociada a cada uno de dichos escenarios se calcula conforme al parámetro de riesgo de mercado, calculado según el periodo recomendado de mantenimiento, periodos intermedios o hasta vencimiento<sup>60</sup>.

El legislador prevé una metodología uniforme a la hora de presentar los escenarios de rentabilidad, de forma imparcial, exacta, clara y no engañosa, señalando

---

<sup>59</sup> «El riesgo de liquidez es el riesgo de no poder vender el producto fácilmente si es necesario hacerlo antes de su vencimiento» (Advertencia ESMA 07/02/2014).

<sup>60</sup> «For products with a fixed end date, the remaining time to maturity should be used to demonstrate the performance scenarios», Joint Committee, *Questions and answers on the PRIIPs KID*, JC 2017 21, n°27, 4 de julio de 2017.



la necesidad de que un inversor minorista medio pueda entender el formato y el contenido. Es relevante la introducción del término «inversor minorista medio», ya que no aparece en el Reglamento nº 1286/2014. Al no establecerse rango distintivo alguno, parece razonable considerar la identidad con el término generalmente empleado. El anexo V incide en la presentación de los escenarios de rentabilidad atendiendo a la naturaleza del producto. El Reglamento sostiene la existencia de dos categorías atendiendo a la periodicidad del pago. Por una parte, hay PRIIP de prima única y, por otra parte, PRIIP de prima periódicos. Esta diferente es la que justificaría un tratamiento diferenciado a la hora de plantear los diferentes escenarios de rentabilidad del producto.

#### *D) Información sobre costes*

Buscando evitar el establecimiento de comisiones ocultas u opacas, el Reglamento impone la sección «¿Cuáles son los costes?». Ésta sección debe contener tanto los costes directos como los indirectos, incluyendo los costes únicos y recurrentes<sup>61</sup>. Cuestión especial es la relativa a los beneficios derivados del préstamo de activos, ya que su contabilización dependerá de la actitud del productor respecto a los mismos<sup>62</sup>. Con la finalidad de garantizar la comparabilidad entre productos, los costes agregados totales deben ser expresados en términos porcentuales y monetarios. Del mismo modo, cualquier persona que asesore o distribuya el producto, debe mencionar los costes que no estén incluidos en el documento. Los costes derivados de la actividad del *bróker* y los asociados a una eventual prestación de servicio de asesoramiento financiero, no son de obligada inclusión por parte del productor<sup>63</sup>, en principal medida debido al desconocimiento de su magnitud o existencia.

---

<sup>61</sup> La comisión de suscripción incluye las tasas e impuestos asociados a la misma (Punto 3 del Anexo VI del Reglamento Delegado 2017/653).

<sup>62</sup> «The benefits from securities lending would be taken into account in the performance scenarios section of the KID if these are passed to the investor. If these benefits are not passed to the investor, they should be accounted for as costs, according to point 5(p) of Annex VI», Joint Committee, *Questions and answers on the PRIIPs KID*, JC 2017 21, nº34, 4 de julio de 2017

<sup>63</sup> «The manufacturer should only need to include distribution costs to the extent that the costs are fixed (e.g. certain) and the manufacturer is aware of them. Therefore an Exchange does not need to include costs that are added by the broker, where these are different between different brokers», Joint Committee, *Questions and answers on the PRIIPs KID*, JC 2017 21, nº61, 4 de julio de 2017

### *E) Información sobre el plazo de inversión y la posibilidad de reembolso*

Por otra parte, la sección «¿Cuánto tiempo debo mantener la inversión, y puedo retirar dinero de manera anticipada?», debe informar sobre la existencia de plazos de renuncia o de rescisión; la indicación de un periodo mínimo de mantenimiento exigido; la posibilidad de desinversión antes de vencimiento y las condiciones que son de aplicabilidad al caso; y las consecuencias derivadas de una salida antes del vencimiento del plazo o conclusión del periodo de mantenimiento recomendado. Éstas consecuencias pueden acarrear una pérdida de protección del capital o la imposición de tasas contingentes.

Dentro de la industria financiera, no es extraño que ciertos emisores financiero establezcan algunas condiciones a la hora de solicitar la desinversión y posterior reembolso del capital aportado. Algunas entidades imponen plazos mínimos de inversión, que por lo general son de 3 o 5 años. En el supuesto de que el inversor desee practicar una desinversión antes de dicho plazo, se le impondrá un cargo extraordinario que, generalmente, se expresa en un porcentaje sobre el valor de la inversión. La justificación de dicha práctica reside en la voluntad, por parte de las entidades financieras, de compensar con las penalizaciones impuestas los gastos en los que incurren como consecuencia de una rápida y repentina desinversión.

Por otra parte, es posible el establecimiento alternativo o cumulativo de un *lookup period* y de un *notice period*. El primero de ellos hace referencia a un periodo de tiempo en el que la solicitud de reembolso no está permitida. El segundo, en cambio, es un plazo que tiene el emisor antes de realizar el reembolso efectivo tras la correcta solicitud. Dicho periodo permite al gestor la realización de las operaciones de una forma ordenada, tendente a la minimización de los costes extraordinarios. Por regla general, el *notice period* suele ser de entre uno y tres meses.

Sin lugar a dudas, cualquiera de las dos exigencias mencionadas supone cierto perjuicio para el inversor, dada la iliquidez del activo durante un determinado plazo.

### *F) Información sobre mecanismos de reclamación*

La sección «¿Cómo puedo reclamar?» debe aportar toda la información relativa a la presentación de una reclamación relacionada con el producto o la conducta

del productor, asesor o distribuidor, y ante quién puede o tiene que interponer dicha reclamación.

#### *G) Otras informaciones*

Seguidamente, la sección «Otros datos de interés» recoge todos aquellos datos que deben ser proporcionados al inversor en las fases precontractual y postcontractual.

Cabe señalar que el artículo 10 del Reglamento establece que la información proporcionada debe ser examinada periódicamente, y la versión revisada facilitada con brevedad. Del mismo modo, la persona encargada del asesoramiento sobre un determinado producto empaquetado, deberá proporcionar dicho documento a los inversores minoristas, de forma gratuita y a través de uno de los siguientes medios: en papel, en un soporte duradero distinto del papel o a través de un sitio *web*, siempre y cuando los soportes distintos del papel, cumplan con los requisitos reglamentarios.

### 2.5 Redacción y lenguaje

De forma previa a la entrada en vigor del Reglamento n° 1286/2014, la información proporcionada al inversor minorista, se caracterizaba por un importante contenido técnico, en ocasiones innecesario, que dificultaba el entendimiento de aspectos básicos del instrumento financiero. Esto se traducía en mayor nivel de confusión para el lector de los documentos o folletos proporcionados y a la asunción, en muchos casos inconsciente, de altos niveles de riesgo. Un claro ejemplo es el de los depósitos estructurados, producto cuya semejanza nominal al depósito bancario hace asociar a un alto nivel de seguridad y garantía.

Antes de la redacción del mencionado Reglamento, el legislador comunitario acudió al CESR, que en su *Consultation Paper* 10-532<sup>64</sup>, estableció una guía relativa a la utilización de lenguaje claro en la elaboración del documento de datos fundamentales, estableciendo precisiones lingüísticas para las diferentes secciones que conforman dicho documento. Dichas precisiones han sido de especial observancia en la organización y

---

<sup>64</sup> CESR, *A guide to clear language and layout for the Key Investor Information document (KII)*, CESR/10-532, 20 de julio de 2010.

expresión lingüística del contenido, de tal forma que el lenguaje empleado es adecuado a la realidad plural y heterogénea que presenta el cliente minorista. A estos efectos, el Reglamento considera que el receptor del documento es un público formado por un número indeterminado de personas, con escasos conocimientos jurídicos o financieros y de carácter multicultural<sup>65</sup>.

El Reglamento no deja margen a la improvisación, al establecer, de forma exhaustiva, cómo ha de confeccionarse el documento (arts. 6.4 y 8), concretando que su redacción debe realizarse en base a las exigencias de precisión, imparcialidad, claridad y veracidad (art. 6.1). En un ánimo por garantizar la plena comprensión del contenido, el legislador comunitario insiste en la necesidad de que los caracteres sean de un tamaño legible, un estilo apropiado y un lenguaje que, como se ha mencionado previamente, sea asequible para inversores con escasa cultura financiera. Un aspecto de cierta relevancia es la lengua en la que se emite el documento de datos fundamentales, en especial, ante la obligación impuesta en el Reglamento (art. 7.2) de que, si en un Estado miembro se promociona un determinado producto en una de las lenguas oficiales, el documento de datos fundamentales también deberá redactarse en, como mínimo, dicha lengua. Esta obligación es otra muestra de la regulación integral llevada a cabo por el legislador, que busca evitar que el productor promocioe sus productos en diversos Estados miembros, en las diferentes lenguas nacionales, pero que remita a un documento en un único idioma.

## 2.6 Elaboración y suministro del documento de datos fundamentales

La labor informativa y de transparencia establecida en la sucesiva legislación no es posible sin el establecimiento de los cauces adecuados para que el documento llegue al receptor esperado, es decir, al inversor minorista.

El Reglamento impone a toda persona que asesore o venda un producto empaquetado, la obligación de elaborar y suministrar el documento al inversor con la suficiente anterioridad como para permitir su análisis y comprensión<sup>66</sup> y permitir que el potencial inversor minorista, tras analizar el documento de datos fundamentales,

---

<sup>65</sup> FLORES DOÑA, M<sup>a</sup> S., «Productos empaquetados... », *cit.*, pp. 884-917.

<sup>66</sup> De acuerdo con lo establecido en el art. 13.4 del Reglamento n° 1286/2014, en el caso de operaciones sucesivas que tengan como objeto el mismo producto, la obligación de información es de aplicación a la primera operación, así como a la primera operación tras la revisión del documento.

conozca los aspectos necesarios para formular una decisión razonada en el mercado. Atendiendo a la naturaleza compleja del producto, es necesario el documento de datos fundamentales, como consecuencia del extraordinario incremento en el riesgo soportado. Por otra parte, la elaboración del documento suele llevarse a cabo por el sujeto obligado, el productor, aunque en caso de imposibilidad puede delegar su elaboración. Hasta cierto punto es lógico que, quien ha creado el riesgo añadido, sea el que otorgue transparencia a la incertidumbre creada y responda de su veracidad.

El legislador comunitario pretende que el potencial inversor disponga de las herramientas informativas necesarias antes de quedar obligado por oferta o contrato vinculante. Éste aspecto, el de la anterioridad suficiente, es particularmente interesante por la subjetividad del mismo. El artículo 17 del Reglamento Delegado desarrolla ésta cuestión, señalando que el establecimiento del plazo necesario para el examen del documento es competencia del asesor o vendedor del producto, eso sí, teniendo en cuenta los conocimientos y experiencia del inversor, la complejidad del instrumento financiero y la urgencia del inversor. En una regulación tan exhaustiva como la aquí analizada, es extraño que el legislador haya dotado al asesor o vendedor de este poder discrecional.

Ante la concurrencia de cuatro condiciones acumulativas<sup>67</sup>, se permite la posterior puesta a disposición del documento de datos fundamentales, siempre y cuando no se incurra en retrasos injustificados.

Como regla general, el soporte por el cual se proporciona el documento es el papel, pudiendo emplearse otro tipo de soporte o remitirse al sitio *web*<sup>68</sup>, siempre y cuando se cumpla con las exigencias establecidas en la normativa, en especial en lo referido a la durabilidad del soporte, siendo de obligatorio cumplimiento el que se informe a los inversores minoristas de que tienen derecho a obtener una copia en papel de forma gratuita.

---

<sup>67</sup> Las cuatro condiciones, recogidas en el art. 13.3 del Reglamento nº 1286/2014, para que se permita la posterior puesta a disposición del documento son: que el inversor minorista, por iniciativa propia, haya optado por ponerse en contacto con la persona que vende el producto empaquetado y realizar la operación a través de un medio de comunicación a distancia; que sea imposible proporcionar el documento de datos fundamentales anticipadamente; que la persona que asesore sobre un producto empaquetado o que lo venda haya informado al inversor minorista de que no es posible proporcionar el documento de datos fundamentales y haya señalado la posibilidad de retrasar la operación y que el inversor minorista haya accedido a que se le envíe el documento sin retraso injustificado después de realizada la operación.

<sup>68</sup> De forma complementaria, las instituciones nacionales pueden facilitar el acceso a este documento a través de diferentes mecanismos. La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) facilita el siguiente buscador: <http://www.cnmv.es/Portal/consultas/busqueda.aspx?id=12>

Un aspecto muy relevante es la posibilidad, que recoge el Reglamento, de que los Estados miembros puedan exigir la notificación previa de los documentos de datos fundamentales de cada producto comercializado en dicho Estado. El fundamento de dicha notificación, que a día de hoy es de exigencia voluntaria, reside en la simplificación de los trámites a la hora de comprobar si un eventual incumplimiento de los deberes del productor, ha derivado en un hecho ilícito.

## 2.7 Incumplimiento de los deberes de información

### *A) Responsabilidad contractual y reclamación*

La regulación financiera comunitaria parece decantarse por el establecimiento de una responsabilidad contractual a la hora de solventar ciertos conflictos y reparar a los inversores a través de indemnizaciones que cubran los daños y perjuicios ocasionados como consecuencia de prácticas abusivas, engañosas o desfavorables para el cliente.

En primer lugar, el Reglamento establece una serie de criterios de obligaba observancia por parte de las legislaciones nacionales, en relación con la exigencia de responsabilidad civil del productor. El Reglamento que, en su artículo 11, fija la posibilidad que tiene el inversor minorista de reclamar daños y perjuicios, como consecuencia de una pérdida económica derivada de la confianza depositada en el documento de datos fundamentales. Dicha reclamación se encuentra condicionada a que el contenido del documento sea engañoso, impreciso o incoherente, sin que se pueda exigir compensación al emisor del documento que haya cumplido las pautas y criterios normativos establecidos<sup>69</sup>. La inesperada evolución de la cotización de todos o parte de los activos subyacentes, no es susceptible de reclamación si, objetivamente, no era posible su previsión o si, siendo previsible, el productor cumplió diligentemente su cometido. La previsibilidad e irracionalidad de los mercados financieros han sido conceptos sobre los que ha girado gran parte del análisis económico durante los últimos

---

<sup>69</sup> CARRASCO PERERA, A., «El Reglamento UE...», *cit.*, 2015, p. 7.

años, demostrándose en ciertas ocasiones que la oscilación económica es imposible de prever, al ser un conglomerado de factores económicos agregados<sup>70</sup>

En el supuesto de que el documento de datos fundamentales contenga información inexacta, incoherente o que pueda producir un engaño, el productor deberá responder, por vía civil, no pudiendo limitarse dicha responsabilidad por ninguna cláusula contractual. Pese a que el artículo 11 del Reglamento recoge la responsabilidad derivada del contenido del documento de datos fundamentales, no excluye otras reclamaciones de responsabilidad civil, de acuerdo con el Derecho nacional de los Estados miembros.

Tanto la persona encargada del asesoramiento y/o distribución del producto empaquetado como el productor del mismo, deben establecer los mecanismos adecuados que garanticen, de forma efectiva, que los inversores minoristas dispongan de una vía a través de la cuál presentar reclamaciones contra el PPIMS del producto, que los inversores minoristas reciban respuesta sustantiva a sus reclamaciones y que dispongan de procedimientos efectivos de reparación en caso de litigios transfronterizos.

La sección «¿Cómo puedo reclamar?», que forma parte del documento de datos fundamentales, aporta toda la información relativa a la presentación de una reclamación relacionada con el producto o la conducta del productor, asesor o distribuidor, y ante quién puede o tiene que interponer dicha reclamación.

#### *B) Sanciones administrativas*

El establecimiento de sanciones administrativas protege al inversor minorista, ejerciendo una presión desalentadora para el potencial infractor.

Independientemente de las sanciones penales que pueda imponer el Derecho penal de cada Estado miembro, los Estados miembros deben adoptar normas que establezcan las sanciones y medidas administrativas aplicables a los supuestos recogidos en el Reglamento nº 1286/2014, garantizando su aplicación bajo los principios de efectividad, proporcionalidad y capacidad disuasoria. En el caso de que

---

<sup>70</sup> MINSKY, H., «*The Financial Instability Hypothesis*», en *The Jerome Levy Economics Institute of Board College, Working Paper* nº 74, 1992.

dichas conductas estén sujetas a sanción penal de acuerdo con el Derecho nacional, dicho Estado miembro puede decidir no establecer las mencionadas normas.

El régimen sancionador previsto en el Reglamento sigue las exigencias impuestas por la Comunicación de la Comisión, sobre regímenes sancionadores más rigurosos en el sector financiero, de 8 de diciembre de 2010, tal y como aparece en el Considerando (20) del mencionado Reglamento

Las sanciones y medidas administrativas recogidas en el Reglamento forman un extenso elenco que facilita la adaptación de la sanción al comportamiento realizado. El artículo 24 establece que las autoridades competentes pueden prohibir o suspender la comercialización de un producto empaquetado, emitir una advertencia pública en la que conste la identificación del infracción y la naturaleza de su comportamiento, prohibir la distribución de un documento de datos fundamentales e imponer multas administrativas a personas físicas y jurídicas. Como se ha mencionado con anterioridad, las autoridades competentes deben tener en cuenta y valorar una serie de circunstancias para determinar el alcance de las sanciones y medidas administrativas. Entre dichas circunstancias, las autoridades deben observar la gravedad y duración de la infracción, el grado de responsabilidad del infractor, el impacto sobre los intereses del inversor minorista, la cooperación por parte del infractor, la reincidencia del infractor y las medidas anteriormente adoptadas. La decisión de imposición de sanción puede ser, en todo caso, recurrida por la entidad sancionada.

Del mismo modo, los Estados miembros pueden establecer sanciones y medidas adicionales o imponer multas administrativas de mayor cuantía.

Con el fin de facilitar al inversor minorista la denuncia de infracciones reales o potenciales, las autoridades con competencia deben establecer los mecanismos necesarios para permitir la denuncia de las infracciones recogidas en el Reglamento. Independientemente de que los Estados miembros dispongan el establecimiento de mecanismos adicionales, el Reglamento contempla un contenido mínimo que garantice una serie de procedimientos de recepción y seguimiento de denuncias, la protección adecuada a los empleados que denuncien infracciones cometidas en la empresa para la que trabajan y la protección de la identidad tanto del denunciante como del presunto infractor, sin perjuicio de las exigencias del Derecho nacional de cada Estado miembro.

### 3. EDUCACIÓN FINANCIERA



Como ya se ha mencionado, la configuración de la protección del inversor minorista presenta una estructura compleja e integrada. El establecimiento de una serie de normas y obligaciones a los productos y distribuidores del producto, es complementada por el reforzamiento del conocimiento financiero<sup>71</sup>.

Una mejora de la información proporcionada al inversor a través del documento de datos fundamentales, apenas tendría efecto real si la mayoría de los potenciales receptores no fueran capaces de entender y valorar su contenido<sup>72</sup>. Los requisitos de claridad y veracidad devendrían insuficientes si el inversor no posee unos conocimientos financieros básicos.

El legislador comunitario, a lo largo de todo el desarrollo normativo vigente sobre productos empaquetados, ha recalcado la necesidad de establecer vías que favorezcan el acceso del inversor a los distintos canales de información financiera. De forma complementaria, las instituciones europeas de supervisión, publican guías y tutoriales dirigidos al público minorista no especializado, informando sobre las novedades significativas que tienen lugar en la industria financiera. Sin embargo, la mayor parte de las políticas tendentes al incremento de la cultura financiera, tienen lugar dentro del seno de cada uno de los Estados miembros, siendo la inclusión de asignaturas de contenido económico en los planes educativos, un aspecto de gran trascendencia.

#### 4. INTERVENCIÓN DE PRODUCTOS

La intervención de productos financieros complejos, ante la concurrencia de una situación de emergencia, se configura como el tercer mecanismo de protección del inversor minorista. Los avances en la puesta a disposición de información fundamental y el incremento de la cultura financiera del ciudadano comunitario, deben ser

---

<sup>71</sup>La Comunicación de la Comisión sobre la educación financiera de 18 de diciembre de 2007 COM (2007) 808 final, es de gran relevancia al establecer ocho principios básicos para la puesta en marcha y, posterior, gestión de los planes de educación financiera. Por otra parte, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) ha puesto en práctica políticas ciertamente interesantes, como la promoción de la *International Network on Financial Education* (INFE) y la publicación de la *Recommendation on Principles and Good Practices for Financial Education and Awareness* en 2005.

<sup>72</sup>HERNÁNDEZ SAINZ E., «El nuevo régimen de protección precontractual en la contratación bancaria de préstamos hipotecarios», en *Vivienda y crisis económica* (Dir. Alonso Pérez, M<sup>a</sup> T.), Ed. Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor, 2014, pp. 80-84.

respaldados por mecanismos de intervención especial, ante situaciones específicas que puedan menoscabar la protección integral del cliente y la estabilidad del sistema.

El establecimiento de las mencionadas medidas, que en ningún caso pueden ser arbitrarias e indefinidas, debe condicionarse a la existencia de alguno de los siguientes motivos: el producto financiero suscite una seria preocupación o suponga una amenaza para el funcionamiento e integridad de los mercados financieros, así como a la estabilidad del sistema financiero, y que el problema que se trata de evitar no puede ser solventado a través de una mejor supervisión. La autoridad europea competente debe consultar a las autoridades competentes de los Estados miembros que pueden verse afectados por la medida y, en ningún caso, la medida puede tener un efecto discriminatorio sobre las actividades y servicios de otro Estado miembro. La proporcionalidad se configura como un rasgo fundamental que debe poseer cada medida adaptada, ponderando los riesgos observados, el nivel de sofisticación de los inversores y los efectos previsibles derivados de la adopción de la medida planteada.

La labor interventora de las autoridades de supervisión aparece separada. Por una parte, la facultad de la EIOPA se encuentra regulada dentro del marco establecido en el Reglamento nº 1286/2014. El legislador comunitario establece que la EIOPA puede prohibir o restringir, con carácter temporal, la comercialización, distribución o venta de productos empaquetados (art. 16), sin perjuicio de que las instituciones nacionales de cada Estado miembro, tengan facultades similares pero de alcance limitado a su territorio (art. 17). Del mismo modo, la autoridad comunitaria llevará a cabo una función de coordinación y facilitación respecto de las medidas tomadas por las autoridades competentes de distintos Estados miembros, para favorecer la armonización, coherencia y efectividad de las mismas (art. 18).

Por otra parte, las labores de intervención de la EBA y ESMA aparecen reguladas en MiFIR (arts. 40 y 41), pero dicha facultad no puede ejercerse ante algunas entidades. La exclusión de las sociedades gestoras de fondos de inversión como sujetos sobre los que se pueden aplicar las facultades de intervención de productos financieros, establecida en MiFIR, puede suponer un grave perjuicio para el inversor minorista. La ESMA alerta<sup>73</sup> de que la imposición de restricciones a las empresas de servicios de inversión, sea esquivada a través de la comercialización de los mismos productos sobre los que se materializa dicha restricción, por parte de las propias gestoras de fondos. De

---

<sup>73</sup>ESMA, *Impact of the exclusion of fund management companies from the scope of the MiFIR Intervention Powers, Opinion*, ESMA50-1215332076-23, 12 de enero de 2017.

dicho modo, la intención inicial, justificada por la protección al inversor minorista, quedaría neutralizada por el cambio de distribuidor.

La ESMA considera que la inclusión de las gestoras de fondos de inversión dentro del ámbito de aplicación de lo dispuesto en MiFIR, garantizaría una armonización entre productos y entidades, asegurando la protección prevista para el inversor minorista<sup>74</sup>. Dicha inclusión sería necesaria para que la ESMA pudiera cumplir con sus competidos asignados, en especial el recogido en el artículo 9.5 del Reglamento nº 1095/2010, de 24 de noviembre, es decir, que para la efectiva protección del consumidor de actividades financieras, la ESMA puede prohibir o restringir determinadas actividades financieras en situaciones de emergencia. Un vez llegado a este punto, conviene señalar que el mencionado Reglamento, en su artículo 18, considera que las situaciones de emergencia son evoluciones adversas susceptibles de comprometer el funcionamiento e integridad de los mercados, y del sistema financiero en su conjunto. A la hora de determinar si se incurre en una situación de emergencia, la autoridad competente debe valorar una serie de factores o criterios tasados en la normativa: el grado de complejidad del producto, el volumen de la emisión, el grado de innovación y el apalancamiento financiero que posibilita dicho producto. En el momento en que dicha circunstancia motivadora de la intervención, desaparezca, las medidas restrictivas dejarían de tener sentido, por lo que el legislador prevé que sea la autoridad competente la que revoque la prohibición o restricción correspondiente. Para apreciar dicha desaparición, las autoridades de supervisión deben examinar periódicamente dicha situación.

---

<sup>74</sup>ESMA, *ESMA calls for consistent application of MiFIR product intervention powers*, Press Release, ESMA71-844457584-322, 12 de enero de 2017.



## VI. CONCLUSIONES

Ante las cuestiones planteadas en la Introducción del presente trabajo, el desarrollo del mismo ha dotado de respuestas a algunos de los interrogantes expuestos.

- I. El desarrollo legislativo muestra una constante evolución hacia la creación de un mercado único e integrado de productos y servicios financieros. Desde el respeto a las disposiciones del Derecho nacional de cada Estado miembro, siempre y cuando sean compatibles con la norma europea, el legislador comunitario aspira a evitar el arbitraje regulatorio, favoreciendo la prolongación de los derechos subjetivos del inversor minorista en toda la UE. La integración de la normativa financiera es una exigencia de un mercado europeo cada vez más interdependiente y relacionado.
- II. La intervención legislativa en relación con los productos de inversión empaquetados, es una consecuencia de las prácticas opacas y abusivas de algunos operadores de la industria financiera que, aprovechándose de la escasa cultura financiera del inversor minorista medio, omitían información relevante a la hora de formar una decisión racional de mercado.
- III. El Reglamento nº 1286/2014 es de aplicación directa en la totalidad de los Estados miembros de la Unión Europea, estableciendo un único modelo de documento de datos fundamentales que recoja toda la información relevante a la hora de formular una decisión razonada. Sin embargo, el alcance del citado Reglamento está limitado a un determinado grupo de productos financieros que hayan sido empaquetados y cuya comercialización se oriente al mercado minorista. Esta última exigencia viene determinada por la existencia de una importante asimetría informativa entre originador y comercializado del producto, y el cliente minorista final. La no aplicabilidad de lo dispuesto en el Reglamento a los productos empaquetados de comercialización a inversores profesionales, se fundamenta en la no apreciación de dicha asimetría por parte de la Comisión Europea.

- IV. El establecimiento de un modelo único y estandarizado de documento de datos fundamentales posibilita que, en un corto periodo de tiempo, el potencial inversor minorista sea capaz de reconocer los factores más destacados del producto financiero, sus características esenciales, su vocación inversora, los costes del mismo y los riesgos inherentes a la operativa a través del mismo. Del mismo modo, el documento de datos fundamentales permite la comparabilidad entre productos y entre las distintas clases de productos, al tener una estructura universal.
- V. El legislador articula la protección adicional en base a un sistema cautelar, configurado por una serie de requisitos informativos y de normas de conducta para el productor y para el comercializador o distribuidor del PRIIP.
- VI. Las instituciones estatales han mostrado una mayor implicación en el impulso de la educación financiera entre la población. Sin embargo, la actual regulación deja entrever que las autoridades comunitarias van a trabajar en este aspecto hasta lograr que los ciudadanos comunitarios, independientemente del Estado miembro de residencia, posean unos conocimientos suficientes.
- VII. La intervención por parte de las instituciones de supervisión en situaciones de emergencia, se configura como un elemento complementario de la protección proporcionada al inversor minorista.

## VII. BIBLIOGRAFIA Y REFERENCIAS DOCUMENTALES

### 1. BIBLIOGRAFÍA

ARRANZ PUMAR, G., «Los intermediarios y los mercados ante la realidad MiFID», en *Bolsa: revista mensual de bolsas y mercados españoles*, nº 170, 2007, pp. 24 y ss.

CAMBÓN, M<sup>a</sup>. I., y LOSADA, R., «Evolución de las sociedades gestoras de fondos de inversión y de su oferta desde 1995 hasta 2010», en *Boletín de la CNMV*, Trimestre I, 2012, p. 87.

CARRASCO PERERA, A., «El Reglamento UE 1286/2014, sobre “Documentos de datos fundamentales relativos a productos de inversión minorista vinculados y los productos de inversión basados en seguros”. Comentario y crítica de una reforma», en *Centro de Estudios de Consumo*, 2015.

DÍAZ RUIZ, E., & RUIZ BACHS, S., «Transposición De MiFID en España», en *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, Volumen 9, 2008.

FERRANDO VILLALBA, L., «Extensión y límites del deber de informar al inversor: conflictos de interés y asesoramiento financiero», en *RMV*, nº 13, 2013, pp.101 y ss.

FLORES DOÑA, M<sup>a</sup> S., «Productos empaquetados o basados en seguros: El Documento de Datos Fundamentales», en *Hacia un sistema financiero de nuevo cuño: reformas pendientes y andantes* (Dir. Alonso Ledesma, C.), Ed. Tirant Lo Blanch, 2016, pp. 884-917.

FLORES DOÑA, M<sup>a</sup> S., «Las normas técnicas en el nuevo marco normativo de los mercados financieros», en *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, 1/2012, pp. 9-38.

FUENTES, M., «MIFID II: hacia un reforzamiento de la protección del inversor», en *Hacia un sistema financiero de nuevo cuño: reformas pendientes y andantes* (Dir. Alonso Ledesma, C.), Ed. Tirant Lo Blanch, 2016, pp. 918-933.

HERNÁNDEZ SAINZ E., «El nuevo régimen de protección precontractual en la contratación bancaria de préstamos hipotecarios», en *Vivienda y crisis económica* (Dir. Alonso Pérez, M<sup>a</sup> T.), Ed. Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor, 2014, pp. 80-84.

LARGO GIL, R., & HERNÁNDEZ SAINZ, E., *Derecho del Mercado Financiero y Derecho Concursal: lecciones y actividades de aprendizaje*, Vol.II, Ed. Kronos, Zaragoza, 2017, pp. 1-11.

MINSKY, H., «*The Financial Instability Hypothesis*», en *The Jerome Levy Economics Institute of Board College, Working Paper* nº 74, 1992. Disponible en: <http://www.levy.org/pubs/wp74.pdf>

SANTILLÁN, I., «Iniciativa de la Comisión Europea para la mejora de la protección de los inversores en la adquisición de productos financieros empaquetados», en *Observatorio sobre la Reforma de los mercados financieros europeos (2010)*, Fundación de Estudios Financieros, 2010, pp. 215-221. Accesible en: <http://www.fef.es/publicaciones/papeles-de-la-fundacion/item/177-37-observatorio-sobre-la-reforma-de-los-mercados-financieros-europeos-2010.html>

SASTRE CORCHADO, G.J., «La reforma de la MiFID (MiFID 2) en materia de distribución de productos de inversión. La protección de los inversores», en *RMV*, nº 12, 2013, p. 119.

ZUNZUNEGUI, I., «La responsabilidad contractual como vía prioritaria de reparar al inversor», en *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, de 6 de julio de 2016.

## 2. LEGISLACIÓN

Directiva 95/26/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 29 de junio de 1995, por la que se modifican las Directivas 77/780/CEE y 89/646/CEE, relativas a las entidades de crédito, las Directivas 73/239/CEE y 92/49/CEE, relativas al seguro directo distinto del seguro de vida, las Directivas 79/267/CEE y 92/96/CEE, relativas al seguro directo de vida, la Directiva 93/22/CEE, relativa a las empresas de inversión y la Directiva 85/611/CEE, sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) con objeto de reforzar la supervisión prudencial. *Diario Oficial de las Comunidades Europeas*, de 18 de julio de 1997, p.7

Directiva 97/9/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 3 de marzo de 1997, relativa a los sistemas de indemnización de los inversores. *Diario Oficial de las Comunidades Europeas*, de 26 de marzo de 1997, pp. 22-31.

Directiva 2000/64/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 7 de noviembre de 2000, que modifica las Directivas 85/611/CEE, 92/49/CEE, 92/96/CEE y 93/22/CEE, del Consejo en lo relativo al intercambio de información con terceros países. *Diario Oficial de las Comunidades Europeas*, de 17 de noviembre de 2000.

Directiva 2002/87/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de diciembre de 2002, relativa a la supervisión adicional de las entidades de crédito, empresas de seguros y empresas de inversión de un conglomerado financiero. *Diario Oficial de las Comunidades Europeas*, de 11 de febrero de 2003.



Reglamento n° 1287/2006 de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, por el que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a las obligaciones de las empresas de inversión de llevar un registro, la información sobre las operaciones, la transparencia del mercado, la admisión a negociación de instrumentos financieros, y términos definidos a efectos de dicha Directiva. *Diario Oficial de las Comunidades Europeas*, de 2 de septiembre de 2006.

Reglamento 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 n° 648/2012. *Diario Oficial de las Comunidades Europeas*, de 12 de junio de 2014.

Reglamento n° 1286/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de noviembre de 2014, sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista vinculados y los productos de inversión basados en seguros. *Diario Oficial de las Comunidades Europeas*, de 4 de marzo de 2015, pp. 70-71.

Reglamento n° 2016/2340 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de diciembre de 2016, por el que se modifica el Reglamento n° 1286/2014 sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista empaquetados y los productos de inversión basados en seguros, en lo que respecta a su fecha de aplicación. *Diario Oficial de las Comunidades Europeas*, de 23 de diciembre de 2016, pp. 35-36.

Reglamento Delegado n° 2017/653 de la Comisión, de 8 de marzo de 2017, por el que se completa el Reglamento n° 1286/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista empaquetados y los productos de inversión basados en seguros, mediante el establecimiento de normas técnicas de regulación respecto a la presentación, el contenido, el examen y la revisión de los documentos de datos fundamentales y las condiciones para cumplir el requisito. *Diario Oficial de las Comunidades Europeas*, de 12 de abril de 2017, pp. 1-52.

### 3. DOCUMENTOS DE INTERÉS

CESR, *A guide to clear language and layout for the Key Investor Information document (KII)*, CESR/10-532, 20 de julio de 2010. Accesible en:

[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/10\\_532.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/10_532.pdf)

Fecha de consulta: 20 de junio de 2017.

CESR, *CESR's template for the Key Investor Information document*, CESR/10-794, 20 de julio de 2010.

Accesible en: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/10\\_794.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/10_794.pdf)

Fecha de consulta: 20 de junio de 2017.

CESR, *Q&A: MiFID complex and non-complex financial instruments for the purposes of the Directive's appropriateness requirements*, CESR/09-559, 3 de noviembre de 2009. Accesible en:

[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/09\\_559.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/09_559.pdf)

Fecha de consulta: 20 de junio de 2017.

Consejo de la Unión Europea, Asuntos Económicos y Financiero, Comunicado de prensa, 8 de mayo de 2007. Accesible en:

[http://eurored.ccoo.es/comunes/recursos/99999/doc4964\\_Consejo\\_asuntos\\_economicos\\_y\\_financieros.\\_Bruselas\\_8-05-2007.pdf](http://eurored.ccoo.es/comunes/recursos/99999/doc4964_Consejo_asuntos_economicos_y_financieros._Bruselas_8-05-2007.pdf)

Fecha de consulta: 20 de junio de 2017.

ESMA, *ESMA calls for consistent application of MiFIR product intervention powers*, Press Release,

ESMA71-844457584-322, 12 de enero de 2017. Accesible en: [http://www.rdmf.es/wp-content/uploads/2017/01/esma71-844457584-322\\_press\\_release\\_mifir\\_intervention\\_powers.pdf](http://www.rdmf.es/wp-content/uploads/2017/01/esma71-844457584-322_press_release_mifir_intervention_powers.pdf)

Fecha de consulta: 1 de julio de 2017.

ESMA, *Impact of the exclusion of fund management companies from the scope of the MiFIR Intervention Powers, Opinion*, ESMA50-1215332076-23, 12 de enero de 2017. Accesible en: [http://www.rdmf.es/wp-content/uploads/2017/01/esma50-1215332076-23\\_opinion\\_mifir\\_intervention\\_powers.pdf](http://www.rdmf.es/wp-content/uploads/2017/01/esma50-1215332076-23_opinion_mifir_intervention_powers.pdf)

Fecha de consulta: 1 de julio de 2017.

ESMA, Riesgos de las inversiones en productos complejos, Advertencia a los inversores, , 7 de febrero de 2014. Accesible en: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/investor\\_warning\\_-\\_complex\\_products\\_-\\_es.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/investor_warning_-_complex_products_-_es.pdf)

Fecha de consulta: 26 de junio de 2017.

Joint Committee, *Questions and answers on the PRIIPs KID*, JC 2017 21, 4 de julio de 2017. Accesible

en: <https://esas-joint-committee.europa.eu/Publications/Consultations/Questions%20and%20answers%20on%20the%20PRIIPs%20KID.pdf>

Fecha de consulta: 6 de julio de 2017

Joint Committee, *PRIIPs with environmental or social objectives*, JC 2017 05, 10 de febrero de 2017.

Accesible en: [https://esas-joint-committee.europa.eu/Publications/Consultations/JC\\_2017\\_05\\_CP\\_EOS\\_PRIIPs\\_final.pdf](https://esas-joint-committee.europa.eu/Publications/Consultations/JC_2017_05_CP_EOS_PRIIPs_final.pdf)

Fecha de consulta: 20 de junio de 2017.

ROSS, V., *Regulatory and supervisory developments, the challenges ahead: a European perspective*, en *Finanstilsynet 30th Anniversary International Conference* - ESMA, Oslo, 2016, pp. 3-4. Accesible en: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1497_regulatory_and_supervisory_developments_the_challenges_ahead_-_a_european_perspective_verena_ross.pdf)

[1497\\_regulatory\\_and\\_supervisory\\_developments\\_the\\_challenges\\_ahead\\_-\\_a\\_european\\_perspective\\_verena\\_ross.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1497_regulatory_and_supervisory_developments_the_challenges_ahead_-_a_european_perspective_verena_ross.pdf)

Fecha de consulta: 26 de junio de 2017.

RUIZ BACHS, S., «Reglamento PRIIP y tendencias regulatorias en la distribución de productos», Noticia, *Fundspeople*, Accesible en: <http://es.fundspeople.com/news/reglamento-priip-y-tendencias-regulatorias-en-la-distribucion-de-productos>

Fecha de consulta: 20 de junio de 2017.

#### 4. JURISPRUDENCIA

Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª), de 3 de febrero de 2016. ECLI: ES:TS:2016:319

Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 991ª), de 20 de enero de 2014. ECLI: ES:TS:2014:354

Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid (Sección 11ª) de 4 de abril de 2017. ECLI: ES:APM:2017:5839

Sentencia de la Audiencia Provincia de Barcelona (Sección 19ª), de 15 de diciembre de 2016. ECLI: ES:APB:2016:13163

Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid (Sección 20ª), de 24 de junio de 2013. ECLI: ES:APM:2013:11290

Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid (Sección 18ª), de 3 de julio de 2012. ECLI: ES:APM:2012:9726