



**Universidad**  
Zaragoza

TRABAJO FIN DE GRADO

**ANÁLISIS DE PRODUCTOS FINANCIEROS DESDE LA  
PERSPECTIVA DEL CONSUMIDOR: AHORRO VS.  
INVERSIÓN**

AUTOR

Javier Ortega Elduque

DIRECTORA

María Pilar Portillo Tarragona

Facultad de Economía y Empresa

2016

## INFORMACIÓN Y RESUMEN

AUTOR: Javier Ortega Elduque

DIRECTORA: María Pilar Portillo Tarragona

TÍTULO DEL TRABAJO: Análisis de productos financieros desde la perspectiva del consumidor: Ahorro vs. Inversión

TITULACIÓN A LA QUE SE ENCUENTRA VINCULADO: Sección de Administración y Dirección de Empresas del Programa Conjunto DADE.

RESUMEN: En el presente trabajo se realiza un análisis por los distintos productos de inversión habitualmente comercializados entre pequeños ahorradores, analizando las principales características y problemática de cada uno, siempre desde la óptica del consumidor. Igualmente, para ello se analiza la normativa de aplicación en materia de contratación de productos financieros por parte de inversores no cualificados, así como casos reales y sus consecuencias donde no se han cumplido con los deberes de información estipulados.

ABSTRACT: In this paper an analysis of the various investment products usually offered to small savers is carried out, analyzing the main characteristics and problems of each, always from the perspective of the consumer. Moreover, existing regulation on procurement of financial products by non-qualified investors is screened and real cases are analyzed in order to determine their consequences if duties of stipulated information have not been fulfilled.

## ABREVIATURAS

|        |  |
|--------|--|
| ADICAE | Asociación de Usuarios de Banca, Cajas y Seguros de España                 |
| CC     | Código Civil   |
| CE     | Constitución Española de 1978  |
| CNMV   | Comisión Nacional del Mercado de Valores                                   |
| CCRTE  | Corriente  |
| FGD    | Fondo de Garantía de Depósitos   |
| INC    | Instituto Nacional de Consumo  |
| LMV    | Ley del Mercado de Valores   |
| MiFID  | <i>Markets in Financial Instruments Directive</i>                          |
| OPS    | Oferta Pública de Suscripción de acciones                                  |
| OPV    | Oferta Pública de Venta de acciones  |
| SAREB  | Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria |
| STS    | Sentencia del Tribunal Supremo   |
| STJUE  | Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea                     |
| TAE    | Tasa Anual Equivalente   |
| TRLSC  | Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital                         |
| TRLMV  | Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores                           |

## ÍNDICE

|   |    |
|---|----|
| INFORMACIÓN Y RESUMEN .....   | 1  |
| ABREVIATURAS .....  | 2  |
| 1. INTRODUCCIÓN .....   | 5  |
| 1.1. ELECCIÓN DEL TEMA OBJETO DE ESTUDIO EN EL PRESENTE TRABAJO .....   | 5  |
| 1.2. OBJETIVOS GENERALES Y ESPECÍFICOS A CONSEGUIR MEDIANTE EL ESTUDIO DEL TEMA .....   | 7  |
| 1.3. BREVE DESCRIPCIÓN DE LA ESTRUCTURA DEL TRABAJO .....   | 7  |
| 2. ANÁLISIS DE LA NORMATIVA RELATIVA A LAS OBLIGACIONES PRECONTRACTUALES DE INFORMACIÓN EN LA CONTRATACIÓN DE PRODUCTOS FINANCIEROS ..... | 9  |
| 2.1. EL CONCEPTO DE DEBER DE INFORMACIÓN PRECONTRACTUAL .....   | 9  |
| 2.2. NORMATIVA ESPECÍFICA Y DEBERES DE INFORMACIÓN PRECONTRACTUAL EN LA CONTRATACIÓN DE PRODUCTOS FINANCIEROS POR CONSUMIDORES .....      | 9  |
| 3. ESTUDIO DE LOS PRINCIPALES PRODUCTOS DE AHORRO E INVERSIÓN PARA CONSUMIDORES .....   | 15 |
| 3.1. CUENTAS CORRIENTES Y DEPÓSITOS A LA VISTA .....  | 15 |
| 3.1.1. Cuentas corrientes .....   | 15 |
| 3.1.2. Depósitos .....  | 16 |
| 3.1.3. Mecanismo de garantía en la protección de Depósitos: El FGD .....  | 20 |
| 3.2. INVERSIONES EN RENTA FIJA .....  | 21 |
| 3.2.1. Los folletos de emisión .....  | 26 |
| 3.2.2. Especial atención a las participaciones preferentes y problemática surgida al respecto .....                                       | 27 |
| 3.3. INVERSIÓN VARIABLE EN ACCIONES .....   | 30 |
| 3.3.1. Clasificación de las acciones en función de los derechos que comprenden..  | 31 |
| 3.3.2. Derechos ejercitables por los accionistas minoritarios .....   | 32 |
| 3.3.3. El riesgo asumido por las inversiones en acciones. Especial atención al tramo minorista del caso Bankia .....                      | 34 |
| 3.4. FONDOS Y PLANES DE PENSIONES .....   | 36 |
| 3.4.1. Situación de los fondos y planes de pensiones en España. Breve análisis....  | 36 |

|  |    |
|--|----|
| 3.4.2. Clasificación y características de los fondos y planes de pensiones .....   | 37 |
| 3.4.3. La medición de la eficiencia en los planes de pensiones .....   | 40 |
| 4. ANÁLISIS CUALITATIVO COMPARADO DEL RIESGO ENTRE PRODUCTOS<br>DE AHORRO Y CONSECUENCIAS DE LOS NUEVOS DEBERES DE<br>INFORMACIÓN .....  | 47 |
| 5. RESUMEN Y CONCLUSIONES.....   | 51 |
| BIBLIOGRAFÍA .....   | 53 |
| ANEXO I: DISPOSICIONES DE INTERÉS DEL REAL DECRETO LEGISLATIVO<br>4/2015, DE 23 DE OCTUBRE, POR EL QUE SE APRUEBA EL TEXTO<br>REFUNDIDO DE LA LEY DEL MERCADO DE VALORES. .... | 57 |
| ANEXO II: DOCUMENTO REAL DE COMERCIALIZACIÓN DE<br>PARTICIPACIONES PREFERENTES .....   | 66 |
| ANEXO III: RECOMPRAS DE PARTICIPACIONES PREFERENTES<br>EFECTUADAS POR DISTINTOS EMISORES .....   | 68 |
| ANEXO IV: DISPOSICIONES DE INTERÉS DEL REAL DECRETO LEGISLATIVO<br>1/2010, DE 2 DE JULIO, POR EL QUE SE APRUEBA EL TEXTO REFUNDIDO DE<br>LA LEY DE SOCIEDADES DE CAPITAL.....  | 74 |
| ANEXO V: CIFRAS Y GRÁFICOS DE LAS MAGNITUDES Y DESTINO DEL<br>AHORRO FAMILIAR SEGÚN INVERCO .....  | 80 |

## 1. INTRODUCCIÓN

### 1.1. ELECCIÓN DEL TEMA OBJETO DE ESTUDIO EN EL PRESENTE TRABAJO

En los últimos decenios, hemos asistido a una preocupación creciente de la sociedad por los derechos de los consumidores, y en cómo se puede llevar a cabo una protección eficaz de los mismos. La razón de esta preocupación por proteger al consumidor se encuentra en la necesidad de equilibrar la desigualdad entre las posiciones negociales que suele caracterizar las relaciones entre consumidores y profesionales en las relaciones de consumo.

Dentro de este contexto, la contratación de productos financieros por parte de los consumidores, y su ofrecimiento por parte de las entidades bancarias no ha estado exenta de polémica en los últimos años. Ejemplos destacados son la compraventa de preferentes o la adquisición de ciertos productos financieros, como resultaron ser las acciones del tramo minorista de la entidad financiera Bankia, por parte de los consumidores. En la gran mayoría de situaciones, el consumidor busca canalizar sus excedentes hacia instrumentos financieros buscando incrementar la rentabilidad ofrecida por los depósitos bancarios, pero sin someterse a inversiones financieras de alto riesgo. En muchas ocasiones, la falta de discernimiento en este respecto por parte del consumidor ha sido la principal causa de los problemas ocasionados para el mismo.

Todo ello ha hecho surgir el debate sobre la necesidad de informar y formar adecuadamente al consumidor para que el mismo sea consciente de la contratación que está llevando a cabo y por tanto evitar vicios en la formación de la voluntad de las partes del contrato.

Uno de los mecanismos de protección más importantes consiste en suministrar información al consumidor con antelación a la formalización del contrato para que preste un consentimiento contractual consciente y libre, es decir, conociendo todos los extremos que rodean dicho contrato. Este mecanismo preventivo de protección ha sido objeto de un enorme desarrollo a través de las denominadas obligaciones legales de información precontractual.

Por tanto, uno de los elementos clave en el estudio que se llevará a cabo en el presente trabajo es la distinción entre inversión y ahorro. Según Quintero (2011), *ahorro* implica

colocar dinero de forma segura, con el objetivo de tener disponible estos fondos para necesidades en el corto plazo, tales como gastos futuros o emergencias. Por contraposición, *inversión* conlleva la colocación de recursos en instrumentos financieros de los cuales se espera obtener un rendimiento a largo plazo, habitualmente superior a la tasa de inflación esperada. El incremento en la rentabilidad esperada implica un aumento en el riesgo asumido por parte del inversor. En el Cuadro 1, que se expone a continuación, se resume de forma sintética los principales rasgos diferenciales entre ahorro e inversión.

CUADRO 1

COMPARACIÓN ENTRE AHORRO E INVERSIÓN

|                              | Ahorro   | Inversión   |
|------------------------------|--|---|
| <b>Concepto</b>              | Guardar o apartar el dinero para poder afrontar gastos futuros   | Destinar los fondos ahorrados a productos financieros para obtener rentabilidad de los mismos   |
| <b>Liquidez</b>              | Alta. Disponibilidad inmediata, en productos de fácil acceso, con recuperación del principal de la operación y la remuneración ofrecida. | Reducida. Disponibilidad variable, en productos a medio y largo plazo con una mayor remuneración, en los que puede llegar a comprometerse el principal de la operación. |
| <b>Riesgo</b>                | Bajo. Productos seguros  | Variable, pero mayor que en los productos de ahorro, especialmente en aquellos con una alta rentabilidad  |
| <b>Rentabilidad</b>          | Baja   | Media o elevada, especialmente en los productos de alto riesgo  |
| <b>Excedentes invertidos</b> | Excedentes de los que el consumidor tendrá necesidad en un futuro próximo  | Excedentes no necesarios para la actividad del inversor en un futuro próximo  |
| <b>Finalidad</b>             | Destino al gasto en las actividades planificadas previamente   | Habitualmente, reinversión  |

FUENTE: Elaboración propia a partir de Quintero (2011)

En este Trabajo pretendemos realizar un estudio detallado de la diferencia existente entre los productos financieros destinados a inversión y aquellos destinados a ahorro para consumidores, estudiando las normas sobre información precontractual generales existentes en materia de contratación de productos financieros por consumidores y, además, llevando a cabo un análisis económico más pormenorizado de las

consecuencias que la ausencia de dicha información puede acarrear para los consumidores.

## **1.2. OBJETIVOS GENERALES Y ESPECÍFICOS A CONSEGUIR MEDIANTE EL ESTUDIO DEL TEMA**

El objetivo principal del presente trabajo radica en el análisis desde los puntos de vista financiero y legal de la formación del consentimiento en la contratación de productos financieros y bancarios. El principal objetivo es lograr, a partir de lo expuesto previamente, clarificar la separación entre productos de ahorro e inversión. Para la consecución de dicho objetivo general se han planteado una serie de metas parciales en el desarrollo del mismo, que son:

1. Introducción al concepto de inversiones financieras y productos de ahorro. Breve de las participaciones preferentes. Análisis de distinta casuística en su contratación en función de la entidad ofertante y el comprador. Necesidades básicas de información para evitar la aparición de vicios del consentimiento, especialmente ante clientes con escasos conocimientos en banca e inversiones financieras.
2. Estudio de la normativa sobre información financiera y de contratación con consumidores aplicables a los productos bancarios.
3. Análisis de la problemática existente sobre la contratación a través de la jurisprudencia existente. Especial atención a la línea jurisprudencial del Tribunal Supremo.
4. Estudio de teorías y voces autorizadas sobre la materia así como de los principales retos y necesidades planteados por la misma en la mejora de la contratación de productos financieros.
5. Análisis económico de casos reales o potenciales de adquisición de productos de inversión financiera por parte de consumidores.
6. Conclusiones obtenidas a partir del proyecto de investigación. Situación actual, retos y necesidades.

## **1.3. BREVE DESCRIPCIÓN DE LA ESTRUCTURA DEL TRABAJO**

Para lograr el objetivo, en primer lugar, se va a llevar a cabo un análisis de la normativa existente relativa a los deberes de información precontractual en la contratación por consumidores de productos financieros.

En segundo lugar, se llevará a cabo un estudio de los principales instrumentos de inversión financiera ofertados por las distintas entidades, las características de cada uno, los riesgos que pueden plantear al consumidor, y otras cuestiones que puedan suscitar. Se estudiarán la configuración de los distintos productos financieros y los derechos y rendimientos que pueden derivarse de cada uno, comparándolos bajo un marco de contratación por parte de pequeños ahorradores.

Seguidamente, se hará un especial análisis de casos reales donde una mala contratación de productos financieros bajo el prima del ahorro ha derivado en la inversión en productos de alto riesgo con cuantiosas pérdidas para sus contratantes, como los casos las participaciones preferentes planteando las mismas como un producto de inversión, pero no de ahorro minorista como se ha venido haciendo por parte de un número destacado de entidades financieras, el análisis de la OPV de Bankia, o el rendimiento derivado de distintos planes de pensiones según su composición.

Haciendo un análisis entre los riesgos planteados por cada una de las alternativas de ahorro disponibles para el consumidor, se realizará un mapa de riesgos que permita analizar las mejoras incorporadas como consecuencia de la nueva regulación en deberes de información precontractual en la contratación con consumidores.

Por último, se recogerán las conclusiones derivadas de todos los puntos anteriores, lo que facilitará una distinción más clara entre productos financieros destinados al ahorro, y aquellos destinados a inversión.

## **2. ANÁLISIS DE LA NORMATIVA RELATIVA A LAS OBLIGACIONES PRECONTRACTUALES DE INFORMACIÓN EN LA CONTRATACIÓN DE PRODUCTOS FINANCIEROS**

### **2.1. EL CONCEPTO DE DEBER DE INFORMACIÓN PRECONTRACTUAL**

Los últimos años representan para la contratación con consumidores una auténtica revolución en lo que a la información precontractual que debe aportarse a los mismos se refiere en el Derecho de la Unión Europea, lo que ha provocado un enorme desarrollo normativo a nivel interno.

Estas obligaciones surgen como consecuencia de la existencia de una clara desigualdad en la posición negocial que suele caracterizar las relaciones entre consumidores y comerciantes o profesionales, por lo que se plantea, como técnica de nivelación de dicho desequilibrio, el suministro de información a los consumidores. Algunos autores defienden que este deber de información precontractual debe basarse sobre el principio de la buena fe en la contratación, que ha de presidir la relación entre las partes también en la fase precontractual.

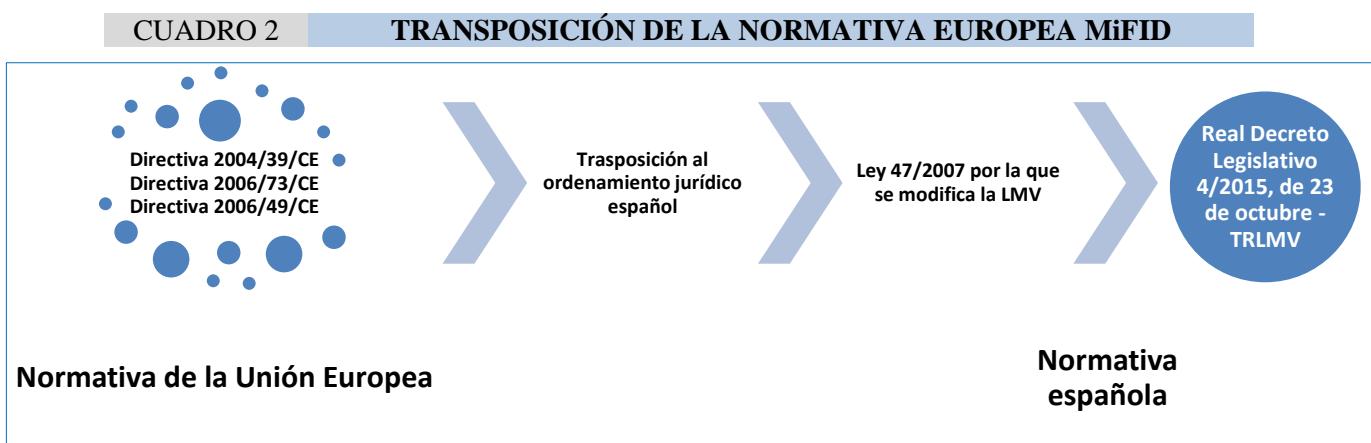
Por lo tanto, se puede llevar a cabo una aproximación al concepto de obligación precontractual de información definiendo el mismo en torno al deber existente para una de las partes contratantes de poner a disposición la información veraz, objetiva y suficiente, así como a llevar a cabo las medidas previas de información necesarias, que permita al consumidor la formación libre de su voluntad al prestar su consentimiento al contrato.

### **2.2. NORMATIVA ESPECÍFICA Y DEBERES DE INFORMACIÓN PRECONTRACTUAL EN LA CONTRATACIÓN DE PRODUCTOS FINANCIEROS POR CONSUMIDORES**

La principal normativa sobre la materia se introdujo mediante la aprobación de la Ley 47/2007 por la que se modificaba la Ley 24/1988 de Mercado de Valores y cuya finalidad era la incorporación al ordenamiento jurídico español de tres directivas europeas: la Directiva 2004/39/CE, la Directiva 2006/73/CE y la Directiva 2006/49/CE.

La Directiva 2004/39/CE y la Directiva 2006/73/CE componen, junto con el Reglamento (CE) 1287/2006, de directa aplicación desde su entrada en vigor el 1 de

noviembre de 2007, la denominada como normativa comunitaria MiFID, que diseñaba un marco jurídico único armonizado en toda la Unión Europea para los mercados de instrumentos financieros y la prestación de servicios de inversión, recogida en el Cuadro 2. Actualmente toda la regulación se encuentra ya contenida en el nuevo Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores, Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre -TRLMV, en adelante-.



FUENTE: Elaboración propia

Inicialmente, la LMV establecía las normas a que debían sujetarse las emisiones y ofertas públicas en el mercado primario, los principios de organización y funcionamiento de los mercados secundarios organizados en las que los valores se negociaban con posterioridad a su emisión. Sin embargo, tras la reforma operada en el año 2007, la LMV ha extendido su objeto tanto a la regulación de los sistemas españoles de negociación de instrumentos financieros como a la prestación de servicios de inversión.

Es en este segundo campo, la prestación de servicios de inversión, donde surgen las principales novedades en materia de contratación con consumidores y donde centraremos el análisis en lo que a información precontractual de obligado suministro se refiere.

Por ello, según Díaz Ruiz y Ruiz Bachs (2008) , uno de los ámbitos en los que la transposición de la normativa MiFID implica mayores modificaciones de nuestro régimen jurídico es en el de las normas de conducta contenidas en el Título VII del TRLMV. El Real Decreto Legislativo 4/2015<sup>1</sup> divide el Título de normas de conducta

<sup>1</sup> Las disposiciones de interés de dicho texto legal pueden ser consultadas en el **Anexo I** del presente trabajo.

en dos capítulos: el primero dedicado a las normas de conducta que deben seguir las entidades que prestan servicios de inversión y el segundo dedicado a las materias de abuso de mercado, tales como las disposiciones sobre información privilegiada o la manipulación de mercado.

Hasta la aplicación de la reforma operada en 2007, las entidades debían ofrecer un trato homogéneo y cumplir las mismas normas de conducta respecto de todos sus clientes, lo que implicaba brindar un mismo grado de protección a un consumidor de productos financieros con escasos conocimientos en la materia que a un inversor especializado o a un empresario habituado a la contratación de productos de esta clase. Sin embargo, a partir de la entrada en vigor de la Ley 47/2007 las entidades financieras se ven obligadas a clasificar al cliente en tres categorías: cliente minorista, cliente profesional y contraparte elegible, tal y como se contempla en los arts. 213 y 214 TRLMV, a los efectos de dispensarles distintos niveles de protección. Estas categorías no se conciben como comportamientos estancos. La norma prevé una serie de procedimientos para modificar la clasificación en la que, a priori, se encuentra cada uno encuadrado según el TRLMV. Los *clientes profesionales o contrapartes elegibles* pueden solicitar un mayor nivel de protección y los clientes minoristas renunciar a ella, siempre que lo soliciten, cumplan ciertos requisitos y la entidad compruebe satisfactoriamente su experiencia y conocimientos de acuerdo al procedimiento previsto al efecto.

En esta novedosa regulación, se considera *cliente minorista* como una categoría de carácter residual en la que hay que clasificar a aquéllos a los que no se les pueda considerar cliente profesional o contraparte elegible -o hayan solicitado no ser tratados como tales-. Al *cliente minorista* se le debe otorgar el mayor nivel de protección, estando obligada la entidad que le presta servicios de inversión a cumplir todas las normas de conducta, incluido el suministro de la información precontractual que analizaremos a continuación.

El *cliente profesional* es aquél al que se presume la experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente sus riesgos, siendo posible otorgarle un menor nivel de protección, en particular, respecto de la obligación de conocerlo o de facilitarle información. Por su parte, dentro de la categoría de *contraparte elegible* se incluirían aquellos clientes considerados con máximo conocimiento, experiencia y cualificación financiera,

quedando comprendidas una serie de entidades e intermediarios financieros especificados en el art. 207 TRLMV como son:

- a) las empresas de servicios de inversión,
- b) las entidades de crédito,
- c) las entidades aseguradoras y reaseguradoras,
- d) las instituciones de inversión colectiva y sus sociedades gestoras,
- e) las entidades de capital riesgo
- f) los fondos de pensiones y sus sociedades gestoras,
- g) otras entidades financieras

En la protección del consumidor entran en juego la regulación establecida en los arts. 212 y 213 TRLMV. En el primero de ellos bien se exige una norma genérica de conducta al señalar que las entidades que presten servicios de inversión deberán comportarse con diligencia y transparencia en interés de sus clientes, cuidando de tales intereses como si fueran propios, y, en particular, observando las normas establecidas en la Ley.

El siguiente precepto concreta en mayor medida las obligaciones de la entidad al establecer un deber de información, en todo momento, hacia sus clientes, así como que la información que les faciliten sea siempre imparcial, clara y no engañosa, y que, al menos, verse, en particular, sobre: (i) la entidad y los servicios que presta, (ii) los instrumentos financieros y las estrategias de inversión, (iii) los centros de ejecución de órdenes, y (iv) los gastos y costes asociados, toda esa información de modo que les permita comprender la naturaleza y los riesgos del servicio de inversión y del tipo específico de instrumento financiero que se ofrece pudiendo, por tanto, tomar decisiones financieras con conocimiento de causa. Para articular estos deberes que se imponen a las entidades financieras, se establece que el cliente debe ser informado por el banco antes de la perfección del contrato de los riesgos que comporta la operación especulativa, como consecuencia del deber general de actuar conforme a las exigencias de la buena fe que se contienen en el artículo 7 CC , y para el cumplimiento de ese deber de información no basta con que esta sea imparcial, clara y no engañosa, sino que debe hacerse referencia de forma explícita a los puntos comentados previamente.

A partir de estas obligaciones genéricas hacia las entidades financieras, se establecen ciertas medidas de protección del consumidor tomando como punto de partida el concepto de cliente minorista. En este sentido, resultan especialmente de interés los puntos regulados en el apartado primero de los artículos 213 y 214 TRLMV, que establecen la distinción entre servicios de asesoramiento financiero y aquellos que no puedan englobarse dentro de este concepto con la finalidad de delimitar por una parte, el tratamiento que debe ser dispensado al cliente, y por otra, los deberes de información precontractual existentes para con el mismo.

La jurisprudencia existente señala que «para articular adecuadamente ese deber legal que se impone a la entidad financiera con la necesidad que el cliente minorista tiene de ser informado (conocer el producto financiero que contrata y los concretos riesgos que lleva asociados) y salvar así el desequilibrio de información que podía viciar el consentimiento por error, la normativa MiFID impone a la entidad financiera otros deberes que guardan relación con ese conflicto de intereses que se da en la comercialización de un producto financiero complejo y, en su caso, en la prestación de asesoramiento financiero para su contratación, como son la realización del *test de conveniencia* -cuando la entidad financiera opera como simple ejecutante de la voluntad del cliente previamente formada, dirigido a evaluar si es capaz de comprender los riesgos que implica el producto o servicio de inversión que va a contratar-, y el *test de idoneidad*, cuando el servicio prestado es de asesoramiento financiero, dirigido además de a verificar la anterior evaluación, a efectuar un informe sobre la situación financiera y los objetivos de inversión del cliente para poder recomendarle ese producto». Sobre estos extremos, existe una reciente jurisprudencia del Tribunal Supremo motivada porque en los últimos tiempos ciertos productos financieros se han ofrecido en el mercado a los consumidores. Así a lo largo del 2014 se han dictado por el Tribunal Supremo - Sala Primera- varias Sentencias al respecto como la de 20 de enero, de 17 de febrero, de 7 de julio y de 8 de julio de 2014, que consolidan una línea jurisprudencial iniciada previamente en otras resoluciones como las STS de 21 de noviembre de 2012 y 29 de octubre de 2013.

En este sentido, para delimitar un concepto meridianamente claro de lo que constituye o no asesoramiento en materia financiera -lo que determinará la necesidad o no de hacer el test de idoneidad- no ha de estarse tanto a la naturaleza del instrumento financiero como a la forma en que este es ofrecido al cliente, valoración que debe realizarse con

los criterios establecidos en el artículo 52 de la Directiva 2006/73 que aclara la definición de servicio de asesoramiento financiero según la jurisprudencia fijada por la STJUE de 30 de mayo de 2013, caso Genil 48 , S.L. (C-604/2011), conforme a la cual tendrá la consideración de asesoramiento en materia de inversión la recomendación de suscribir un swap realizada por la entidad financiera al cliente inversor «que se presente como conveniente para el cliente o se base en una consideración de sus circunstancias personales y que no esté divulgada exclusivamente a través de canales de distribución o destinada al público».

Por último, resulta necesario hacer referencia a las dos Sentencias pronunciadas por la Sala 1<sup>a</sup> del Tribunal Supremo el 27 de enero de 2016 (Sentencias núm. 23/2016 y 24/2016), referentes al tramo minorista de acciones en la salida a Bolsa de Bankia. El Tribunal argumenta en ambos pronunciamientos que el nexo causal existente entre la grave inexactitud del folleto de la OPS y el error padecido por los demandantes, dado que se trata en todo caso, de pequeños inversores que, a diferencia de lo que puede ocurrir con inversores más cualificados, carecen de otros medios de obtener información sobre los datos económicos relevantes para tomar la decisión de comprar las acciones.

### **3. ESTUDIO DE LOS PRINCIPALES PRODUCTOS DE AHORRO E INVERSIÓN PARA CONSUMIDORES**

Tradicionalmente, el ahorro de las familias españolas se ha venido concentrando en depósitos bancarios y en la adquisición de la propia vivienda, dado que el principal exponente de clientes minoristas y consumidores vienen siendo las familias. Sin embargo, a partir de la década de los noventa, ha experimentado fuertes cambios incrementándose su componente financiero. De acuerdo con las cifras aportadas por Asociación de Usuarios de Banca, Cajas y Seguros de España (ADICAE), el ahorro de las familias se ha concentrado en un 75/80% en la adquisición de la propia vivienda, dedicando el resto a la inversión en activos financieros. En las etapas previas a la crisis (2007), el ahorro familiar destinado a activos inmobiliarios llegó a alcanzar un techo del 83%.

Analizando el ahorro por productos, las cuentas corrientes a la vista y el depósito son, sin duda, los productos más recomendados por las entidades bancarias. Sin embargo, en las últimas décadas destaca el crecimiento de las acciones cotizadas y no cotizadas en las carteras de las familias, así como los fondos de inversión. Por último, las pensiones y los seguros de vida han experimentado también un fuerte crecimiento. En las próximas páginas estudiaremos las principales características de cada uno de ellos.

#### **3.1. CUENTAS CORRIENTES Y DEPÓSITOS A LA VISTA**

##### **3.1.1. Cuentas corrientes**

Las cuentas corrientes se caracterizan principalmente porque los fondos en ellas presentan total liquidez. La cuenta corriente bancaria es un contrato de gestión en virtud del cual el Banco se compromete a realizar por cuenta de sus clientes cuantas operaciones son inherentes al servicio de caja, realizando las correspondientes anotaciones contables. Lo característico de los contratos de este tipo es el servicio de caja que ofrece la entidad, y que obliga a la misma a cumplir las órdenes o instrucciones del cliente.

El derecho financiero define al contrato de cuenta corriente bancaria como un contrato autónomo de gestión de los intereses del consumidor, siendo un contrato atípico, por lo

que la fuente principal de su regulación resultará ser el propio contrato, además de las normas generales, sectoriales, o de defensa del consumidor y adherente a condiciones generales de la contratación.

Para concluir esta exposición del concepto de cuenta corriente, es necesario señalar que las cuentas corrientes bancarias pueden tener varios titulares, que optarán por la forma dispositiva que más les convenga, mancomunada o conjunta, o indistinta o solidaria. Las cuentas mancomunadas exigen la necesaria concurrencia de todos, o algunos de sus titulares conjuntamente, para disponer de los fondos y realizar las operaciones derivadas del servicio de caja. Las cuentas solidarias, por el contrario, permiten disponer de la cuenta y realizar todas las operaciones inherentes al servicio de caja a uno de sus titulares, siempre y cuando no exista alguna limitación a la facultad dispositiva derivada del contrato.

La suscripción de un contrato de cuenta corriente lleva asociados unos riesgos prácticamente nulos, siendo considerado como el producto financiero de ahorro por excelencia. La alta liquidez de la misma y la inexistencia del riesgo de precio o la cobertura del riesgo de crédito a través de los distintos mecanismos de garantía y solvencia bancaria la convierten en el producto más seguro y menos arriesgado. Tan sólo el riesgo operativo derivado de la posible comisión de errores al transmitir instrucciones a la entidad bancaria podría afectar a la misma, para lo cual existen diversos mecanismos de prevención y subsanación de los errores.

### **3.1.2. Depósitos**

Los depósitos bancarios de dinero pueden definirse como aquellas operaciones en las cuales las entidades de crédito son receptoras de fondos de sus clientes (captación de fondos del público), cuya propiedad adquieren, comprometiéndose a restituirlas en la misma moneda y en la forma pactada, pagando al depositante un interés fijado por la ley o con él convenido. Se trata de un contrato de origen civil, regulado originariamente en los artículos 1758 y siguientes del Código Civil, que por su estandarización en el negocio bancario ha devenido parte del tráfico habitual entre entidades y consumidores, pasando a estar regulado adicionalmente por la normativa de protección de estos y por las disposiciones especiales en materia financiera. Para analizar las alterativas existentes en materia de depósitos es necesario distinguir entre depósitos a la vista o en cuenta

corriente, y depósitos a plazo. En el Cuadro 3 se expone de forma esquemática las distintas modalidades existentes de depósitos en el mercado.

Como consecuencia de la constitución de un depósito, los riesgos asumidos por el consumidor son, en general bajos. Sin embargo, teniendo en cuenta la alta variedad de depósitos existentes en el mercado actualmente pueden resumirse en los siguientes:

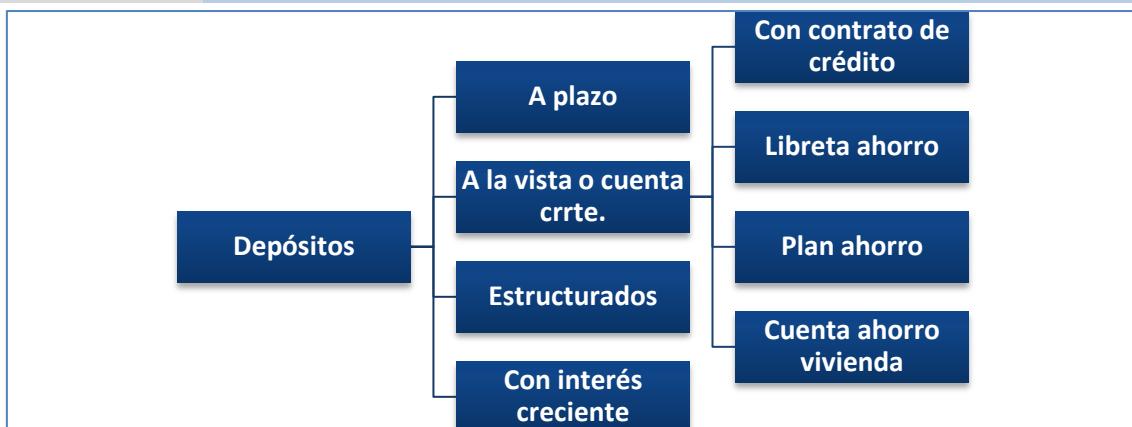
- *Riesgo de tipo de cambio*, que es aquel que se produce por la variación en los tipos de cambio de las divisas cuando la inversión ha sido realizada en una moneda diferente a la de la cuenta de origen. Puede aparecer si se opta por modalidades de depósito multidivisa o entre operaciones de ahorro efectuadas con depósitos en distintas monedas.
- *Riesgo operativo*, al igual que en el caso de cuentas corrientes, derivado de la posible comisión de errores al transmitir instrucciones a la entidad bancaria en la gestión del depósito, especialmente en aquellos asociados a cuenta corriente.
- *Riesgo de tipo de interés*, que es aquel que se produce como consecuencia de la evolución de los tipos de interés, y que puede resultar desfavorable según el sentido de dicha variación. Podría darse especialmente en depósitos a plazo y en aquellos con interés creciente y estructurados.

Con los depósitos a la vista o con cuenta corriente, el consumidor pretende recibir servicios de caja por dicho depósito. Si nos encontramos con un depósito en cuenta corriente, la consecuencia práctica para el consumidor será la de ver limitada su disponibilidad y los servicios de caja de la entidad de crédito depositaria hasta el importe de la suma depositada. Por tanto, si la orden excediese la disponibilidad de fondos existente a su favor, la entidad de crédito dispone de la opción de incumplir total o parcialmente las instrucciones del consumidor cuando, aunque las entidades puede efectuar los pagos ordenados, dando lugar a un descubierto en cuenta corriente que aparecerá como un crédito vencido y exigible inmediatamente por la entidad concedente. Por el contrario, si existe la opción de apertura de una cuenta de crédito asociada a dicho depósito, el saldo deudor no será todavía exigible por la entidad de crédito, por no haber llegado el momento del vencimiento del plazo fijado en el contrato. En efecto, el contrato de apertura de crédito, permite al consumidor disponer, hasta el límite del crédito concedido, y conforme a los pactos establecidos por las partes, de aquellas cantidades que requiera para su actividad en el momento que lo precise,

evitando así el pago de unos intereses por la totalidad de la cantidad que le hubiera sido entregada, así como, cuando se trate de la modalidad de apertura de crédito en cuenta corriente, la utilización por el consumidor de los servicios de caja, propios de la cuenta corriente bancaria.

Los depósitos a la vista pueden revestir diversas modalidades (cuenta ahorro vivienda, libreta de ahorro, Plan de Ahorro, Renta Monetaria, entre otros), siendo su principal característica el hecho de poder el consumidor solicitar la restitución de los fondos depositados en el momento que desee, sin tener que esperar al vencimiento de plazo alguno. Como se puede observar cumplen, por tanto, una función primordial de ahorro.

**CUADRO 3 MODALIDADES DE DEPÓSITO EXISTENTES EN EL MERCADO**



FUENTE: Elaboración propia

En lo referente a los depósitos a plazo, la finalidad principal es la inversión, dado que se caracterizan por gozar de una remuneración más elevada que los depósitos a la vista. A diferencia de los depósitos a la vista, en los depósitos a plazo, su titular ha de esperar al vencimiento para poder solicitar a la entidad de crédito la restitución total o parcial del dinero depositado. Tradicionalmente se les ha venido denominando imposiciones a plazo fijo.

No obstante, en la actualidad, la operativa bancaria nos ofrece productos que se encuentran a medio camino entre unos y otros. En el mercado financiero vienen ofertándose depósitos a la vista con elevada remuneración pero que no permiten el acceso a determinados servicios tradicionalmente integrados en el servicio de caja, como la domiciliación de recibos o el libramiento de cheques contra la cuenta. Del mismo modo, se comercializan depósitos a plazo, en los que se, si bien se fija un período de vencimiento determinado, no se penaliza al cliente por la disposición con

anterioridad al vencimiento, siempre y cuando haya cumplido con un período mínimo de duración del contrato.

En el vencimiento, resulta habitual que si el consumidor o la entidad no manifestaron una voluntad contraria a la renovación dentro del plazo estipulado, el depósito se renueva automáticamente, aplicándose a partir de este momento el tipo de interés aplicable a este tipo de operaciones de acuerdo con las oscilaciones sufridas por el mercado y la política comercial de la entidad.

También es necesario resaltar que de acuerdo con el artículo 18 de la Ley 33/2003 de Patrimonio del Estado, cuando el titular de las cuentas corrientes y depósitos no ha ejercitado el derecho de propiedad en un plazo de veinte años, se entienden legalmente abandonados, por lo que a partir de este momento, la gestión, administración y la calificación definitiva de los bienes corresponde a las Delegaciones Provinciales de Economía y Hacienda a través de la Dirección General del Patrimonio, tras lo que pasan a ser propiedad de la Administración General del Estado. En depósitos a plazo, dado el plazo temporal mayor que la inversión en los mismos requiere, el consumidor debe establecer una mayor precaución en este sentido.

Por último, es necesario realizar una breve mención a dos supuestos especiales de depósito, habituales en el mercado financiero:

- **Depósitos cuyo interés es creciente**, que generalmente incrementan la rentabilidad cada cierto periodo de tiempo, ya sean trimestres, semestres o anual. Aunque el ahorrador conozca el interés que va a obtener en el momento de la contratación del mismo, no debe llevarse a engaños puesto que está claro que la rentabilidad final será la más alta, pero para conocer la verdadera rentabilidad del producto deberá conocer cuál es la TAE media para todo el periodo que dure el producto.
- **Depósitos estructurados:** Se pueden clasificar principalmente en dos tipos de depósitos:
  - Depósitos cuya rentabilidad varía en función de un índice, un grupo de valores, etc. Estos depósitos se dividen a su vez en dos, la primera parte del capital (normalmente el 50%) suelen estar remunerados a un plazo fijo de duración determinada y la otra parte del depósito puede tener una rentabilidad mínima garantizada o simplemente se garantiza el capital

invertido y se le otorga una rentabilidad que va unida a la evolución de unos índices variables. Se contratan en un único documento como depósitos y tributan como tales

- Depósitos a plazo con las mismas características que los anteriores pero que su parte variable (que no es un depósito, sino un producto financiero de rentabilidad variable) se contrata aparte, en un segundo contrato vinculado al del depósito.

Las cuentas corrientes y depósitos representan el medio de ahorro clásico, con un riesgo casi nulo, pero con una rentabilidad también limitada.

### **3.1.3. Mecanismo de garantía en la protección de Depósitos: El FGD**

Con el fin de proteger al pequeño ahorrador, se creó en 2011 el denominado “Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito” mediante el Real Decreto-ley 16/2011, de 14 de octubre. Se trata de un fondo dotado de personalidad jurídica propia, con plena capacidad para el desarrollo de sus fines en régimen de derecho privado.

El Fondo tiene por objeto garantizar los depósitos en dinero y en valores u otros instrumentos financieros constituidos en las entidades de crédito, con el límite de 100.000 euros para los depósitos en dinero o, en el caso de depósitos nominados en otra divisa, su equivalente aplicando los tipos de cambio correspondientes, y de 100.000 euros para los inversores que hayan confiado a una entidad de crédito valores u otros instrumentos financieros, todo ello por titular y entidad de crédito. Estas dos garantías que ofrece el Fondo son distintas y compatibles entre sí.

Adicionalmente, en el ámbito de dichas funciones y teniendo en cuenta el beneficio del conjunto del sistema de entidades adheridas, el Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito podrá adoptar medidas tendentes a facilitar la implementación de la asistencia financiera europea para la recapitalización de las entidades de crédito españolas. Esta función ha jugado un papel fundamental en reestructuraciones de entidades financieras como han sido los conocidos casos de Bankia o Catalunya Caixa. Entre tales medidas, el Fondo puede comprometer su patrimonio para la prestación de garantías que pudieran exigirse en el ámbito de la referida asistencia financiera, y suscribir o adquirir acciones o instrumentos de deuda subordinada emitidos por la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (que

actualmente adopta el nombre de SAREB, aunque es conocida popularmente como el “banco malo”), así como acciones ordinarias no admitidas a cotización en un mercado regulado emitidas por cualquiera de las entidades a las que se refiere la disposición adicional novena de la Ley 9/2012<sup>3</sup>, de 14 de noviembre, en el marco de las acciones de gestión de instrumentos híbridos y deuda subordinada reguladas en su capítulo VII.

En conclusión, y con las garantías establecidas adicionalmente tras la reciente crisis financiera iniciada en 2008, se pretende cubrir el posible riesgo de insolvencia que pudiera asumir el inversor al suscribir un contrato de depósito. Aunque dicha cobertura es limitada y no cubriría a posibles inversores cuya cuantía excediese el límite antes referido, sí parece suficiente para cubrir holgadamente al pequeño consumidor que realiza una función principal de ahorro.

### **3.2. INVERSIONES EN RENTA FIJA**

Más allá de los depósitos y cuentas corrientes, los activos de renta fija constituyen la opción más usual para canalizar los excedentes disponibles de los consumidores, sin someter sus ahorros a inversiones financieras de alto riesgo. La renta fija está compuesta por un amplio conjunto de valores negociables emitidos por las empresas y las instituciones públicas, que representan préstamos que estas entidades reciben de los inversores. El inversor se convierte, por tanto en un acreedor de la sociedad emisora, contando con derechos económicos exclusivamente.

Por contraposición a la renta fija, la renta variable puede conferir también derechos políticos a los consumidores como es el caso de las inversiones en Bolsa por parte de particulares y minoristas. Este diferencial de régimen jurídico constituye su principal característica, dado que en la renta variable en caso de liquidación de la sociedad, el acreedor tendrá prioridad frente a los socios, y además el accionista cuenta con una serie de derechos cuyo ejercicio requiere un mayor compromiso que los del inversor en renta fija.

Tradicionalmente, en la renta fija los intereses del préstamo estaban establecidos de forma exacta desde la emisión al vencimiento, pero en la actualidad existen

---

<sup>3</sup> De acuerdo con dicha Disposición Adicional, estas serán aquellas entidades de crédito que a la entrada en vigor del Real Decreto-ley 24/2012, se encontrasen mayoritariamente participadas por el FROB o que, a juicio del Banco de España y tras la evaluación independiente de las necesidades de capital y calidad de los activos del sistema financiero español, vayan a requerir la apertura de un proceso de reestructuración o de resolución de los previstos en esta Ley.

posibilidades más sofisticadas, con intereses variables referenciados de determinados indicadores (tipos de interés, índices bursátiles, una concreta acción, entre otros).

El concepto de renta fija engloba valores muy variados, por lo que se puede establecer una primera clasificación de acuerdo al emisor de los valores: Deuda Pública, valores emitidos por el Estado, las Comunidades Autónomas y otros Organismos Públicos, vs. Renta Fija Privada, conjunto de valores de renta fija emitidos por empresas del sector privado. Los emisores privados tienen a su cargo la obligación de editar y registrar en la CNMV un folleto informativo cada vez que realizan una emisión de este tipo, si va dirigida al público en general. En el Cuadro 4 se exponen los principales activos financieros existentes en el mercado de renta fija.

Como consecuencia de la adquisición de un producto de renta fija, los principales riesgos asumidos por el consumidor pueden resumirse en los siguientes:

- *Riesgo de tipo de interés*, que es aquel que se produce como consecuencia de la evolución de los tipos de interés, y que puede resultar desfavorable según el sentido de dicha variación. Sus consecuencias pueden manifestarse principalmente a través de:
  - *Riesgo de precio*, que implica la posibilidad de que, cuando el inversor desee vender el activo, su precio de venta sea inferior al de compra. En el caso de la renta fija, está unido fundamentalmente a la evolución de los tipos de interés por la relación inversa existente entre precio y tipos de interés, y se manifiesta cuando el horizonte temporal de la inversión es inferior al plazo de vencimiento del valor. Si antes de la amortización se venden los valores en el mercado secundario, se obtendrá el precio que el mercado esté dispuesto a pagar en ese momento, valorando el activo en relación conforme a la evolución de los tipos de interés.
  - *Riesgo de reinversión*, que se produce cuando el activo adquirido tiene una vida inferior al horizonte de inversión que se desea mantener y a su vencimiento se debe adquirir otro hasta completar ese periodo. Tal situación origina un riesgo de reinversión, pues podría ocurrir que en esa fecha, la rentabilidad que ofrezcan los activos sea inferior a la que se obtuvo inicialmente a ese plazo. Para el presente caso sería una

consecuencia derivada de los anteriores riesgos de tipo de interés y de precio.

- *Riesgo de crédito*, basado en la posibilidad de impago del emisor. Cuando el emisor de los valores de renta fija es un Estado, el riesgo asumido por la adquisición de dichos títulos se denomina “riesgo país”. En general, se considera que las emisiones de Renta Fija realizadas por los Estados occidentales eran activos libres de riesgo, siempre que se mantuviesen hasta el vencimiento. Sin embargo, tras la reciente crisis financiera y como consecuencia de la reestructuración de la deuda de Estados como Grecia, la bajada de calificaciones que las agencias de rating han realizado para muchos de estos países, han modificado el sentimiento de riesgo, que ya se considera existente para cualquier Estado y producto. En el caso de inversiones en renta fija privada este riesgo asumido por el consumidor se incrementaría considerablemente.
- *Riesgo de liquidez*, consistente en la posible disminución en el precio obtenido al deshacer la inversión, en el caso de que fuese necesario hacerlo con rapidez y el mercado no pudiese absorber el volumen puesto a la venta ni alterar el precio sustancialmente. Esta situación ha afectado a productos como las preferentes.

## CUADRO 4

## PRINCIPALES ACTIVOS FINANCIEROS DE RENTA FIJA

**Renta Fija**

|   |  |
|---|--|
| <b>Deuda Pública</b>                        | <b>Letras del Tesoro</b>   |
| Estado, CCAA y otros organismos públicos.   | <p>Activos a corto plazo (máximo 18 meses) emitidos por el Estado a través de la Dirección General del Tesoro. Son siempre al descuento y se representan exclusivamente mediante anotaciones en cuenta, por lo que no se entrega al inversor un título físico.</p> <p>El Tesoro las emite a través de subastas competitivas, ofreciéndose en la actualidad tres tipos según su momento de vencimiento: a 6, 12 y 18 meses. El inversor podrá contratarlas en el mercado primario o secundario.</p>   |
|   | <b>Bonos</b>   |
|   | Activos a medio plazo, con rendimiento explícito, devengando interés fijo abonado mediante cupón anual. Existen bonos a 3 y 5 años.  |
|   | <b>Obligaciones</b>  |
|   | Activos a largo plazo, con rendimiento explícito, devengando interés fijo abonado mediante cupón anual. Existen bonos a 10, 15 y 30 años, e incluso recientemente ya existen de mayor extensión temporal.  |
| <b>Renta Fija Privada</b>                   | <b>Pagarés de empresa</b>  |
| Emisores privados, principalmente empresas. | <p>Son valores cupón cero (valores con vencimiento corto y medio plazo en los que los intereses se abonan al vencimiento junto con el principal) emitidos al descuento. Su rentabilidad es la diferencia entre el precio de compra y el valor nominal del pagaré que se recibe en el momento de la amortización.</p> <p>Son a corto plazo, con vencimientos entre 7 días y 25 meses, siendo los plazos más frecuentes a 1, 3, 6, 12 y 18 meses.</p> <p>La negociación de los pagarés en el mercado primario se efectúa a través de subastas competitivas o bien por negociación directa entre el inversor y la entidad financiera.</p> |
|   | <b>Bonos y obligaciones simples</b>  |
|   | Valores a medio y largo plazo que presentan características muy diversas –tipos de interés, periodicidad de cupones, precios de emisión y amortización, derechos...– dependiendo del emisor y la emisión.  |
|   | <b>Obligaciones subordinadas</b>   |
|   | Obligaciones que se sitúan detrás de todos los acreedores comunes en cuanto a la prelación de créditos.  |
|   | <b>Bonos y obligaciones indicados</b>  |
|   | Bonos y obligaciones cuya rentabilidad devengada va asociada a la evolución de un índice, de una cartera de activos...   |

## Renta Fija

|  |   |
|--|---|
| <p><b>Renta Fija Privada</b><br/>Emisores privados, principalmente empresas.</p> | <p><b>Obligaciones convertibles</b></p> <p>Obligaciones que pueden transformarse en otro activo financiero, bien una acción u otra clase de obligaciones, en una fecha determinada, si el propietario ejercita su opción de convertibilidad.</p> <p>Hasta la fecha de conversión, el tenedor recibe intereses mediante el cobro de los cupones periódicos.</p> <p>El número de acciones que se entregarán por cada bono u obligación, la forma de determinar los precios y las fechas de canje o conversión figuran en el folleto de emisión. Una vez llega la fecha del canje, el inversor puede ejercitar la opción de conversión, si el precio de las acciones ofrecidas en canje o inversión es inferior a su precio de mercado, o bien mantener las obligaciones hasta la fecha de la siguiente opción o hasta su vencimiento.</p> |
|  | <p><b>Cédulas hipotecarias</b></p> <p>Son valores de renta fija emitidos exclusivamente por entidades de crédito, respaldados por su cartera de préstamos hipotecarios. Por ley se establece un límite al volumen de cédulas hipotecarias emitidas y no vencidas, que es el 90 % de los capitales no amortizados de todos los créditos hipotecarios de la entidad aptos para servir de cobertura. Su duración suele ser a medio plazo.</p>  |
|  | <p><b>Titulizaciones hipotecarias y de otros activos</b></p> <p>Se trata de productos financieros de gran complejidad no recomendados para inversores minoristas o con escasa formación financiera.</p> <p>El procedimiento de titulización consiste en que la entidad cedente, que desea financiarse, vende los activos a un fondo de titulización, que carece de personalidad jurídica y está administrado por una sociedad gestora. A su vez, el fondo emite valores, respaldados por los activos que ha adquirido, que son los que se colocan entre los inversores.</p>   |
|  | <p><b>Participaciones preferentes</b></p> <p>No se trata de un producto de renta fija tradicional, contando algunas emisiones con escasa liquidez. Las características más destacadas de las participaciones preferentes son: la atribución a sus titulares de una remuneración predeterminada (fija o variable), no acumulativa, condicionada a la obtención de suficientes beneficios distribuibles por la sociedad garante; en cuanto a la prelación de créditos se sitúan detrás de los acreedores comunes y subordinados y antes de las acciones ordinarias; son perpetuas, aunque el emisor podrá acordar la amortización una vez transcurridos al menos cinco años desde su desembolso, previa autorización del garante y del Banco de España, en su caso.</p>   |

FUENTE: Elaboración propia a partir del Instituto Nacional de Consumo (INC, 2008) y Parejo et al. (2011)

### 3.2.1. Los folletos de emisión

Una vez analizados los principales instrumentos existentes en lo que a inversión en renta fija se refiere y los riesgos que los mismos llevan asociados, es necesario analizar el papel de los folletos de emisión en la contratación de productos financieros de renta fija. La CNMV -Comisión Nacional del Mercado de Valores- obliga a las sociedades emisoras a revelar a los potenciales contratantes aquella información relativa a la compañía emisora y a la propia emisión no sólo en el momento previo a la contratación -información precontractual que se ha analizado al comienzo del presente Trabajo-, sino a lo largo de la vida de la inversión, así como en el momento de liquidación o reembolso de la misma. El cliente o consumidor debe contar con la información mínima recogida en el denominado folleto de emisión, que recoge una completa información sobre la situación del emisor y los valores ofrecidos en la emisión, con objeto de que los potenciales inversores puedan hacer un juicio fundado sobre la inversión propuesta, evitando el riesgo que pudiera provocar una deficiente información.

Analizando ya los extremos que deben ser contenidos en dicho folleto de emisión, regulados mediante el Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, los mismos deben contener los siguientes puntos:

- Cuentas auditadas de la sociedad emisora
- La relación de sus actividades
- Las perspectivas de negocio
- Resultados, esto es, todos aquellos indicadores que puedan dar información al futuro contratante sobre la solvencia y situación financiera del emisor
- Referencia a los principales riesgos relativos a la oferta y al emisor, identificando también las compañías autorizadas en su caso para la colocación y aseguramiento
- Comisiones y rentabilidad de la emisión
- Régimen fiscal aplicable a la inversión.

Existe una versión simplificada de dicho folleto para ciertas emisiones. El folleto de emisión debe encontrarse obligatoriamente a disposición del público en todos los puntos de venta, sean sociedades emisoras o intermediarios financieros (incluidos, por tanto, los bancos y otras entidades de créditos que actúen como tales).

Por último, hay que señalar que en el tríptico informativo del producto de inversión existe un resumen de dicho folleto, que expone de forma sencilla los principales datos y riesgos relativos a la oferta y al emisor. Es obligatorio tenerlo igualmente en todos los puntos de venta a disposición del público inversor, siendo fundamental que el consumidor lo lea detenidamente antes de contratar el producto.

### **3.2.2. Especial atención a las participaciones preferentes y problemática surgida al respecto**

En la reciente crisis económica, han adquirido especial protagonismo las participaciones preferentes, por lo que se estimaba conveniente atendiendo a criterios de actualidad, llevar a cabo un breve análisis de las mismas y de la problemática a ellas asociadas en el presente trabajo. El principal problema asociado a las mismas reside en su comercialización por parte de las entidades de crédito como productos seguros de ahorro, ocultando a sus adquirentes la realidad existente tras las mismas, y es que se trata en todo caso de un producto de inversión, de alto riesgo principalmente por su escasa liquidez.

Las participaciones preferentes son valores emitidos por una sociedad que no confieren participación en su capital ni derecho de voto. Tienen carácter perpetuo y su rentabilidad no está garantizada. Se trata en todo caso, de un instrumento complejo y de riesgo elevado que puede generar rentabilidad, pero también pérdidas en el capital invertido. Con independencia de su carácter perpetuo, el emisor, tratándose de una entidad de crédito, podrá acordar la amortización una vez transcurridos al menos cinco años desde su desembolso, previa autorización del garante y del Banco de España, en su caso. En el **Anexo II** del presente trabajo puede consultarse un documento real de comercialización de participaciones preferentes.

Las participaciones preferentes no cotizan en Bolsa sino que son negociadas en un mercado organizado pudiendo contar incluso con un contrato de liquidez, teniendo en cuenta que la liquidez de las mismas es muy limitada. Al tratarse de instrumentos perpetuos, la liquidez de las mismas vendrá determinada por su colocación posterior por el inversor en dicho mercado secundario. Esto puede determinar, a su vez, que el inversor sufra considerables pérdidas si el inversor transmite las mismas a un precio inferior del que las adquirió.

En lo relativo a la rentabilidad que las mismas ofrecen, la remuneración de las participaciones preferentes suele ser fija en sus inicios y variable en momentos posteriores de la vida de la acción preferente. Uno de los elementos de riesgo de dichos valores radica en que dicha remuneración está condicionada a la obtención de beneficios distribuibles por parte del emisor o de su grupo, y no es acumulable, es decir, si no se percibe en un periodo, el inversor pierde el derecho a dicho rendimiento. Por tanto, existe un riesgo real que implique que si la entidad emisora incurre en pérdidas -como ha ocurrido en el supuesto de las Cajas de Ahorros rescatadas como Bankia, CCM o Catalunya Caixa- el inversor no solo no obtenga la esperada rentabilidad por sus participaciones preferentes sino que además no pueda colocar -hacer líquidas- en el mercado secundario, las participaciones de las que dispone en cartera.

Además, las participaciones preferentes presentan otro riesgo especialmente nocivo para el inversor minorista, y es que en caso de insolvencia del emisor, y a pesar de su denominación como “preferentes”, las participaciones preferentes se sitúan en el orden de recuperación de los créditos por detrás de todos los acreedores comunes y subordinados, por delante de las acciones ordinarias y de otras cuotas participativas y al mismo nivel que el resto de participaciones preferentes emitidas.

Por tanto, las participaciones preferentes se presentan como un producto de alto riesgo, por lo que puede retribuir grandes rendimientos en caso de resultados extraordinarios, pero considerables pérdidas en caso de dificultades financieras para la entidad emisora.

Las participaciones preferentes surgieron tras la entrada en vigor de la Ley 19/2003, que habilitaba una nueva forma de financiación para las empresas. A partir de esta norma es posible emitir participaciones preferentes y otros instrumentos financieros desde España, lo que amplía y mejora los mecanismos de financiación de las empresas españolas y potencia el mercado de capitales. Las especiales características de estos títulos, los hacen muy atractivos para las entidades emisoras porque mejoran los coeficientes de solvencia del grupo emisor sin producir ninguna dilución del capital, porque tienen un tratamiento fiscal favorable y porque se pueden emitir a un coste razonable.

Dados los problemas de liquidez surgidos a raíz de la emisión de estos instrumentos financieros durante los recientes años de crisis financiera, varias han sido las entidades financieras y empresas que han optado por recomprar dichas participaciones preferentes

a fin de evitar posibles sentencias adversas que declarasen la nulidad de dichos contratos suscritos, en muchos casos, por minoristas y consumidores inexpertos. En el Cuadro 5 se realiza un análisis comparado de varias mediáticas recompras de participaciones acaecidas en los últimos años:

CUADRO 5 **COMPARATIVA DE RECOMPRA DE PARTICIPACIONES PREFERENTES**

|                                  | <b>Repsol</b>  | <b>Santander</b>   | <b>Sabadell / CAM</b>  |
|----------------------------------|--|--|--|
| <b>Quita</b>                     | 2,5%   | -  | -  |
| <b>Forma de recompra</b>         | Entrega de efectivo por el 50% y de obligaciones por el 47,5% a 10 años (interés nominal anual al 3,5% pagadero trimestralmente) | Entrega de nuevas acciones emitidas por el 100% del saldo nominal vivo de las participaciones preferentes. | Entrega del 100% del valor nominal en efectivo en un pago inicial sujeto a la reinversión en acciones de Sabadell y un 24% adicional en efectivo, en concepto de pago condicionado al mantenimiento de las Acciones adquiridas durante cuatro años a razón de un 6% anual, pagadero trimestralmente. |
| <b>Volumen total de recompra</b> | 2.925 M€   | 1.965 M€   | 2.022 M€   |
| <b>Año de recompra</b>           | 2013   | 2011-2012  | 2012   |
| <b>Nominal</b>                   | 1000€  | 25€  | 600 - 1000€  |

FUENTE: Elaboración propia a partir de documentación original incluida en **Anexo III**

Como se puede comprobar en la tabla expuesta, la mayoría de entidades que en su día optaron por emitir participaciones preferentes, incluidas aquellas que han sufrido severos problemas económicos, han optado por recomprar dichas participaciones con pérdidas mínimas para el inversor, en la mayoría de los casos. La contrapartida que ha supuesto para los inversores es la asunción de la condición de accionistas o de bonistas en la mayoría de los casos, cuando realmente dichas participaciones preferentes fueron adquiridas por su parte como un instrumento muy líquido y de riesgo nulo, como consecuencia de una defectuosa información precontractual por parte de las entidades financieras afectadas.

### 3.3. INVERSIÓN VARIABLE EN ACCIONES

Otro de los clásicos instrumentos de inversión también para consumidores y minoristas, aunque con menor demanda que los instrumentos analizados previamente, es la adquisición de acciones, principalmente de acciones cotizadas en Bolsa, gracias a la intermediación de entidades financieras. También hay que destacar el papel que desarrollan en este tipo de transacciones dos intermediarios financieros:

- Los *Brókers*: Actúan por cuenta de terceros, no asumiendo riesgos y cobran una comisión por los servicios prestados. Capta y coloca los recursos sin transformarlos. Ofrecen precios continuamente tanto a la compra -*bid*- como a la venta -*ask*- . Su beneficio está en el diferencial -*spread*- como consecuencia del margen entre los precios ofrecidos y los precios de mercado a los que tiene acceso el intermediario.
- Los *Market Makers*: Representan un tipo concreto de *bróker* cuya principal característica reside en que suelen posicionarse como contrapartida de las operaciones del cliente. Es decir, cuando el cliente gana ellos pierden y viceversa. Esta situación es totalmente legal, pero puede generar, no obstante, bastante controversia dado el conflicto de interés existente. Por otra parte, debido a esta característica, en la práctica, este tipo de *brokers* nos puede ofrecer una mayor liquidez en comparación a los *brókers* tradicionales, así como suelen operar con *spreads* más bajos.

La adquisición de acciones de una sociedad por parte de un inversor implica igualmente la asunción de la condición de propietario de una parte proporcional del capital social de una sociedad anónima, representada por la propia acción. Menos habitual resulta la adquisición de participaciones de sociedades limitadas dado el régimen de transmisibilidad restringido que recoge el artículo 107 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital -TRLSC en adelante-.

Las acciones pueden estar representadas por títulos físicos o por anotaciones en cuenta, si bien las sociedades anónimas cotizadas sólo pueden representarlas de esta última forma, a través de registros informáticos, como señala el artículo 496 TRLSC.

El principal riesgo asumido por el inversor es el *riesgo de precio*, es decir, aquel derivado de que en el momento de la venta del activo, su precio en el mercado sea inferior al de compra. La cotización de una acción depende en cada momento de la

valoración que los participantes en el mercado realicen de la sociedad emisora. Tal valoración está en función de distintos factores. Los principales son las expectativas sobre el beneficio actual y futuro de la sociedad y su tasa de crecimiento, y la evolución prevista de los tipos de interés como inversión alternativa (en particular, la remuneración del activo que se considere libre de riesgo, generalmente deuda pública en sus distintos plazos). También influyen otros factores, como las expectativas sobre distintos indicadores macroeconómicos, la confianza de los inversores, etc.

Por otra parte, puede existir en momentos puntuales *riesgo de liquidez* si la oferta de un determinado tipo de acción o de una sociedad concreta supera con creces a la demanda de la misma, lo que implicaría una disminución del precio si la venta del exceso de oferta de acciones se realiza con rapidez.

### **3.3.1. Clasificación de las acciones en función de los derechos que comprenden**

En función de los derechos que conceden las acciones adquiridas al inversor es necesario analizar varias clases de acciones, que condicionarán tanto la rentabilidad obtenida a partir de las mismas, como la facilidad del inversor para hacer líquidos los títulos llegado el momento de su venta:

- **Acciones ordinarias**, que son las más habituales y que confieren como derechos económicos el de participar en la distribución de beneficios de la sociedad (derecho al dividendo), y, llegado el caso, en el producto de la liquidación de la sociedad. Incorporan el derecho político de asistencia y voto en las Juntas, así como el derecho de suscripción preferente.
- **Acciones privilegiadas**, que incluyen algún privilegio económico adicional con respecto a las acciones ordinarias, generalmente un mayor dividendo. Estas emisiones son escasas y no deben confundirse con las participaciones preferentes.
- **Acciones sin voto**, que conllevan los mismos derechos que las ordinarias, salvo el voto en las Juntas generales, concediéndose al titular como contraprestación, el derecho a un dividendo mínimo, adicional al distribuido para las acciones ordinarias.
- **Acciones rescatables**, de recién te implantación en nuestra legislación aunque exclusivamente para sociedades cotizadas -artículos 500 y 501 TRLSC-, pueden ser amortizadas o rescatadas por la sociedad emisora a solicitud de ésta, de los

accionistas, o de ambos. No tienen, por tanto, una duración indeterminada, puesto que en los acuerdos de emisión se fijan las condiciones para el ejercicio del rescate. Si la posibilidad de rescate se reserva exclusivamente al emisor, no podrá ejercitarse hasta que no transcurran 3 años desde la fecha de emisión.

Si se trata de sociedades anónimas cotizadas, la titularidad de la acción supone para el inversor evidentes ventajas con respecto a las acciones no cotizadas, dado que no ha de buscar, si desea liquidar su inversión, esto es, vender sus acciones, un comprador, puesto que el mercado le aporta instantáneamente la contrapartida de su venta. Por tanto se reduce el riesgo de liquidez que podría ir asociado a las mismas, pero asumiendo que sigue asumiendo el riesgo derivado de las posibles pérdidas que deba afrontar el inversor por una venta a un precio inferior al de adquisición.

### **3.3.2. Derechos ejercitables por los accionistas minoritarios**

Tomando en consideración el hecho de que los consumidores que adquieran acciones de sociedades cotizadas para invertir posibles excedentes de ahorro serán, en todo caso, accionistas minoritarios de grandes sociedades cotizadas, resulta conveniente realizar un breve estudio de los derechos que tras la reforma del TRLSC operada en 2014 como consecuencia de las recomendaciones indicadas en el Código de Buen Gobierno, serán de aplicación a estos accionistas minoritarios, y que se resumen en el Cuadro 6.

La reforma legal operada en 2014 representa un claro avance en los derechos de los accionistas minoritarios lo que permite reducir el riesgo asumido por los mismos en la adquisición de acciones. Especialmente, la reforma ha incrementado el régimen de responsabilidad al que se ven sometidos los administradores así como un incremento en la transparencia y el derecho a la información de los accionistas minoritarios, que en muchos casos serán pequeños ahorradores. Así, es posible disminuir el riesgo originado por una deficiente información disponible para el consumidor.

**CUADRO 6 DERECHOS EJERCITABLES POR LOS ACCIONISTAS MINORITARIOS**

| Derecho   | Contenido   | Capital mínimo                     | Regulación |
|---|---|------------------------------------|------------|
| <b>Solicitud de informe para aportaciones no dinerarias</b>           | Cuando los administradores no hayan solicitado informe de valoración de las aportaciones no dinerarias debiendo hacerlo     | 5%                                 | 69 TRLSC   |
| <b>Convocatoria de Junta General</b>                                  | Se podrá solicitar la convocatoria de Junta General   | 5%                                 | 168 TRLSC  |
| <b>Derecho de asistencia a Junta General</b>                          | Pueden asistir libremente. Se puede restringir para accionistas con menos del 0.1%  | -                                  | 179 TRLSC  |
| <b>Solicitud de información</b>                                       | Solicitud de cualquier tipo de información relativa a asuntos de la Junta General   | -                                  | 197 TRLSC  |
| <b>Concesión de información</b>                                       | Concesión de cualquier tipo de información relativa a asuntos de la Junta General   | 25% (EESS pueden reducir hasta 5%) | 197 TRLSC  |
| <b>Acta notarial de Junta General</b>                                 | Presencia de notario en la Junta General para levantar acta   | 1%                                 | 203 TRLSC  |
| <b>Impugnación de acuerdos sociales</b>                               | Potestad de impugnación de acuerdos sociales adoptados en Junta General   | 1%                                 | 206 TRLSC  |
| <b>Oposición a la renuncia de la acción social de responsabilidad</b> | Oposición a la renuncia al ejercicio de la acción social de la responsabilidad por la Junta General contra Administradores. | 5%                                 | 238 TRLSC  |
| <b>Ejercicio de la de la acción social de responsabilidad</b>         | Ejercicio de la acción social de responsabilidad contra administradores individualmente o con otros accionistas             | 5%                                 | 239 TRLSC  |
| <b>Impugnación de acuerdos de Consejo de Administración</b>           | Posibilidad de impugnar los acuerdos de Consejo de Administración en un plazo de 30 días                                    | 1%                                 | 251 TRLSC  |
| <b>Nombramiento voluntario de auditor</b>                             | Solicitud al Registro Mercantil de nombramiento de auditor para sociedades no obligadas a auditar                           | 5%                                 | 265 TRLSC  |
| <b>Intervención del Gobierno</b>                                      | Posibilidad de instar al Gobierno a la continuación de la actividad de la SA por su interés social                          | 20%                                | 373 TRLSC  |

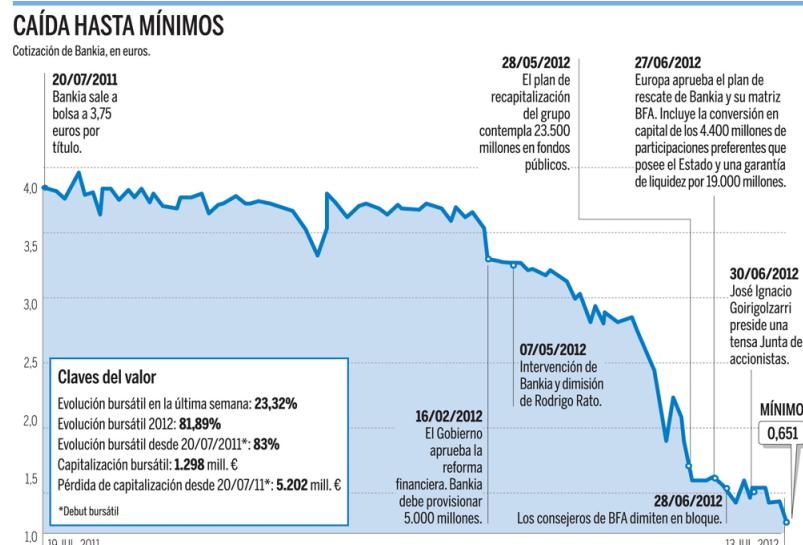
FUENTE: Elaboración propia a partir del TRLSC recogido en el **Anexo IV**

### 3.3.3. El riesgo asumido por las inversiones en acciones. Especial atención al tramo minorista del caso Bankia

La inversión en acciones, al tratarse de renta variable, supone asumir un riesgo superior a otro tipo de inversiones más seguras, y con menor rentabilidad. Habitualmente el inversor está informado de los riesgos existentes al realizar una inversión en Bolsa. Sin embargo, en los últimos años hemos asistido a la colocación de algunas emisiones de acciones por parte de entidades bancarias sin llevar a cabo los deberes de información adecuados omitiendo los riesgos que presentaban dichas emisiones. En el caso de la salida a Bolsa de Bankia, la entidad no informó convenientemente a sus clientes minoristas de los riesgos que implicaba la suscripción de las acciones de la entidad.

Tras la salida a Bolsa, los problemas financieros de la Entidad y la intervención de la misma provocó el desplome de su cotización desde los 3,75€ de su estreno en Bolsa en 2011, hasta una cifra de 0,651€ un año más tarde, perdiendo las acciones el 80% de su valor. El banco llevó a

cabo un *contrasplit* en 2013, por el que se aumentó el valor nominal de las nuevas acciones en la proporción de 100 acciones antiguas por una nueva. Como consecuencia de la deficiente información recibida por los



FUENTE: Expansión (15 de julio de 2012)

minoristas que adquirieron dichas acciones, la Sala 1<sup>a</sup> del Tribunal Supremo dictó sentencia el 27 de enero de 2016 (Sentencias núm. 23/2016 y 24/2016), en los que el Tribunal fallaba a favor de los clientes minoristas y argumentaba en ambos pronunciamientos que el nexo causal existente entre la grave inexactitud del folleto de la OPS y el error padecido por los demandantes, dado que se trataba en todo caso, de pequeños inversores que, a diferencia de lo que puede ocurrir con inversores más cualificados, carecían de otros medios de obtener información sobre los datos

económicos relevantes para tomar la decisión de comprar las acciones, obligaba a la entidad a indemnizarles por el desembolso que hubieran realizado en las mismas.

El procedimiento, vigente desde el 18 de febrero de 2016, ofrece una salida a los inversores minoristas y les permite recuperar el 100% de lo invertido más unos intereses compensatorios. A este proceso pueden acudir todas las personas del tramo minorista que invirtieron en la Oferta Pública de Suscripción de Acciones (OPS) que Bankia realizó en julio de 2011. Bankia se encuentra actualmente devolviendo a los accionistas minoristas el importe íntegro de su inversión inicial a cambio de la devolución de las acciones a la entidad. En el caso de que los minoristas hubieran vendido las acciones, les está siendo abonada la diferencia entre lo invertido y lo obtenido con la venta de los títulos. En ambos casos se abonarán unos intereses compensatorios del 1% anual por el tiempo transcurrido hasta la restitución de la inversión.

### 3.4. FONDOS Y PLANES DE PENSIONES

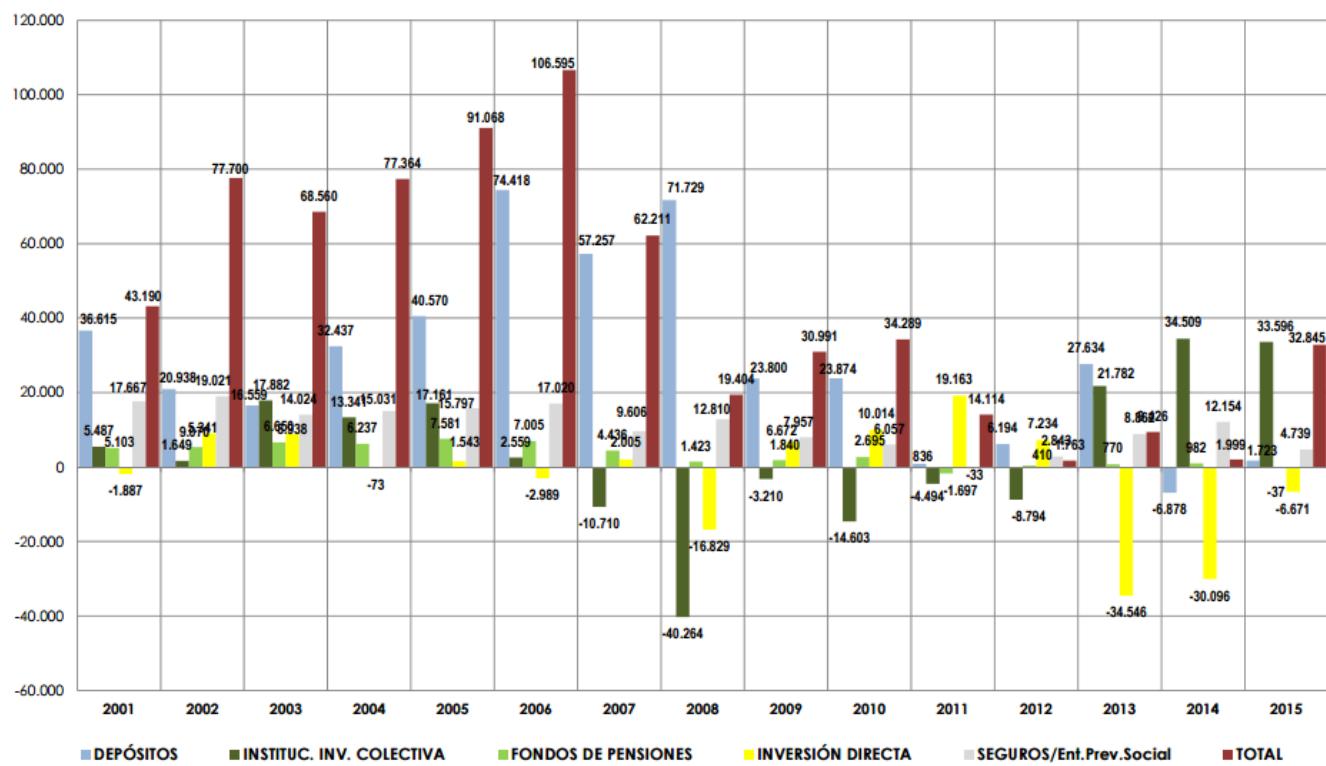
#### 3.4.1. Situación de los fondos y planes de pensiones en España. Breve análisis

Por último, es necesario analizar otro de los instrumentos que ha sido objeto de inversión por gran parte de pequeños ahorradores, y cuyo crecimiento se prevé continúe los próximos años ante las dificultades y reducción de las prestaciones del sistema público de pensiones.

Efectivamente, los fondos de pensiones han experimentado un fuerte crecimiento en España en los últimos 20 años. De acuerdo con Ferruz *et al.* (2008), es posible distinguir tres grupos de países en Europa en función de la estructuración de sus sistemas de pensiones:

- Reino Unido, Irlanda, Holanda y Suecia presentan un fuerte desarrollo de los fondos de pensiones.
- Francia y Bélgica, donde no ha existido desarrollo de los fondos de pensiones por la preponderancia del sistema público.
- España, Portugal, Italia y Alemania, donde los fondos de pensiones se encuentran en plena expansión.

**CUADRO 7 VOLUMEN Y DESTINO DEL AHORRO PRIVADO MINORISTA**



FUENTE: INVERCO

En España, tradicionalmente dos tercios del ahorro familiar<sup>6</sup> se canalizaba a través de depósitos y cuentas corrientes, proporción que ha ido disminuyendo en la última década en favor de otros instrumentos financieros, principalmente fondos y planes de pensiones. Además, aunque la proporción de ahorro familiar frente al consumo sobre el total de la renta disponible de las familias pasase de un 15% a comienzos de la década de los 90, a cerca de un 10% a comienzos de los 2000 como consecuencia del ciclo de expansión económica vivido, la reciente crisis económica ha devuelto a aquellas cifras el porcentaje de ahorro sobre la renta familiar disponible, ocupando ahora mayor protagonismo los fondos privados de pensiones, aunque su cuantía en valores absolutos haya disminuido. En el **Anexo V** pueden verse con mayor detalle las magnitudes aquí descritas.

En cuanto a los riesgos de estos instrumentos de ahorro, el principal riesgo al que puede verse sometido un fondo de pensiones es el *riesgo de crédito*, especialmente expuesto al mismo teniendo en cuenta el largo plazo planeado en el desarrollo de este tipo de productos financieros. Durante la vida del mismo, la aseguradora o entidad financiera puede verse sometida a problemas financieros que condicionen la contrapartida del fondo en un futuro.

Igualmente se ven sometidos al *riesgo de liquidez* por la dificultad de desinversión que presentan estos instrumentos por el propio diseño de los mismos, presentando en muchos casos altos costes de rescate.

### **3.4.2. Clasificación y características de los fondos y planes de pensiones**

En primer lugar, es necesario distinguir entre plan de pensiones y fondo de pensiones. Para ello, los artículos 1 y 2 del Real Decreto Legislativo 1/2002 de 29 de Diciembre por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones definen Plan de pensiones como «el derecho de las personas a cuyo favor se constituyen a percibir rentas o capitales por jubilación, supervivencia, viudedad, orfandad o invalidez, las obligaciones de contribución a los mismos y, en la medida permitida por la presente Ley, las reglas de constitución y funcionamiento del patrimonio que al cumplimiento de los derechos que reconoce ha de afectarse» mientras que definen Fondo de pensiones como «patrimonios creados al exclusivo objeto de dar

---

<sup>6</sup> Magnitudes obtenidas a partir de INVERCO, Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de pensiones.

cumplimiento a planes de pensiones». Por tanto, vemos que el plan de pensiones es el fin y el fondo de pensiones el medio.

En cuanto a su clasificación, el Art. 4 del Real Decreto Legislativo 1/2002 de 29 de Diciembre por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones establece las siguientes clasificaciones de **planes de pensiones**:

**1) En razón de los sujetos constituyentes:**

- a. **Sistema de empleo:** corresponde a los planes cuyo promotor sea cualquier entidad, corporación, sociedad o empresa y cuyos partícipes sean los empleados de los mismos.
- b. **Sistema asociado:** corresponde a planes cuyo promotor o promotores sean cualesquiera asociaciones o sindicatos, siendo los partícipes sus asociados, miembros o afiliados.
- c. **Sistema individual:** corresponde a planes cuyo promotor son una o varias entidades de carácter financiero y cuyos partícipes son cualesquiera personas físicas.

**2) En razón de las obligaciones estipuladas:**

- a. **Planes de prestación definida:** En los que se define como objeto la cuantía de las prestaciones a percibir por los beneficiarios.
- b. **Planes de aportación definida:** En los que el objeto definido es la cuantía de las contribuciones de los promotores y, en su caso, de los partícipes al plan.
- c. **Planes mixtos:** Cuyo objeto es, simultáneamente, la cuantía de la prestación y la cuantía de la contribución.

Por otra parte, de acuerdo con Ferruz *et al.* (2008), los **Fondos de Pensiones también son susceptibles de clasificación**. Es posible establecer las siguientes modalidades:

- a) **Fondos de reparto y fondos de capitalización:** En los fondos de reparto, los miembros en activo deben hacer frente a la totalidad de prestaciones que otorgue el fondo a sus beneficiarios en ese período de tiempo. Por el contrario, en los fondos de capitalización, sus miembros pagan periódicamente unas cuotas, que acumuladas dan lugar a un capital que, debidamente invertido, permite cubrir las prestaciones a realizar a los beneficiarios.

**b) Fondos internos y fondos externos:** Esta clasificación se establece en función de la estructura jurídica del fondo. En los fondos internos la empresa dota anualmente una reserva de modo que cuando el trabajador se jubile, exista una renta para hacer frente al pago de la pensión. Los fondos externos, por el contrario, son independientes de la empresa que establece el plan.

**c) Fondos asegurados y fondos no asegurados:** Los primeros se constituyen mediante contrato o póliza de seguro, de tal forma que en todo momento esté garantizado el pago de las prestaciones futuras. Los no asegurados son fondos que carecen de esta garantía.

**d) Fondos con coberturas totales y complementarias:** Los primeros garantizan al beneficiario unas prestaciones similares a las que percibían cuando estaban en activo. Los complementarios son un apoyo a las prestaciones públicas de las Seguridad Social.

**e) Fondos abiertos y fondos cerrados:** Los primeros canalizan las inversiones de otros fondos de pensiones, los segundos instrumentan las inversiones exclusivamente a través del plan de pensiones integrado en ellos.

**f) Fondos de empleo y fondos personales:** Los fondos de empleo se limitan a desarrollar planes de pensiones de empleo, mientras que los fondos personales se incardinan al desarrollo de planes de pensiones individuales o asociados.

Por último, el artículo 5 del Real Decreto Legislativo 1/2002 de 29 de Diciembre por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones establece **los principios básicos** que debe cumplir un plan de pensiones los siguientes:

**1. No discriminación:** debe garantizarse el acceso como partícipe de un plan a cualquier persona física que reúna las condiciones de vinculación o de capacidad de contratación con el promotor que caracterizan cada tipo de contrato. La ley establece una serie de presunciones que permite calificar de forma automática al plan de pensiones como «no discriminatorio».

**2. Capitalización:** los planes de pensiones se instrumentarán mediante sistemas financieros y actuariales de capitalización. En este sentido, PELÁEZ FERMOSO *et al* (2004) definen sistema de capitalización como aquel procedimiento por medio del cual se pretende constituir un determinado capital durante un cierto período de tiempo,

teniendo en cuenta las aportaciones realizadas y los rendimientos obtenidos de las mismas, estableciendo una clasificación entre sistemas de capitalización financiera o de capitalización actuarial en función de si el pago y el rendimiento es siempre cierto o depende de que se cumplan otras circunstancias no financieras previamente pactadas, aunque puede darse una combinación de ambos.

**3. Irrevocabilidad de aportaciones:** las aportaciones del promotor de los planes de pensiones tendrán el carácter de irrevocables.

**4. Atribución de derechos:** las aportaciones de los partícipes a los planes de pensiones determinan para los citados partícipes el derecho a percibir prestación en caso de jubilación, incapacidad laboral, muerte del partícipe o beneficiario, dependencia severa o gran dependencia del partícipe.

**5. Integración obligatoria:** Las contribuciones económicas a que los promotores y partícipes estuvieran obligados y cualesquiera otros bienes adscritos a un plan se integran forzosamente en un fondo de pensiones.

### **3.4.3. La medición de la eficiencia en los planes de pensiones**

Dado que los planes de pensiones puede representar un importante instrumento de ahorro para los consumidores, es necesario llevar a cabo un análisis de la gestión de estos productos. Para medir la eficiencia es necesario tomar en consideración algunos elementos de la *Teoría de Carteras*. En este sentido, una inversión financiera queda constituida por tres elementos característicos; a saber, la rentabilidad, *performance*, o rendimiento de la inversión financiera, el riesgo asumido por dicha inversión que puede medirse a través de la variabilidad de la rentabilidad. Por último, hay que atender a la liquidez de la inversión, como la posibilidad de conversión del activo financiero en efectivo en un plazo reducido de tiempo.

De acuerdo con Ferruz *et al* (2000), una forma de evaluar la gestión es medir la eficiencia en la gestión de los fondos de pensiones. A partir de las teorías de Markowitz (1952), se han desarrollado varias medidas como las expuestas a continuación.

### 3.4.3.1. Índice de premio-variabilidad de Sharpe (1966):

Donde:

$S_p$  es el valor del índice Sharpe para la cartera p.

$E_p$  es la rentabilidad media de la cartera p en el periodo de tiempo analizado.

$R_f$  es el rendimiento medio del activo tomado libre de riesgo.

$\sigma_p$  es la desviación típica de la rentabilidad de la cartera p en el periodo analizado.

Este índice expresa el exceso de rentabilidad que la cartera ofrece sobre el rendimiento de un activo libre de riesgo, relacionando la prima de rentabilidad por cada unidad de riesgo total que soporta la cartera medida a través de su desviación típica. Por tanto, contra mayor valor alcance esta medida para una cartera p, mejor gestionada estará la misma. Si se analizan las derivadas parciales de dicha medida sobre los dos componentes relevantes (rentabilidad y riesgo) con el fin de comprobar su signo, puede observarse cómo se cumple con los requisitos esenciales de una medida de eficiencia.

$$\frac{\partial S_p}{\partial E_p} = \frac{1}{\sigma_p} > 0$$

La derivada parcial muestra como la rentabilidad media de la cartera y el índice de Sharpe presentan una relación directa. Dado que la desviación típica siempre es positiva, el signo siempre se cumplirá.

$$\frac{\partial S_p}{\partial \sigma_p} = -\frac{E_p - R_f}{\sigma_p^2} < 0$$

La derivada parcial muestra como ante la asunción de mayor riesgo por activo para un mismo rendimiento dado, el índice Sharpe es menor manteniendo ambos conceptos una relación inversa. En este caso, el cumplimiento del signo negativo vendrá dado con la obligación de que el numerador sea positivo, hecho que parece previsible que sea así dado que la rentabilidad esperada de un activo con riesgo es superior a la de uno libre de riesgo, aunque en ocasiones puedan existir excepciones a esta premisa.

### 3.4.3.2. Medida de la rentabilidad diferencial de Jensen (1968):

$$J_p = (E_p - R_f) - (E_M - R_f)\beta_p$$

Donde:

$J_p$  es el valor del índice Jensen para la cartera p

$E_p$  es la rentabilidad media de la cartera p en el periodo de tiempo analizado.

$R_f$  es el rendimiento medio del activo tomado libre de riesgo.

$E_M$  es la rentabilidad media del índice de mercado de capitales

$\beta_p$  es la desviación típica de la rentabilidad de la cartera p en el periodo analizado

El índice de Jensen resta, del exceso de rentabilidad de la cartera sobre los activos libres de riesgo, la parte que se atribuye a la evolución del propio mercado de capitales, de manera que la rentabilidad dependerá de la correlación de la cartera con el propio mercado y que nos muestra el coeficiente beta.

### 3.4.3.3. Análisis empírico del riesgo asumido en la adquisición de planes de pensiones a través de los indicadores de Sharpe y Jensen

Por último, y a fin de observar una aplicación práctica de los conceptos expuestos, se va a realizar una comparativa entre una muestra de varios planes de pensiones ofertados en el mercado sobre los cuales se van a analizar dichos aspectos. La composición de los mismos es muy variada tomando tanto planes de renta fija como variable a fin de lograr un mayor contraste en los resultados. Estos son los resultados empíricos arrojados por el mercado durante el ejercicio 2015<sup>7</sup>:

Rentabilidad media del mercado ( $E_M$ ): -2,24%

Rentabilidad de las letras del tesoro a 12 meses ( $R_f$ ): -0,187%

| Plan de pensiones                    | Código <sup>8</sup> | Entidad oferente | Rentabilidad a un año | Volatilidad |
|--------------------------------------|---------------------|------------------|-----------------------|-------------|
| Plan Standard & Poors 500            | DGS N2247           | ING Direct       | 28,91%                | 8,77%       |
| Plan Naranja 2050                    | DGS N4691           | ING Direct       | 17,90%                | 6,44%       |
| Ibercaja Renta Pensión Internacional | DGS N1789           | Ibercaja         | 10,63%                | 5,59%       |

<sup>7</sup> Todos los datos empíricos han sido obtenidos a partir de la información contenida en el portal iahorro.com.

<sup>8</sup> Referencia con la que el plan de pensiones se encuentra registrado en la Dirección General de Seguros.

|                                     |           |           |         |        |
|-------------------------------------|-----------|-----------|---------|--------|
| <b>Europopular USA</b>              | DGS N4678 | Popular   | 9,19%   | 20,43% |
| <b>Liberty Equilibra.lig</b>        | DGS N2037 | Liberty   | 4,91%   | 6,37%  |
| <b>Plan Rendimiento Fijo 15</b>     | DGS N4779 | Sabadell  | 0,20%   | 6,55%  |
| <b>Caser 5 Ibex</b>                 | DGS N3425 | Caser     | -0,51%  | 0,47%  |
| <b>Santander 100 por 100 2</b>      | DGS N4508 | Santander | -1,15%  | 2,80%  |
| <b>Ibercaja Pensión Dividendo</b>   | DGS N3933 | Ibercaja  | -7,97%  | 12,37% |
| <b>Santander Renta vble. Global</b> | DGS N1349 | Santander | -8,49%  | 12,82% |
| <b>Plancaixa Ambición Global</b>    | DGS N0803 | Caixabank | -8,78%  | 8,23%  |
| <b>BK Variable internacional</b>    | DGS N2257 | Bankinter | -22,58% | 14,07% |

FUENTE: Elaboración propia a partir de iahorro.com

La rentabilidad media ( $E_M$ ) del índice de mercado de fondos de pensiones actuales se sitúa actualmente, según iAhorro, en valores negativos (-2,24%) por el bajo rendimiento de los valores de deuda pública y la pésima evolución de los índices bursátiles mundiales. A pesar de ello, se ha buscado tomar una muestra equilibrada a fin de poder analizar la rentabilidad tanto en fondos positivos como negativos.

Analizando la muestra tomada, y aplicando sobre la misma las medidas de Sharpe y de Jensen se obtienen los siguientes resultados:

| Plan de pensiones                           | Sharpe ( $S_p$ ) | Jensen ( $J_p$ ) |
|---|------------------|------------------|
| <b>Plan Standard &amp; Poors 500</b>        | 3,317787913      | 0,292770481      |
| <b>Plan Naranja 2050</b>                    | 2,808540373      | 0,182192132      |
| <b>Ibercaja Renta Pensión Internacional</b> | 1,935062612      | 0,109317627      |
| <b>Europopular USA</b>                      | 0,458981889      | 0,097964279      |
| <b>Liberty Equilibra.lig</b>                | 0,800156986      | 0,052277761      |
| <b>Plan Rendimiento Fijo 15</b>             | 0,059083969      | 0,005214715      |
| <b>Caser 5 Ibex</b>                         | -0,687234043     | -0,003133509     |
| <b>Santander 100 por 100 2</b>              | -0,343928571     | -0,00905516      |
| <b>Ibercaja Pensión Dividendo</b>           | -0,629183508     | -0,075290439     |
| <b>Santander Renta vble. Global</b>         | -0,647659906     | -0,080398054     |
| <b>Plancaixa Ambición Global</b>            | -1,044106926     | -0,084240381     |
| <b>BK Variable internacional</b>            | -1,591542289     | -0,221041429     |

Las fórmulas aplicadas han sido las siguientes:

$$S_p = \frac{E_p - R_f}{\sigma_p} \quad J_p = (E_p - R_f) - (E_M - R_f)\beta_p$$

A partir de los resultados obtenidos es posible extraer varias **conclusiones**:

- El índice de Sharpe arroja en todo caso resultados más elevados, tanto positivos como negativos, ya que muestra el exceso de rentabilidad de la cartera con respecto a un título de deuda pública española libre de riesgo por el mismo periodo temporal de duración, frente al diferencial de Jensen donde de dicho exceso de rentabilidad se detrae la parte correspondiente a la evolución del propio mercado, quedando únicamente identificada la rentabilidad por unidad de riesgo atribuible al propio fondo de pensiones.
- Se observan valores muy extremos, principalmente consecuencia de la distinta composición de los fondos de pensiones en el mercado. Así, obtienen un rendimiento positivo aquellos principalmente dedicados a la inversión en dólares, indexados a índices norteamericanos, o cuyo subyacentes son valores de empresas de los Estados Unidos, como consecuencia de la buena marcha de la economía norteamericana, más en comparación con Europa. Por el contrario, obtienen peores resultados aquellos basados en renta variable, dividendos... de empresas españolas y europeas, o aquellos indexados a índices europeos que han sufrido fuertes castigos en lo que va de año, por la incertidumbre financiera internacional y las consecuencias que sobre las Bolsas europeas ha dejado el *Brexit*. Por último, los fondos basados en valores de renta fija, principalmente aquellos que se basan en tipos de interés o en títulos de deuda pública, obtienen rentabilidades discretas, cercanas a cero.

La composición y el tipo de activos del fondo de pensiones (renta variable, variable mixta, fija, planes garantizados) resultan determinantes para conocer la rentabilidad o *performance* que puede esperarse del mismo. Igualmente, la volatilidad del fondo determina el riesgo asumido por el ahorrador, lo que se verá reflejado en los índices de Sharpe y Jensen.

### 3.4.3.5. Otras medidas de análisis del riesgo: la persistencia en fondos de pensiones.

#### Breve análisis

Por otra parte, puede resultar recomendable si la eficiencia es **persistente**, es decir, si existe eficiencia a lo largo de varios periodos y no en uno solo, demostrando la existencia de habilidad en la gestión por parte de los gestores. Existen teorías muy diversas a este respecto, como pueden ser técnicas paramétricas (basadas en el análisis de regresiones) y no paramétricas (basadas en la realización de rankings de performance y tablas de contingencia). Las voces autorizadas en la materia tienden a recurrir con mayor frecuencia a esta segunda clase de medidas, y para ello pueden emplearse:

- **El ratio de disparidad aplicado por Brown y Goetzmann (1995):**

$$RD = \frac{GG \times PP}{GP \times PG}$$

Según esta expresión, un plan de pensiones permite clasificar los fondos en «ganadores» y «perdedores», de manera que un plan de pensiones será «ganador-ganador» si en los dos períodos de tiempo consecutivos su *performance* ha sido superior a la mediana, y será «perdedor-perdedor» si en ambos períodos su *performance* ha sido inferior a la mediana del mercado de fondos de pensiones. A partir de ahí surgen las dos categorías intermedias empleadas en el denominador de la expresión.

Así, un RD=1 implicaría que cada categoría tiene un cuarto del número total de planes analizados, por lo que existiría poca persistencia en el mercado. Por el contrario, un ratio de disparidad muy elevado indicaría que el número de planes que repiten categoría es muy superior al del número de planes que cambian de categoría, y que existe mucha persistencia en el mercado. A partir de este ratio de disparidad puede calcularse un estadístico Z, que sigue una distribución normal (0,1) cuya expresión es:

$$Z = \frac{\ln(RD)}{\sigma_{\ln(RD)}} \quad \text{donde} \quad \sigma_{\ln(RD)} = \sqrt{\frac{1}{GG} + \frac{1}{GP} + \frac{1}{PG} + \frac{1}{PP}}$$

- **El Z-test aplicado por Malkiel (1995):**

Esta expresión recoge el ratio de planes de pensiones que muestra la relación de persistencia en una categoría con respecto a aquellos que no la muestran. La

metodología empleada para analizar el fenómeno de la persistencia se basa en el empleo de tablas de contingencia, lo que supone el uso de un tipo de metodología no paramétrica. Dichas tablas se obtienen comparando los rankings de rentabilidad de dos períodos consecutivos, usando el criterio de la mediana, para distinguir dos subconjuntos de fondos subconjuntos de fondos en ambos períodos: «ganadores» y «perdedores».

Donde:

Y es el número de fondos ganadores en los dos períodos

$$Z = \frac{(Y - np)}{\sqrt{np(1-p)}}$$

consecutivos

n es el número de fondos ganadores del primer período

p es la probabilidad de que un fondo ganador repita como tal en  
el siguiente período (0.5)

En relación con el Z-test de Malkiel se establecen otras variaciones basadas en las normalizaciones y el empleo de tablas de contingencia de mayor complejidad que por motivos de extensión no van a ser analizados en el presente trabajo, como puede *la  $\chi^2$  aplicada por Kahn y Rudd (1995)* que requiere de un profundo y detallado análisis del panorama de fondos de pensiones para su posterior ordenamiento y clasificación con el fin de conocer su persistencia.

## 4. ANÁLISIS CUALITATIVO COMPARADO DEL RIESGO ENTRE PRODUCTOS DE AHORRO Y CONSECUENCIAS DE LOS NUEVOS DEBERES DE INFORMACIÓN

Tras los problemas surgidos durante la crisis financiera en la contratación con consumidores y como consecuencia de una deficiente información en muchos casos en la contratación de dichos productos, se han establecido medidas adicionales a los deberes de información precontractuales estudiados previamente mediante el establecimiento de unos códigos gráficos que adviertan del nivel de riesgo asumido por el consumidor que contrata productos de ahorro e inversión. Mediante la Orden ECC/2316/2015, de 4 de noviembre, relativa a las obligaciones de información y clasificación de productos financieros dictada por el Ministerio de Economía y Competitividad se decidió reforzar dichas informaciones a través de dicho «semáforo de riesgo», que puede observarse en el Cuadro 8.

Mediante un código de seis colores, desde el 4 de febrero de este año, los productos financieros recogidos en el artículo 2 de dicha orden -y que vienen a ser casi todos los comercializados por entidades de crédito a consumidores y ahorradores-, siempre que estén dentro del ámbito de aplicación subjetivo de la norma -como recoge su artículo 3-, deben ser calificados conforme a dicho código. Este gráfico identifica el riesgo asumido al adquirir el producto en función de las características y el tipo de producto, que viene determinado por las calificaciones del producto financiero emitidas por las Agencias de Calificación Externas registradas o certificadas

de conformidad con el Reglamento (CE) n.º 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009.

Junto a este semáforo de riesgo, se incluye un nuevo código visual que hace especial referencia al riesgo de liquidez y al

**CUADRO 8 «SEMÁFORO DE RIESGO»**



FUENTE: Expansión (4 de febrero de 2016)

riesgo de precio que al que se expone el consumidor, y que es el recogido en el Cuadro 9. De este modo, se consigue culminar el principal objetivo pretendido por las nuevas normas de información, que es poner a disposición información suficiente y fácilmente comprensible para el consumidor no

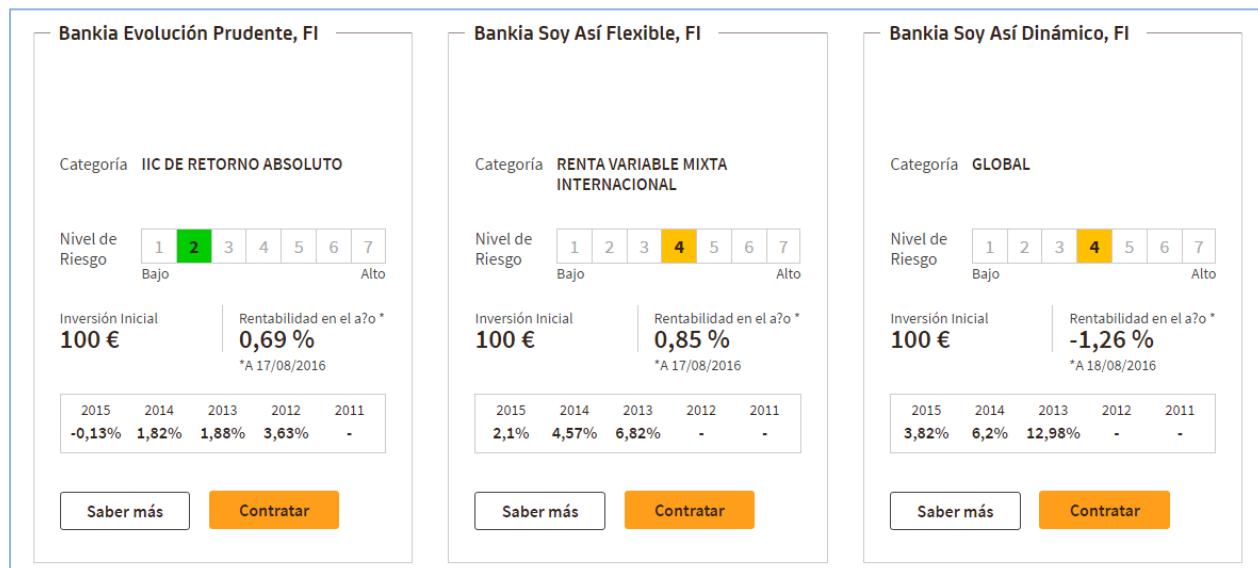
experto que le permita ser consciente del riesgo asumido en la contratación del producto financiero.

#### CUADRO 9 CÓDIGO VISUAL PARA RIESGOS DE LIQUIDEZ Y PRECIO

- “**●** El compromiso de devolución del capital (o, en su caso, del xx% del capital) solo es a vencimiento y la venta anticipada puede provocar pérdidas”.
- “**●** El capital garantizado sólo es a vencimiento y la movilización o el ejercicio del derecho de rescate implica una penalización que puede provocar pérdidas”.
- “**● ●** La venta o cancelación anticipada no es posible o puede implicar pérdidas relevantes”.
- “**● ●** El reembolso, rescate o la devolución anticipada de una parte o de todo el principal invertido están sujetos a comisiones o penalizaciones”.
- “**● ●** El reembolso, rescate o la devolución anticipada de una parte o de todo el principal están sujetos a un plazo de preaviso mínimo relevante.”
- “**● ●** El cobro de la prestación o el ejercicio del derecho de rescate sólo es posible en caso de acaecimiento de alguna de las contingencias o supuestos excepcionales de liquidez regulados en la normativa de planes y fondos de pensiones”.
- “**● ●** El valor del derecho de rescate o movilización depende del valor de mercado de los activos asignados y puede provocar pérdidas relevantes.”
- “**● ●** El valor de los derechos de movilización, de las prestaciones y de los supuestos excepcionales de liquidez depende del valor de mercado de los activos del fondo de pensiones y puede provocar pérdidas relevantes”.

FUENTE: BOE de 5 de noviembre de 2015

A continuación se exponen varios supuestos empíricos de la nueva aplicación de este código de medición del riesgo de las entidades Bankia, Ibercaja y Banco Popular:



FUENTE: Bankia

**IBERCAJA EMERGENTES, FI****RENTA VARIABLE- GEOGRÁFICOS****CARACTERÍSTICAS****EVOLUCIÓN****DOCUMENTACIÓN****CONTRATAR**
**RIESGO ALTO**
**HORIZONTE +3 AÑOS**
**Popular**

EMPRESAS AUTÓNOMOS PERSONAS POPULAR ÓPTIMA POPULAR BANCA PRIVADA

Banca del día a día | Para mi futuro | Obtener financiación | Para mi tranquilidad

Compartir

**“** Para participar de los crecimientos de los países emergentes de la forma más especializada, porque este fondo selecciona otros fondos que invierten en estos países.

**FICHA MENSUAL****DEFINICIÓN**

Fondo de fondos de renta variable internacional que invierte principalmente en participaciones de otros fondos de inversión, los cuales centran sus inversiones en acciones emitidas por compañías de países en vías de desarrollo con elevados potenciales de crecimiento: Latinoamérica, Sudeste Asiático, Este de Europa y África.

**OBJETIVOS**

Obtener la máxima rentabilidad de las inversiones de renta variable invirtiendo en aquellos países emergentes que presenten un importante potencial de crecimiento y ponderando los que presentan mejores perspectivas.

## Seguros de ahorro

**Ahorro Bonificado Creciente PIAS****1/6**

Este número es indicativo del riesgo del producto, siendo 1/6 indicativo de menor riesgo y 6/6 de mayor riesgo.



Alerta de liquidez. El reembolso, rescate o la devolución anticipada de una parte o de todo el principal invertido están sujetos a comisiones o penalizaciones.

Porque, paso a paso, tus ahorros también llegan lejos...

En los casos empíricos presentados, es posible observar

FUENTE: Ibercaja y Banco Popular

cómo estos novedosos indicadores del riesgo «han revolucionado» la forma de presentación de los productos financieros destinados a clientes minoristas, estableciendo un código intuitivo y sencillo que permite a sus adquirentes comprender el riesgo asumido, calificado de forma objetiva para todo el sistema financiero.

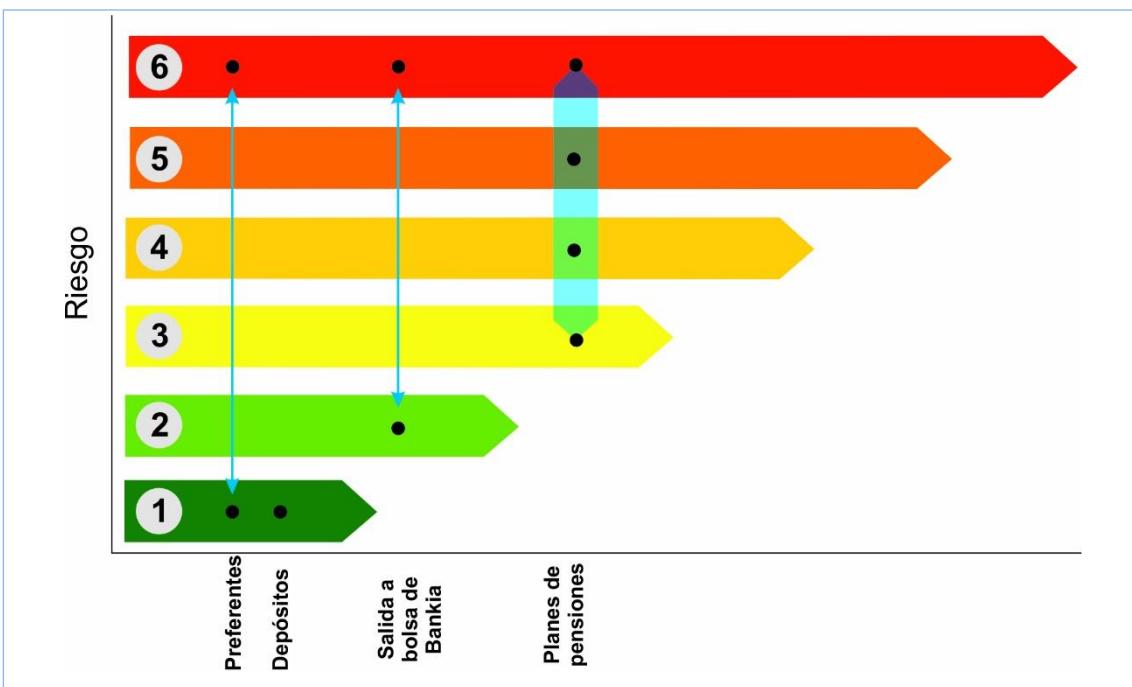
Como consecuencia de todos los nuevos deberes informativos, tanto en la fase precontractual de tratos preliminares en la contratación, como en la información publicitaria de los productos financieros, es posible estudiar cualitativamente la variación en la información del riesgo asumido en la contratación de los productos financieros que se ha producido como consecuencia de la introducción de nuevas normas financieras de protección e información de los consumidores.

Analizando los casos concretos estudiados a lo largo del presente Trabajo, es posible analizar la situación a través del Cuadro 10 que arroja las siguientes conclusiones:

- Las participaciones preferentes fueron comercializadas hasta antes de la crisis como un producto financiero de máxima liquidez con una seguridad similar a los depósitos de ahorro comercializados por las entidades financieras. Esto se correspondería con un nivel 1 de riesgo, mientras que de acuerdo con los nuevos criterios definidos por la Orden ECC/2316/2015 quedan calificados como un producto de máximo riesgo, es decir, de nivel 6. Por lo tanto, es posible concluir cómo la intervención de estos mecanismos informativos de protección han permitido incorporar el riesgo real de estos productos en la publicidad comercial y en la contratación de aquellos productos de máximo riesgo, como es el caso. Tras la nueva regulación, únicamente será posible calificar estos instrumentos bajo nivel de riesgo 6, pero no como instrumentos seguros de nivel 1 ni inferiores a 6, tal y como se publicitaban previamente a la nueva normativa.

- Algo parecido ocurrió en la OPV de Bankia, donde el tramo minorista fue comercializado como un «destino ahorrador» de muchos excedentes de consumidores inexpertos. A pesar de la seguridad aparente bajo la cual fueron comercializados, de acuerdo a los nuevos estándares la renta variable -como son principalmente las acciones de las cotizadas- pasan a ser productos de máximo riesgo, estando catalogadas en el nivel 6 del «semáforo», como les corresponde conforme a su naturaleza.
- Puesto que se ha realizado previamente un análisis de diversos fondos de pensiones, a través de distintos indicadores como las medidas de Sharpe y de Jensen, resulta interesante analizar dónde podrían ir situados los fondos analizados. En el caso de estos productos, dada la diversidad de su composición -renta variable, variable mixta, fija, planes garantizados- y las consecuencias que ello tiene sobre su *performance*, se situarán en función de la misma, entre los niveles 3 y 6 inclusive en función de la casuística de cada uno de ellos. Esta calificación, según su composición, será aportada por la entidad financiera que se encargue de su comercialización.

CUADRO 10 SEMÁFORO DE RIESGO APLICADO A SUPUESTOS EMPÍRICOS



FUENTE: Elaboración propia

## 5. RESUMEN Y CONCLUSIONES

Como principales conclusiones del presente trabajo, pueden enunciarse de forma sintética las siguientes:

- I. La normativa en materia de protección de consumidores en la contratación de productos financieros ha experimentado un reforzamiento progresivo en la última década principalmente, gracias a la incorporación al ordenamiento jurídico español de las normas legales emanadas de la Unión Europea -principalmente la normativa MiFID y normativa relacionada-.
- II. Mención especial merecen las nuevas medidas incorporadas en el Título VII del TRLMV que parecen poder establecer un sistema de información y prevención de los riesgos para los consumidores lo suficientemente extenso como para evitar errores en la contratación de productos financieros por parte de pequeños ahorradores siempre que no exista mala fe por parte de la entidad financiera.
- III. A pesar de ello, el incumplimiento de los deberes de información precontractual en la contratación con pequeños ahorradores y consumidores ha derivado en multitud de casos y situaciones ampliamente reconocidas por la jurisprudencia que han obligado a las entidades financieras a incrementar la precaución y las medidas preventivas e informativas a tomar en el establecimiento de nuevos contratos.
- IV. El binomio ahorro-inversión se ha manifestado durante los recientes años de crisis financiera de forma nítida, dado que muchos pequeños ahorradores han resultado ser víctimas de las consecuencias del riesgo asumido en la contratación de productos financieros de inversión y de alto riesgo, en su día comercializados como productos de ahorro y riesgo inexistente, omitiendo los detalles de su complejidad a sus adquirentes. Se han analizado en el presente trabajo los casos de preferentes emitidas por diversas entidades, o la comercialización del tramo minorista en la OPV de Bankia, que han dado lugar a su nulidad declarada por el Tribunal Supremo en muchos de estos supuestos, y la consecuente obligación de las entidades financieras de recomprar dichos productos, bien por sentencia judicial, o como medida preventiva de futuros litigios y problemas legales.
- V. Centrándonos en España, los depósitos y cuentas corrientes siguen siendo los productos preferidos por los ahorradores para rentabilizar sus excedentes, existiendo una baja penetración de otros instrumentos financieros como la

- adquisición de acciones de sociedades cotizadas en Bolsa, o de Fondos de Inversión sofisticados.
- VI. A pesar de ello, existe una variedad notable en lo que a tipos de instrumentos de inversión se refiere, especialmente puesta de manifiesto en los productos de renta fija de fácil acceso al consumidor.
- VII. Mención especial merece el mercado de los Fondos y Planes de Pensiones, que ha venido experimentando un desarrollo progresivo en las últimas dos décadas. El sector presenta un grado de desarrollo intermedio en comparación con otros países, existiendo una clara diversidad entre los distintos productos ofrecidos en el mercado. La composición de los mismos condiciona su rentabilidad, así como la configuración legal que hayan adoptado y que determina su funcionamiento, expectativas, rendimiento... existiendo un panorama muy variado al respecto como se ha podido comprobar a través del análisis de distintos estadísticos y medidas. Por tanto, el riesgo que presentan los mismos es muy variado y dependerá de su composición concreta.
- VIII. Para solventar los problemas analizados, ha surgido el denominado «semáforo de riesgo» que establece un código intuitivo y sencillo que permite a los consumidores que adquieren productos financieros comprender el riesgo asumido, calificado de forma objetiva para todo el sistema financiero. Se logra así aunar y representar en un sencillo instrumento las características del producto y el riesgo implícito que el mismo conlleva.

## BIBLIOGRAFÍA

### A) OBRAS

ALDA GARCÍA, M., FERRUZ AGUDO, L. y RIVAS COMPAINS, J., *Los sistemas de previsión social en la Unión Europea*, Madrid, ed. Quiasmo, 2009, pp. 153-162.

ALONSO LEDESMA, C. y FERNÁNDEZ TORRES, I., *Derecho de Sociedades*, Barcelona, ed. Atelier, 2015.

BASOZABAL ARRUÉ, X., *En torno a las obligaciones precontractuales de información.*, ADC, 2009, 2, pp. 647-711.

BASOZABAL ARRUÉ, X., «Los deberes precontractuales de información después del DCFR, la Directiva 2011/83 y la Propuesta CES.».*La Revisión de las normas europeas y nacionales de protección de los consumidores*, ed. Civitas, 2012, pp. 181-207.

BLANCO BARÓN, C., «La información como instrumento de protección de los consumidores, los consumidores financieros y los inversionistas consumidores.», *Revista de Opinión Jurídica*, Vol. 11, N° 21, pp. 135-152.

DE LA MAZA GAZMURRI, I., «El suministro de información como técnica de protección a los consumidores: los deberes precontractuales de información», *Revista de Derecho de la Universidad Católica del Norte*, Núm. 2, 2010, pp. 21-52.

DÍAZ RUIZ, E. y RUIZ BACHS, S., «Transposición de MiFID en España», *Revista de Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, núm. 19, Madrid, 2008.

FERRANDO VILLALBA, L., KUSTER BOLUDA, I. y VILA LÓPEZ, N., *La protección de los consumidores ante el ahorro y la inversión*, CEACCU, *Estudios y documentación*. Madrid, 2008.

FERRUZ AGUDO, L., ANDREU SÁNCHEZ, L. y SARTO MARZAL, J.L., *El mercado español de fondos y planes de pensiones*, Madrid, ed. Aeca, 2008.

FERRUZ AGUDO, L. y LÓPEZ ARCÉIZ, F.J., «Fondos de Pensiones. Normativa, impacto financiero y situación actual.», *Revista de Análisis Financiero*, nº 121, 2013, pp. 78-93.

FERRUZ AGUDO, L., PORTILLO TARRAGONA, M.P. y SARTO MARZAL, J.L., *Dirección financiera del riesgo de interés*, Madrid, ed. Pirámide, 2013.

FERRUZ AGUDO, L. y VARGAS MAGALLÓN, M., *Fondos de inversión españoles: Crecimiento y análisis de eficiencia*, Zaragoza, ed. BME, 2008, 99. 67-95.

GÓMEZ CALLE, E., *Los deberes precontractuales de información*., ed. La Ley, 1994.

MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A. y ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A., *Lecciones de Derecho Mercantil, Vol.I*, Madrid, ed. Civitas, 2014.

PAREJO GAMIR, J.A., RODRÍGUEZ SÁIZ, L., CALVO BERNADINO, A. y CUERVO GARCÍA, A., *Manual del sistema financiero español*, Barcelona, ed. Ariel, 2011.

QUINTERO RODRÍGUEZ, D., *El ahorro, la inversión y el sistema financiero*, México D.F., ed. Balam, 2011.

TAMAMES GÓMEZ, R. y GALLEGOS AGUAGIL, S., *Diccionario de Economía y Finanzas*, Madrid, ed, Alianza Editorial, 2000.

SOLANAS TELLO, J. (coord.), *Test al ahorro-inversión en España*, Zaragoza, ed. Adicae, 2007.

## B) BIBLIOGRAFÍA WEB

<http://www.bankia.com/es/accionistas-e-inversores/espacio-del-accionista/devolucion-salida-a-bolsa/>

<https://www.bankia.es/es/particulares/ahorro-e-inversion/fondos-de-inversion>

<https://www.bbva.com/es/noticias/economia/edad-contratar-plan-pensiones/>

[http://www.cnmv.es/DocPortal/GUIAS\\_Perfil/GuiaInstrumComplejosNOComplejos.PDF](http://www.cnmv.es/DocPortal/GUIAS_Perfil/GuiaInstrumComplejosNOComplejos.PDF)

<http://www.eleconomista.es/banca-finanzas/noticias/6751371/05/15/Economia-redacta-una-orden-para-alertar-del-riesgo-de-productos-financieros-depositos-seguros-y-pensiones.html>

<http://www.expansion.com/2012/07/15/empresas/banca/1342378286.html>

<http://www.expansion.com/mercados/2016/02/04/56b30a4d22601de5318b460e.html>

<http://www.expansion.com/2014/09/09/mercados/1410262303.html>

<http://www.fgd.es/es/index.html>

<http://forextrading30.com/diferencias-entre-un-broker-ecn-vs-market-maker/>

<http://www.iahorro.com/planes-de-pensiones/resultados/#orden.rentabilidad--tipo.--page.1-->

<http://fondos.ibercaja.es/ficha/ibercaja-emergentes-fi/>

<http://www.inverco.es/>

<https://www.mercagentes.es/documentos/MIFID-2.pdf>

### C) FUENTES JURISPRUDENCIALES

Sentencia del Tribunal Supremo -Sala de lo Civil, Sección 1ª- de 17 de febrero de 2014 (RJ 2014/1862).

Sentencia del Tribunal Supremo -Sala de lo Civil, Sección 1ª- de 7 de julio de 2014 (RJ 2014/3541).

Sentencia del Tribunal Supremo -Sala de lo Civil, Sección 1ª- de 7 de julio de 2014 (RJ 2014/4313).

Sentencia del Tribunal Supremo -Sala de lo Civil, Sección 1ª- de 8 de julio de 2014 (RJ 2014/4315).

Sentencia del Tribunal Supremo -Sala de lo Civil, Sección 1ª- de 10 de julio de 2014 (RJ 2014/4035).

Sentencia del Tribunal Supremo -Sala de lo Civil, Sección 1ª- de 27 de enero de 2016 (Sentencia núm. 23/2016).

Sentencia del Tribunal Supremo -Sala de lo Civil, Sección 1ª- de 27 de enero de 2016 (Sentencia núm. 24/2016).

Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea de 30 de mayo de 2013, caso Genil 48 , S.L. (C-604/2011)

#### **D) TEXTOS Y DISPOSICIONES LEGALES**

Orden ECC/2316/2015, de 4 de noviembre, relativa a las obligaciones de información y clasificación de productos financieros.

Real Decreto Legislativo 1/2002 de 29 de Diciembre por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones

Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

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

Real Decreto-ley 16/2011, de 14 de octubre, por el que se crea el Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito.

Real Decreto-ley 24/2012, de 31 de agosto, de reestructuración y resolución de entidades de crédito.

Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil.

Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos.

## **ANEXO I: DISPOSICIONES DE INTERÉS DEL REAL DECRETO LEGISLATIVO 4/2015, DE 23 DE OCTUBRE, POR EL QUE SE APRUEBA EL TEXTO REFUNDIDO DE LA LEY DEL MERCADO DE VALORES.**

### TÍTULO VII

#### Normas de conducta

##### CAPÍTULO I

###### Normas de conducta aplicables a quienes presten servicios de inversión

###### *Sección 1.<sup>a</sup> Sujetos obligados y clasificación de clientes*

###### **Artículo 202. Sujetos obligados.**

1. Quienes presten servicios de inversión deberán respetar:
  - a) Las normas de conducta contenidas en este capítulo.
  - b) Los códigos de conducta que, en desarrollo de las normas a que se refiere la letra a) apruebe el Gobierno o, con su habilitación expresa, el Ministro de Economía y Competitividad, a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
  - c) Las normas de conducta contenidas en sus propios reglamentos internos de conducta.
2. El Ministro de Economía y Competitividad y, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, establecerán el contenido mínimo de los reglamentos internos de conducta.

###### **Artículo 203. Clases de clientes.**

A los efectos de lo dispuesto en este título, las empresas de servicios de inversión clasificarán a sus clientes en profesionales y minoristas. Igual obligación será aplicable a las demás empresas que presten servicios de inversión respecto de los clientes a los que les presten u ofrezcan dichos servicios.

###### **Artículo 204. Clientes minoristas.**

Se considerarán clientes minoristas todos aquellos que no sean profesionales.

###### **Artículo 205. Clientes profesionales.**

1. Tendrán la consideración de clientes profesionales aquéllos a quienes se presuma la experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente sus riesgos.
2. En particular, tendrán la consideración de cliente profesional:

a) Las entidades financieras y demás personas jurídicas que para poder operar en los mercados financieros hayan de ser autorizadas o reguladas por Estados, sean o no miembros de la Unión Europea.

Se incluirán entre ellas:

- 1.º las entidades de crédito,
- 2.º las empresas de servicios de inversión,
- 3.º las entidades aseguradoras o reaseguradoras,
- 4.º las instituciones de inversión colectiva y sus sociedades gestoras,
- 5.º las entidades de capital riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado,

6.º los fondos de pensiones y sus sociedades gestoras,

7.º los fondos de titulización y sus sociedades gestoras,

8.º los que operen habitualmente con materias primas y con derivados de materias primas, así como operadores que contraten en nombre propio y otros inversores institucionales.

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

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

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

d) Los inversores institucionales que, no estando incluidos en la letra a), tengan como actividad habitual invertir en valores u otros instrumentos financieros.

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

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

#### **Artículo 206. Solicitud de tratamiento como cliente profesional.**

1. Tendrán también la consideración de cliente profesional el resto de clientes no incluidos en el artículo 205 que lo soliciten con carácter previo y renuncien de forma expresa a su tratamiento como clientes minoristas. No obstante, en ningún caso se considerará que los

clientes que soliciten ser tratados como profesionales poseen unos conocimientos y una experiencia del mercado comparables a las categorías de clientes profesionales enumeradas en las letras a) a d) del artículo 205.2.

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

- a) que el cliente ha realizado operaciones de volumen significativo en el mercado de valores, con una frecuencia media de más de diez por trimestre durante los cuatro trimestres anteriores,
- b) que el valor del efectivo y de los valores depositados sea superior a 500.000 euros, o
- c) que el cliente ocupe, o haya ocupado durante al menos un año, un cargo profesional en el sector financiero que requiera conocimientos sobre las operaciones o servicios previstos.

### **Artículo 207. Operaciones con contrapartes elegibles.**

1. A los efectos de lo dispuesto en este artículo, tendrán la consideración de contrapartes elegibles las siguientes entidades:

- a) las empresas de servicios de inversión,
- b) las entidades de crédito,
- c) las entidades aseguradoras y reaseguradoras,
- d) las instituciones de inversión colectiva y sus sociedades gestoras,
- e) las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado,
- f) los fondos de pensiones y sus sociedades gestoras,
- g) otras entidades financieras autorizadas o reguladas por la legislación comunitaria o por el derecho nacional de un Estado miembro,
- h) las empresas señaladas en el artículo 139.1 letras d) y e), y
- i) los gobiernos nacionales y sus servicios correspondientes, incluidos los que negocian deuda, Bancos Centrales y organismos supranacionales. También tendrán dicha consideración las entidades de terceros países equivalentes y las Comunidades Autónomas.

2. Asimismo, si se solicita, también se considerarán contrapartes elegibles las empresas que cumplan los requisitos que se establecen en el artículo 206, en cuyo caso sólo será reconocida como contraparte elegible en lo relativo a los servicios u operaciones para los que pueda ser tratada como cliente profesional. Se entenderán incluidas las empresas de terceros países que estén sujetas a requisitos y condiciones equivalentes.

3. Las empresas que presten servicios de inversión autorizadas para ejecutar órdenes por cuenta de terceros, negociar por cuenta propia o recibir y transmitir órdenes podrán realizar estas operaciones y los servicios auxiliares directamente relacionados con ellas, con las entidades señaladas en los apartados anteriores sin necesidad de cumplir las obligaciones establecidas en los artículos 209 a 218 y 221 a 224, siempre que aquellas entidades sean informadas previamente de ello y no soliciten expresamente que se les apliquen.

4. En el caso de las entidades señaladas en el apartado 1, su clasificación como contraparte elegible se entenderá sin perjuicio del derecho de estas entidades a solicitar, bien de forma general o bien para cada operación, el trato como cliente, en cuyo caso su relación con la empresa de servicios de inversión quedará sujeta a lo dispuesto en los artículos 209 a 218 y 221 a 224.

5. En el caso de las empresas señaladas en el apartado 2, su clasificación como contraparte elegible requerirá que se obtenga la confirmación expresa de que la empresa accede a ser tratada como una contraparte elegible, de forma general o para cada operación.

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

### *Sección 2.<sup>a</sup> Deberes de actuación y de información*

#### **Artículo 208. Obligación de diligencia y transparencia.**

1. Las entidades que presten servicios de inversión deberán comportarse con diligencia y transparencia en interés de sus clientes, cuidando de tales intereses como si fueran propios, y, en particular, observando las normas establecidas en este capítulo y en sus disposiciones reglamentarias de desarrollo.

2. En concreto, no se considerará que las empresas de servicios de inversión actúan con diligencia y transparencia y en interés de sus clientes si en relación con la provisión de un servicio de inversión o un servicio auxiliar pagan o perciben algún honorario o comisión, o aportan o reciben algún beneficio no monetario que no se ajuste a lo establecido en las disposiciones que desarrollen esta ley.

#### **Artículo 209. Deber general de información.**

1. Las entidades que presten servicios de inversión deberán mantener, en todo momento, adecuadamente informados a sus clientes.

2. Toda información dirigida a los clientes, incluida la de carácter publicitario, deberá ser imparcial, clara y no engañosa. Las comunicaciones publicitarias deberán ser identificables con claridad como tales.

3. A los clientes, incluidos los clientes potenciales, se les proporcionará, de manera comprensible, información adecuada sobre:

- a) La entidad y los servicios que presta;
- b) Los instrumentos financieros y las estrategias de inversión, y
- c) Los centros de ejecución de órdenes y los gastos y costes asociados.

4. La información a la que se refiere el apartado anterior permitirá a los clientes, incluidos los clientes potenciales, comprender la naturaleza y los riesgos del servicio de inversión y del tipo específico de instrumento financiero que se ofrece, pudiendo, por tanto, tomar decisiones sobre las inversiones con conocimiento de causa.

5. La información a la que se refiere el apartado 3 podrá facilitarse en un formato normalizado.

6. A los efectos previstos en este capítulo se considerará cliente potencial a aquella persona que haya tenido un contacto directo con la entidad para la prestación de un servicio de inversión, a iniciativa de cualquiera de las partes.

#### **Artículo 210. Orientaciones y advertencias sobre los riesgos asociados a los instrumentos financieros y las estrategias de inversión.**

1. La información referente a los instrumentos financieros y a las estrategias de inversión prevista en el artículo 209.3.b) deberá incluir orientaciones y advertencias apropiadas sobre los riesgos asociados a tales instrumentos o estrategias.

2. En el caso de valores distintos de acciones emitidos por una entidad de crédito, la información que se entregue a los inversores deberá incluir información adicional para destacar al inversor las diferencias de estos productos y los depósitos bancarios ordinarios en términos de rentabilidad, riesgo y liquidez.

El Ministro de Economía y Competitividad o, con su habilitación expresa la Comisión Nacional del Mercado de Valores, podrán precisar los términos de la citada información adicional.

3. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá requerir que en la información que se entregue a los inversores con carácter previo a la adquisición de un producto, se incluyan cuantas advertencias estime necesarias relativas al instrumento financiero y, en particular, aquellas que destaque que se trata de un producto no adecuado para inversores no profesionales debido a su complejidad. Igualmente, podrá requerir que estas advertencias se incluyan en los elementos publicitarios.

**Artículo 211. Deber de información sobre el servicio prestado.**

El cliente deberá recibir de la entidad informes adecuados sobre el servicio prestado. Cuando proceda, dichos informes incluirán los costes de las operaciones y servicios realizados por cuenta del cliente.

**Artículo 212. Deber general de las entidades de conocer a sus clientes.**

Las entidades que presten servicios de inversión deberán asegurarse en todo momento de que disponen de toda la información necesaria sobre sus clientes, con arreglo a lo que establecen los siguientes artículos.

**Artículo 213. Evaluación de la idoneidad.**

1. Cuando se preste el servicio de asesoramiento en materia de inversiones o de gestión de carteras, la entidad obtendrá la información necesaria sobre sus clientes y, en su caso, los clientes potenciales, en relación con los siguientes aspectos, con la finalidad de que la entidad pueda recomendarle los servicios de inversión e instrumentos financieros que más le convengan:

- a) sus conocimientos y experiencia en el ámbito de inversión correspondiente al tipo de producto o de servicio concreto de que se trate,
- b) su situación financiera, y
- c) sus objetivos de inversión.

2. En el caso de clientes profesionales, la entidad no tendrá que obtener información sobre los conocimientos y experiencia del cliente.

3. Cuando la entidad no obtenga la información prevista en el apartado anterior, no le recomendará servicios de inversión o instrumentos financieros al cliente o cliente potencial.

4. La entidad proporcionará al cliente por escrito o mediante otro soporte duradero una descripción de cómo se ajusta la recomendación realizada a las características y objetivos del inversor.

**Artículo 214. Evaluación de la conveniencia.**

1. Cuando se presten servicios distintos del servicio de asesoramiento en materia de inversiones o de gestión de carteras, la empresa de servicios de inversión deberá solicitar al cliente, incluido en su caso los clientes potenciales, que facilite información sobre sus conocimientos y experiencia en el ámbito de inversión correspondiente al tipo concreto de producto o servicio ofrecido o solicitado, con la finalidad de que la entidad pueda evaluar si el servicio o producto de inversión es adecuado para el cliente.

2. La entidad entregará una copia al cliente del documento que recoja la evaluación realizada conforme a este artículo.

3. Cuando, con base en la información prevista en el apartado 1, la entidad considere que el producto o el servicio de inversión no es adecuado para el cliente, se lo advertirá.

4. Cuando el cliente no proporcione la información indicada en el apartado 1 o esta sea insuficiente, la entidad le advertirá de que dicha decisión le impide determinar si el servicio de inversión o producto previsto es adecuado para él.

5. En caso de que el servicio de inversión se preste en relación con un instrumento complejo según lo establecido en el artículo 217, se exigirá que el documento contractual incluya, junto a la firma del cliente, una expresión manuscrita, en los términos que determine la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que el inversor manifieste que ha sido advertido de que el producto no le resulta conveniente o de que no ha sido posible evaluarlo en los términos de este artículo.

#### **Artículo 215. Registro actualizado de clientes evaluados y productos no adecuados.**

Las entidades que presten servicios de inversión deberán mantener, en todo momento, un registro actualizado de clientes y productos no adecuados en el que reflejen, para cada cliente, los productos cuya conveniencia haya sido evaluada con resultado negativo; en los términos que determine la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

#### **Artículo 216. Exención del análisis de la conveniencia.**

Cuando la entidad preste el servicio de ejecución o recepción y transmisión de órdenes de clientes, con o sin prestación de servicios auxiliares, no tendrá que seguir el procedimiento descrito en el artículo 214 siempre que se cumplan las siguientes condiciones:

- a) que la orden se refiera a instrumentos financieros no complejos,
- b) que el servicio se preste a iniciativa del cliente,
- c) que la entidad haya informado al cliente con claridad de que no está obligada a evaluar la adecuación del instrumento ofrecido o del servicio prestado y que, por tanto, el cliente no goza de la protección establecida en el apartado anterior. Dicha advertencia podrá realizarse en un formato normalizado, y
- d) que la entidad cumpla lo dispuesto en el artículo 193.2.c).

#### **Artículo 217. Instrumentos financieros no complejos.**

1. A efectos de lo previsto en este capítulo, tendrán la consideración de instrumentos financieros no complejos los siguientes:

- a) Las acciones admitidas a negociación en un mercado regulado o en un mercado equivalente de un tercer país, a cuyos efectos se considerarán mercados equivalentes de terceros países aquellos que cumplan unos requisitos equivalentes a los establecidos en el título IV de

esta ley. La Comisión Europea publicará una lista de los mercados que deban considerarse equivalentes.

- b) Los instrumentos del mercado monetario.
  - c) Las obligaciones u otras formas de deuda titulizadas, salvo que incorporen un derivado implícito.
  - d) Las participaciones de instituciones de inversión colectiva armonizadas a nivel europeo.
2. Además de los instrumentos previstos en el apartado anterior, tendrán también la consideración de instrumentos financieros no complejos, aquellos en los que concurran las siguientes condiciones:
- a) que existan posibilidades frecuentes de venta, reembolso u otro tipo de liquidación de dicho instrumento financiero a precios públicamente disponibles para los miembros en el mercado y que sean precios de mercado o precios ofrecidos, o validados, por sistemas de evaluación independientes del emisor,
  - b) que no impliquen pérdidas reales o potenciales para el cliente que excedan del coste de adquisición del instrumento, y
  - c) que exista a disposición del público información suficiente sobre sus características. Esta información deberá ser comprensible de modo que permita a un cliente minorista medio emitir un juicio fundado para decidir si realiza una operación en ese instrumento.

3. A efectos de lo previsto en este capítulo, no se considerarán instrumentos financieros no complejos:

- a) los valores que den derecho a adquirir o a vender otros valores negociables o que den lugar a su liquidación en efectivo, determinada por referencia a valores negociables, divisas, tipos de interés o rendimientos, materias primas u otros índices o medidas, y
- b) los instrumentos financieros señalados en el artículo 2, apartados 2 a 8.

### **Artículo 218. Registro de contratos.**

1. Las entidades que presten servicios de inversión deberán crear un registro que incluya el contrato o los contratos que tengan por objeto el acuerdo entre la empresa y el cliente y en los que deberán concretarse los derechos y las obligaciones de las partes y demás condiciones en las que la empresa prestará el servicio al cliente.

2. Será obligatorio que consten por escrito los contratos celebrados con clientes minoristas. Para la prestación del servicio de asesoramiento en materia de inversiones a dichos clientes bastará la constancia escrita o fehaciente de la recomendación personalizada.

### **Artículo 219. Servicios de inversión como parte de un producto financiero.**

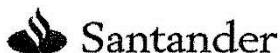
Las obligaciones de información y registro contempladas en los artículos 209 a 218 serán de aplicación a los servicios de inversión que se ofrezcan como parte de otros productos

financieros, sin perjuicio de la aplicación a estos últimos de su normativa específica, especialmente aquélla relacionada con la valoración de los riesgos y los requisitos de información a suministrar a los clientes.

**Artículo 220. Cumplimiento de las obligaciones de información en el caso de prestación de servicios por medio de otra empresa de servicios de inversión.**

1. Cuando una entidad preste servicios de inversión o servicios auxiliares en nombre de un cliente siguiendo instrucciones de otra empresa de servicios de inversión, podrá basarse en la información que sobre el cliente le transmita esta última. En este caso, la empresa que remita las instrucciones será responsable de que la información sobre el cliente sea completa y exacta.
2. Asimismo, la empresa que reciba las instrucciones podrá basarse en recomendaciones proporcionadas al cliente por otra empresa de servicios de inversión con respecto al servicio o a la operación en cuestión. En este caso, la que remita las instrucciones será responsable de la adecuación para el cliente de las recomendaciones o asesoramiento proporcionado.
3. En cualquier caso, la empresa que reciba las instrucciones u órdenes será la responsable de la realización del servicio o la operación, sobre la base de la información o recomendaciones recibidas, de conformidad con las disposiciones pertinentes de este capítulo.

## ANEXO II: DOCUMENTO REAL DE COMERCIALIZACIÓN DE PARTICIPACIONES PREFERENTES



ORDEN DE SUSCRIPCIÓN

| Código Cuenta Valores ("CCV") |         |      |                  |
|-------------------------------|---------|------|------------------|
| Entidad                       | Oficina | D.C. | Número de Cuenta |
| 0049                          | 4856    |      |                  |

| Tipo de Orden | Número de Orden en Modificación / Anulación |
|---------------|---|
| SUSCRIPCIÓN   |   |

| Titulares         | N.I.F. <sup>(1)</sup> |
|-------------------|-----------------------|
| MARIA LÓPEZ LÓPEZ | 1234567892            |

| Código Valor | Clase y Denominación del Valor   | Número de Títulos <sup>(2)</sup> | Importe Solicitado <sup>(2)</sup> |
|--------------|--|----------------------------------|-----------------------------------|
|              | Participaciones Preferentes Serie X de SANTANDER FINANCE CAPITAL, S.A. UNIPERSONAL |                                  | 42000                             |

| Fecha de vencimiento de la Emisión | Fecha de Caducidad de la Orden |
|------------------------------------|--------------------------------|
| Perpetua                           |                                |

Observaciones: el ordenante manifiesta haber recibido y leído, antes de la firma de esta orden, el Tríptico Informativo de la Nota de Valores registrada por la CNMV, así como que se le ha indicado que el Resumen y el Folleto completo (Nota de Valores y Documento de Registro del Emisor) están a su disposición.

| Identificación del ordenante (sólo si es distinto del titular) | N.I.F. <sup>(3)</sup> |
|--|-----------------------|
|  |                       |

El ordenante hace constar que recibe copia de la presente orden, que conoce su contenido y trascendencia. Reconoce igualmente que ha sido informado de la tarifa de comisiones y gastos aplicables a la operación y de las vigentes normas sobre fechas de valoración y autoriza a la entidad a asentar los importes en otra cuenta que posea si, en caso de débito, no tuviera saldo disponible en la indicada para atender su liquidación y, en último extremo, a la enajenación de los valores en un mercado organizado en la cantidad necesaria para resarcirse de la cantidad que acredeite, así como a reclamar la cantidad adeudada, o la parte de la misma que quede pendiente después de realizar la venta, y sus intereses al tipo publicado por la entidad en cada momento para los descubiertos en cuenta.

| Código Cuenta Cliente ("CCC") |         |      |                  |
|-------------------------------|---------|------|------------------|
| Entidad                       | Oficina | D.C. | Número de Cuenta |
| 0049                          | 4856    | 24   | 1234567890       |

| Real Decreto 629/93 y Circular 3/93 de la CNMV |            |      |                 |
|--|------------|------|-----------------|
| Oficina  | Fecha      | Hora | Número de Orden |
| 1234 HUESCA                                    | 16/06/2009 |      |                 |

Respecto de determinados instrumentos financieros, la presente orden podrá ser ejecutada al margen de un mercado regulado o un sistema multilateral de negociación, en atención a las características del instrumento financiero de que se trate, de acuerdo con los términos establecidos por el Banco en su "Política de Ejecución de Órdenes", de todo lo cual queda informado el ordenante y presta su consentimiento.

El ordenante consiente expresamente que el Banco le confirme la ejecución de esta orden poniendo a su disposición dicha confirmación en las oficinas del Banco, a través de comunicación electrónica o a través de banca por Internet o banca telefónica, en caso de que el ordenante tenga contratados estos servicios. No obstante, el Banco remitirá al domicilio para el envío de correspondencia asociado a la cuenta de Abono/Cargo la confirmación de la ejecución de esta orden conforme el procedimiento que tiene establecido.

Conforme a prácticas de mercado generalmente aceptadas, el Banco puede percibir de o satisfacer a terceros determinadas comisiones, honorarios o beneficios no monetarios en relación con determinadas órdenes de valores. En la página Web del Banco, www.bancosantander.es, y en todas sus oficinas se encuentra a disposición de los clientes información detallada sobre los supuestos de incentivos existentes en cada momento.

Banco Santander, S.A.  
P.P.

E/Los Ordenantes

(1) N° de Tarjeta de Residencia o N° de Pasaporte, en caso de no residentes en España que no dispongan de NIF

(2) Mínimo de 100 Participaciones, 2.500 euros

(3) En las órdenes formuladas por menores de edad deberá expresarse el NIF de su representante legal. Igualmente, deberá expresarse el NIF del menor o su fecha de nacimiento si no dispusiera del mismo



**COMERCIALIZACIÓN: EVALUACIÓN DE LA CONVENIENCIA A CLIENTES MINORISTAS**

|   |                                     |   |                       |
|---|-------------------------------------|---|-----------------------|
| A | <input checked="" type="checkbox"/> | El Cliente declara que ha sido informado por Banco Santander de que la realización de esta operación no es conveniente ni adecuada para él, atendiendo a sus conocimientos y experiencia sobre el producto o instrumento financiero objeto de la misma, lo cual el Cliente reconoce y asume, y declara, asimismo, que, a pesar de ello, decide formalizar la presente operación a su solicitud y por su propia iniciativa.  | Firma Ordenante/s<br> |
| B | <input type="checkbox"/>            | El Cliente declara que ha sido informado por Banco Santander de que, al no haberle facilitado información suficiente, el Banco se ha visto en la imposibilidad de evaluar la conveniencia o adecuación de esta operación a su perfil de cliente, atendiendo a sus conocimientos y experiencia sobre el producto o instrumento financiero objeto de la misma y declara, asimismo, que, a pesar de ello, decide formalizar la presente operación a su solicitud y por su propia iniciativa. | Firma Ordenante/s     |

(marcar, en su caso, con una "X" la opción que corresponda)

## **ANEXO III: RECOMPRAS DE PARTICIPACIONES PREFERENTES EFECTUADAS POR DISTINTOS EMISORES**

### **A) REPSOL**

#### **Repsol recompra preferentes con una quita del 2,5% y la mitad en obligaciones**

**La petrolera dispone de unos 3.000 millones de euros en este tipo de productos  
El Consejo de Administración aprobará la medida el viernes**

**EL PAÍS | Madrid.** 30 MAY 2013

La petrolera Repsol ha anunciado una operación de recompra sobre sus participaciones preferentes. El canje se realizará a través de un pago en efectivo de 475 euros por título y la entrega de obligaciones de Repsol de 500 euros de valor nominal, con un tipo de interés nominal del 3,5% anual, pagadero trimestralmente, y vencimiento a 10 años. Esta relación implica una quita del 2,5%.

"La propuesta de recompra de las Participaciones Preferentes —de 1.000 euros de valor nominal— que se someterá a la consideración de su Consejo de Administración mañana viernes, 31 de mayo de 2013, incluirá un pago en efectivo de 475 euros por título y la entrega de obligaciones de Repsol de 500 euros de valor nominal, con un tipo de interés nominal del 3,5% anual, pagadero trimestralmente, y vencimiento a 10 años", afirma Repsol en un comunicado.

La petrolera dispone de unos 3.000 millones de euros en preferentes y ya a lo largo del pasado año anunció que estudiaría el lanzamiento de una oferta para los poseedores de estas participaciones. Con el canje propuesto, la petrolera devolverá el 97,5% de lo invertido en preferentes, es decir 2.925 millones de euros, de los que 1.425 millones se pagarán en efectivo.

La operación se someterá al consejo de administración de este viernes, día 31 de mayo, según ha informado la compañía a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Este consejo se reúne con anterioridad a la Junta General Ordinaria de accionistas que tendrá lugar ese mismo día.

La petrolera ya había avanzado hace unas semanas que el grupo estaba a punto de enviar a la CNMV un escrito con las condiciones del canje dejando claro que la solución nunca será dilutiva.

[http://economia.elpais.com/economia/2013/05/29/actualidad/1369860112\\_783309.html](http://economia.elpais.com/economia/2013/05/29/actualidad/1369860112_783309.html)

## B) SANTANDER (EXTRACTO DEL FOLLETO DE OPS CANJE PREFERENTES-ACCIONES)

### 5. CLAUSULAS Y CONDICIONES DE LA OFERTA

#### 5.1 Condiciones, estadísticas de la oferta, calendario previsto y procedimiento para la suscripción de la oferta

##### 5.1.1 *Condiciones a las que está sujeta la oferta.*

El Aumento de Capital objeto de esta Nota sobre las Acciones no está sujeto a condición alguna, al haberse obtenido a esta fecha la autorización a la Oferta de Recompra de las Participaciones Preferentes Serie X para su posterior amortización y la declaración de ausencia de objeciones al Aumento de Capital por parte del Banco de España.

El Aumento de Capital contempla la posibilidad de suscripción incompleta, por lo que no está condicionado a un mínimo de aceptaciones de la Oferta de Recompra por parte de los titulares de las Participaciones Preferentes Serie X.

##### 5.1.2 *Importe total de la emisión/oferta, distinguiendo los valores ofertados para la venta y los ofertados para suscripción; si el importe no es fijo, descripción de los acuerdos y del momento en que se anunciará al público el importe definitivo de la oferta.*

El importe efectivo del Aumento de Capital (considerando valor nominal y prima de emisión) es de 1.965.615.725 euros, importe que coincide con el saldo nominal vivo de las Participaciones Preferentes Serie X en la fecha de registro de la presente Nota sobre las Acciones. El número de Acciones Nuevas a emitir es determinable y será el que resulte con arreglo a la siguiente fórmula:

$$\text{NAN} = 1.965.615.725 / \text{Precio de las Acciones}$$

Donde:

- NAN: número de Acciones Nuevas que se emiten en el Aumento de Capital, que, en caso de ser un número decimal, será redondeado al número entero inferior más próximo.
- Precio de las Acciones: media aritmética de los precios medios ponderados de la acción de Banco Santander en las Bolsas españolas desde la fecha en que comience el Periodo de Aceptación (según se define en el apartado 5.1.3(B)) hasta su finalización (ambas inclusive), redondeada a la centésima de euro más cercana y, en caso de la mitad de una centésima de euro, a la centésima inmediatamente superior.

El número de Acciones Nuevas a emitir será comunicado al mercado, mediante hecho relevante, el día en que finalice el Periodo de Aceptación, esto es, el 23 de diciembre de 2011, tras el cierre del mercado.

El Aumento de Capital ha previsto expresamente la posibilidad de suscripción parcial o incompleta. Dado que dicho Aumento de Capital se dirige únicamente a los Inversores Legitimados que acepten la Oferta de Recompra, en el supuesto de que el número de aceptaciones de dicha Oferta de Recompra no fueran suficientes para que el Aumento de Capital quede suscrito íntegramente, el capital se aumentará en la cuantía de las Acciones Nuevas efectivamente suscritas y desembolsadas, declarándose la suscripción incompleta de la emisión. Esto es, el número de Acciones Nuevas que finalmente se emitan (y, por tanto, el importe del Aumento de Capital) será inferior al que resulte de la fórmula indicada si no todas las Participaciones Preferentes Serie X aceptan la Oferta de Recompra.

*5.1.3 Plazo, incluida cualquier posible modificación, en el que estará abierta la oferta y descripción del proceso de solicitud.*

(A) Calendario previsto para el Aumento de Capital

Se incluye a continuación un calendario estimativo del Aumento de Capital, proceso que se describe con más detalle a continuación del referido calendario y en el apartado 5.1.8 siguiente.

| Actuación   | Fecha estimada  |
|---|-----------------|
| Aprobación y registro de la Nota sobre las Acciones por la CNMV<br>Hecho relevante  | 13 de diciembre |
| Inicio del Periodo de Aceptación  | 14 de diciembre |
| Finalización del Periodo de Aceptación<br>Determinación del Precio de las Acciones y del número de Acciones Nuevas a emitir y comunicación mediante hecho relevante tras el cierre de mercado.  | 23 de diciembre |
| <b>Fecha de Ejecución:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>○ Pago íntegro del cupón de las Participaciones Preferentes Serie X</li> <li>○ Ejecución y cierre del Aumento de Capital por el Consejo de Administración o, por delegación, la Comisión Ejecutiva del Banco; pago del precio de recompra de Participaciones Preferentes Serie X y automático desembolso de las Acciones Nuevas.</li> <li>○ Otorgamiento de escritura pública de Aumento de Capital e inscripción en el Registro Mercantil de Cantabria</li> <li>○ Hecho relevante</li> </ul> | 30 de diciembre |
| Admisión a negociación de las Acciones Nuevas por la CNMV y las Bolsas de Valores   | 3 de enero      |
| Primer día de cotización de las Acciones Nuevas en el Mercado Continuo  | 4 de enero      |

Se hace constar que los plazos anteriormente indicados podrían no cumplirse y, consecuentemente, podría retrasarse la ejecución de las operaciones descritas, lo cual, de ocurrir, será comunicado por el Banco mediante hecho relevante.

(B) Periodo de Aceptación

El periodo de aceptación de la Oferta de Recompra (y, con ello, la suscripción del Aumento de Capital) comenzará a las 8:30 horas del día 14 de diciembre de 2011 y finalizará a las 17:30 horas del 23 de diciembre de 2011 (el “Periodo de Aceptación”).

Únicamente tendrán derecho a aceptar la Oferta de Recompra y, por tanto, a suscribir el Aumento de Capital los Inversores Legitimados, esto es, los titulares de Participaciones Preferentes Serie X que aparezcan legitimados como tales en los registros contables de Iberclear y sus Entidades Participantes al cierre del 5 de diciembre de 2011.

(C) Procedimiento de Aceptación

Banco Santander, en su calidad de entidad agente (la “Entidad Agente”), remitirá a través de Iberclear un aviso a todas las Entidades Participantes informando de los plazos de la Oferta de Recompra y del Aumento de Capital.

### 5.3 Precios

5.3.1 *Indicación del precio al que se ofertarán los valores. Cuando no se conozca el precio o cuando no exista un mercado establecido y/o líquido para los valores, indicar el método para la determinación del precio de oferta, incluyendo una declaración sobre quién ha establecido los criterios o es formalmente responsable de su determinación. Indicación del importe de todo gasto e impuesto cargados específicamente al suscriptor o comprador.*

(A) Precio de las Acciones

El tipo de emisión de las Acciones Nuevas será la media aritmética de los precios medios ponderados de la acción de Banco Santander en las Bolsas españolas desde la fecha en que comience el Periodo de Aceptación hasta su finalización (ambas inclusive), redondeada a la centésima de euro más cercana y, en caso de la mitad de una centésima de euro, a la centésima inmediatamente superior (el “Precio de las Acciones”).

Se entenderá por “precio medio ponderado” el determinado conforme a lo establecido en el artículo 15 del Real Decreto 1416/1991, de 27 de septiembre, sobre operaciones bursátiles especiales y sobre transmisión extrabursátil de valores cotizados y cambios medios ponderados.

A efectos ejemplificativos, si el Periodo de Aceptación hubiese terminado el pasado 9 de diciembre de 2011, segundo día hábil bursátil anterior a la fecha de registro de esta Nota sobre las Acciones, el Precio de las Acciones sería de 5,819 euros, según resulta de la media aritmética de los precios medios ponderados de la acción de Banco Santander en las Bolsas españolas en los ocho días hábiles bursátiles que finalizan en esa fecha (inclusive). En este caso, el número de Acciones Nuevas objeto del Aumento de Capital sería de 337.792.700, según resulta de la fórmula indicada en el apartado 5.1.2 anterior.

(B) Precio de Recompra

Las Participaciones Preferentes Serie X serán recompradas al Precio de Recompra, esto es, al 100% de su valor nominal (25 euros).

A efectos de suscribir el Aumento de Capital, el aceptante de la Oferta de Recompra destinará el Precio de Recompra a suscribir Acciones Nuevas al tipo de emisión determinado según lo indicado en el anterior apartado (el Precio de las Acciones). Por tanto, el número de Acciones Nuevas que corresponderá a cada titular de las Participaciones Preferentes Serie X recompradas será el cociente de dividir el Precio de Recompra Individual entre el Precio de las Acciones. Si de esta operación

C) SABADELL (EXTRACTO DEL FOLLETO DE RECOMPRA DE PREFERENTES)

**5.1.5. Descripción de la posibilidad de reducir suscripciones y la manera de devolver el importe sobrante de la cantidad pagada por los solicitantes**

No existe la posibilidad de reducir las Órdenes de aceptación de la Oferta de Compra.

**5.1.6. Detalles de la cantidad mínima y/o máxima de solicitud (ya sea por el número de los valores o por importe total de la inversión)**

No existe una cantidad mínima o máxima de Valores Existentes respecto de los cuales se deba aceptar la Oferta de Compra, si bien las Órdenes podrán cursarse únicamente respecto de la totalidad de los Valores Existentes de cada emisión de la que el aceptante sea titular, no siendo posible aceptaciones parciales dentro de cada emisión. En el caso de que un inversor sea titular de Valores Existentes correspondientes a varias emisiones, la condición de aceptación por la totalidad aplicará a cada emisión individualmente considerada, de manera que este podrá aceptar la Oferta de Compra con todos los Valores Existentes de una emisión y conservar los de las demás.

**5.1.7. Indicación del plazo en el cual pueden retirarse las solicitudes, siempre que se permita a los inversores dicha retirada**

Las Órdenes de aceptación serán irrevocables, sin perjuicio de lo dispuesto en el apartado 5.1.4 anterior.

**5.1.8. Método y plazos para el pago de los valores y para la entrega de los mismos**

*(A) Procedimiento de pago del precio de compra y aplicación del efectivo*

A efectos de su compra por Banco de Sabadell, los Valores Existentes se valorarán al 124% de su valor nominal. El 100% será abonado en efectivo, en un pago inicial sujeto a la condición de simultánea reinversión en acciones de Banco de Sabadell señalada más adelante (el “Pago Inicial”), y el 24% restante será abonado, también en efectivo, en concepto de pago diferido (los “Pagos Diferidos”), condicionado al mantenimiento de las Acciones adquiridas por dichos titulares con cargo al efectivo recibido en el momento inicial, durante cuatro años a razón de un 6% anual, pagadero trimestralmente (lo que equivale a un 1,5% trimestral), conforme a los términos que se detallan más adelante.

A continuación se muestran los precios unitarios de compra de los Valores Existentes correspondientes a cada una de las emisiones a las que se dirige la Oferta de Compra:

| Emisión   | Valor nominal unitario existente (€) | Fecha a la que se hubiera pagado el último cupón anterior al Pago Inicial si se hubiera devengado* | Pago Inicial (€) | Pagos Diferidos (€) | Precio de compra (€) |
|---|--------------------------------------|--|------------------|---------------------|----------------------|
| Participaciones Preferentes Serie A de CAM Capital, S.A. Unipersonal (KYG1793R1020) | 600                                  | 15/05/2012   | 600              | 144                 | 744                  |
| Participaciones Preferentes Serie B de CAM Capital, S.A. Unipersonal (KYG1793R1103) | 600                                  | 15/05/2012   | 600              | 144                 | 744                  |
| Participaciones Preferentes Serie C de CAM Capital, S.A. Unipersonal (ES0114607007) | 1000                                 | 29/03/2012   | 1000             | 240                 | 1240                 |
| Obligaciones Subordinadas de septiembre de 1988 de Banco CAM (ES0214400014)         | 601,01                               | 25/03/2012   | 601,01           | 144,24              | 745,25               |
| Obligaciones Subordinadas de noviembre de 1988 de Banco CAM (ES0215395015)          | 601,01                               | 25/05/2012   | 601,01           | 144,24              | 745,25               |
| Deuda Subordinada Especial de febrero de 2004 de Banco CAM (ES0214400048)           | 600                                  | 15/02/2012   | 600              | 144                 | 744                  |

\* Actualmente los pagos de cupón de los Valores Existentes se encuentran cancelados por la ausencia de beneficios del grupo Banco CAM en el ejercicio 2011. Dado que el pago de la remuneración está condicionado a la existencia de beneficio distribuible en el ejercicio anterior, excepto en lo que respecta a las Obligaciones Subordinadas de septiembre y de noviembre de 1988 que se determina con base en la cuenta de resultados del semestre natural anterior, el pago de los cupones se reanudará en el momento en el que se constate la existencia de beneficio distribuible suficiente del grupo Banco CAM para atender dichos pagos, es decir, cuando se formulen unas cuentas anuales (o, para las Obligaciones Subordinadas de septiembre y de noviembre de 1988, unos estados financieros intermedios semestrales correspondientes al primer semestre de un ejercicio) cuya cuenta de pérdidas y ganancias registre beneficio neto.

Los aceptantes de la Oferta de Compra inicialmente recibirán el Pago Inicial en efectivo por un importe equivalente al 100% del valor nominal de los Valores Existentes condicionado a su aplicación necesaria y simultánea en la Fecha de Operación a la compra / suscripción y desembolso de las Acciones del Banco en la Oferta Pública de Venta o en la Oferta Pública de Suscripción al precio que resulte del mayor de entre (i) la media aritmética de cotización de cierre de la acción de Banco de Sabadell durante los 10 días hábiles bursátiles anteriores a la fecha de finalización del periodo de aceptación (esta última inclusive) (esto es, desde el 16 de julio de 2012 al 27 de julio de 2012, ambos inclusive); y (ii) 2,30 euros.

Los Pagos Diferidos correspondientes al 24% del valor nominal de los Valores Existentes comprados serán satisfechos mediante sucesivos pagos en efectivo, a razón de un 6% anual, que se abonará trimestralmente (ascendiendo a un total de dieciséis Pagos Diferidos, cada uno por un importe equivalente al 1,5% del valor nominal). A diferencia del Pago Inicial, los Pagos Diferidos no estarán sujetos a su posterior reinversión, necesaria y simultánea, para la adquisición de acciones del Banco, si bien el abono de cada uno de los Pagos Diferidos se condiciona a la previa verificación por el Banco del cumplimiento por los inversores de la condición de mantenimiento ininterrumpido de la titularidad de las Acciones del Banco adquiridas con cargo al efectivo del Pago Inicial abonado por la compra de los Valores Existentes, desde el momento de la entrega y hasta la fecha en que se cumpla cada uno de los dieciséis trimestres desde la finalización del Periodo de Aceptación, en los que tendrán lugar los Pagos Diferidos. Por tanto la condición de mantenimiento ininterrumpido de las Acciones se verificará los días 27 de octubre, enero, abril y julio (inclusive) desde el Pago Inicial y hasta el 27 de julio de 2016 (inclusive). La entrega del efectivo se producirá, en su caso, dentro de los 10 días hábiles siguientes a cada una de las fechas antes referidas, de

## **ANEXO IV: DISPOSICIONES DE INTERÉS DEL REAL DECRETO LEGISLATIVO 1/2010, DE 2 DE JULIO, POR EL QUE SE APRUEBA EL TEXTO REFUNDIDO DE LA LEY DE SOCIEDADES DE CAPITAL.**

### **Artículo 69. Excepciones a la exigencia del informe (aportaciones no dinerarias Sociedades Anónimas).**

El informe del experto no será necesario en los siguientes casos:

a) Cuando la aportación no dineraria consista en valores mobiliarios que coticen en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado o en instrumentos del mercado monetario. Estos bienes se valorarán al precio medio ponderado al que hubieran sido negociados en uno o varios mercados regulados en el último trimestre anterior a la fecha de la realización efectiva de la aportación, de acuerdo con la certificación emitida por la sociedad rectora del mercado secundario oficial o del mercado regulado de que se trate.

Si ese precio se hubiera visto afectado por circunstancias excepcionales que hubieran podido modificar significativamente el valor de los bienes en la fecha efectiva de la aportación, los administradores de la sociedad deberán solicitar el nombramiento de experto independiente para que emita informe.

b) Cuando la aportación consista en bienes distintos de los señalados en la letra anterior cuyo valor razonable se hubiera determinado, dentro de los seis meses anteriores a la fecha de la realización efectiva de la aportación, por experto independiente con competencia profesional no designado por las partes, de conformidad con los principios y las normas de valoración generalmente reconocidos para esos bienes.

Si concurrieran nuevas circunstancias que pudieran modificar significativamente el valor razonable de los bienes a la fecha de la aportación, los administradores de la sociedad deberán solicitar el nombramiento de experto independiente para que emita informe.

En este caso, si los administradores no hubieran solicitado el nombramiento de experto debiendo hacerlo, el accionista o los accionistas que representen, al menos, el cinco por ciento del capital social, el día en que se adopte el acuerdo de aumento del capital, podrán solicitar del registrador mercantil del domicilio social que, con cargo a la sociedad, nombre un experto para que se efectúe la valoración de los activos. La solicitud podrán hacerla hasta el día de la realización efectiva de la aportación, siempre que en el momento de presentarla continúen representando al menos el cinco por ciento del capital social.

### **Artículo 168. Solicitud de convocatoria por la minoría.**

Los administradores deberán convocar la junta general cuando lo soliciten uno o varios socios que representen, al menos, el cinco por ciento del capital social, expresando en la solicitud los asuntos a tratar.

En este caso, la junta general deberá ser convocada para su celebración dentro de los dos meses siguientes a la fecha en que se hubiere requerido notarialmente a los administradores para convocarla, debiendo incluirse necesariamente en el orden del día los asuntos que hubiesen sido objeto de solicitud.

### **Artículo 179. Derecho de asistencia.**

1. En la sociedad de responsabilidad limitada todos los socios tienen derecho a asistir a la junta general. Los estatutos no podrán exigir para la asistencia a la junta general la titularidad de un número mínimo de participaciones.

2. En las sociedades anónimas los estatutos podrán exigir, respecto de todas las acciones, cualquiera que sea su clase o serie, la posesión de un número mínimo para asistir a la junta general sin que, en ningún caso, el número exigido pueda ser superior al uno por mil del capital social.

3. En la sociedad anónima los estatutos podrán condicionar el derecho de asistencia a la junta general a la legitimación anticipada del accionista, pero en ningún caso podrán impedir el ejercicio de tal derecho a los titulares de acciones nominativas y de acciones representadas por medio de anotaciones en cuenta que las tengan inscritas en sus respectivos registros con cinco días de antelación a aquél en que haya de celebrarse la junta, ni a los tenedores de acciones al portador que con la misma antelación hayan efectuado el depósito de sus acciones o, en su caso, del certificado acreditativo de su depósito en una entidad autorizada, en la forma prevista por los estatutos. Si los estatutos no contienen una previsión a este último respecto, el depósito podrá hacerse en el domicilio social.

El documento que acredite el cumplimiento de estos requisitos será nominativo y surtirá eficacia legitimadora frente a la sociedad.

### **Artículo 196. Derecho de información en la sociedad de responsabilidad limitada.**

1. Los socios de la sociedad de responsabilidad limitada podrán solicitar por escrito, con anterioridad a la reunión de la junta general o verbalmente durante la misma, los informes o aclaraciones que estimen precisos acerca de los asuntos comprendidos en el orden del día.

2. El órgano de administración estará obligado a proporcionárselos, en forma oral o escrita de acuerdo con el momento y la naturaleza de la información solicitada, salvo en los casos en que, a juicio del propio órgano, la publicidad de ésta perjudique el interés social.

3. No procederá la denegación de la información cuando la solicitud esté apoyada por socios que representen, al menos, el veinticinco por ciento del capital social.

#### **Artículo 197. Derecho de información en la sociedad anónima.**

1. Hasta el séptimo día anterior al previsto para la celebración de la junta, los accionistas podrán solicitar de los administradores las informaciones o aclaraciones que estimen precisas acerca de los asuntos comprendidos en el orden del día, o formular por escrito las preguntas que consideren pertinentes.

Los administradores estarán obligados a facilitar la información por escrito hasta el día de la celebración de la junta general.

2. Durante la celebración de la junta general, los accionistas de la sociedad podrán solicitar verbalmente las informaciones o aclaraciones que consideren convenientes acerca de los asuntos comprendidos en el orden del día. Si el derecho del accionista no se pudiera satisfacer en ese momento, los administradores estarán obligados a facilitar la información solicitada por escrito, dentro de los siete días siguientes al de la terminación de la junta.

3. Los administradores estarán obligados a proporcionar la información solicitada al amparo de los dos apartados anteriores, salvo que esa información sea innecesaria para la tutela de los derechos del socio, o existan razones objetivas para considerar que podría utilizarse para fines extrasociales o su publicidad perjudique a la sociedad o a las sociedades vinculadas.

4. La información solicitada no podrá denegarse cuando la solicitud esté apoyada por accionistas que representen, al menos, el veinticinco por ciento del capital social. Los estatutos podrán fijar un porcentaje menor, siempre que sea superior al cinco por ciento del capital social.

5. La vulneración del derecho de información previsto en el apartado 2 solo facultará al accionista para exigir el cumplimiento de la obligación de información y los daños y perjuicios que se le hayan podido causar, pero no será causa de impugnación de la junta general.

6. En el supuesto de utilización abusiva o perjudicial de la información solicitada, el socio será responsable de los daños y perjuicios causados.

#### **Artículo 203. Acta notarial.**

1. Los administradores podrán requerir la presencia de notario para que levante acta de la junta general y estarán obligados a hacerlo siempre que, con cinco días de antelación al previsto para la celebración de la junta, lo soliciten socios que representen, al menos, el uno por ciento del capital social en la sociedad anónima o el cinco por ciento en la sociedad de responsabilidad limitada. En este caso, los acuerdos sólo serán eficaces si constan en acta notarial.

2. El acta notarial no se someterá a trámite de aprobación, tendrá la consideración de acta de la junta y los acuerdos que consten en ella podrán ejecutarse a partir de la fecha de su cierre.

3. Los honorarios notariales serán de cargo de la sociedad.

#### **Artículo 206. Legitimación para impugnar.**

1. Para la impugnación de los acuerdos sociales están legitimados cualquiera de los administradores, los terceros que acrediten un interés legítimo y los socios que hubieran adquirido tal condición antes de la adopción del acuerdo, siempre que representen, individual o conjuntamente, al menos el uno por ciento del capital.

Los estatutos podrán reducir los porcentajes de capital indicados y, en todo caso, los socios que no los alcancen tendrán derecho al resarcimiento del daño que les haya ocasionado el acuerdo impugnable.

2. Para la impugnación de los acuerdos que sean contrarios al orden público estará legitimado cualquier socio, aunque hubieran adquirido esa condición después del acuerdo, administrador o tercero.

3. Las acciones de impugnación deberán dirigirse contra la sociedad. Cuando el actor tuviese la representación exclusiva de la sociedad y la junta no tuviese designado a nadie a tal efecto, el juez que conozca de la impugnación nombrará la persona que ha de representarla en el proceso, entre los socios que hubieren votado a favor del acuerdo impugnado.

4. Los socios que hubieren votado a favor del acuerdo impugnado podrán intervenir a su costa en el proceso para mantener su validez.

5. No podrá alegar defectos de forma en el proceso de adopción del acuerdo quien habiendo tenido ocasión de denunciarlos en el momento oportuno, no lo hubiera hecho.

#### **Artículo 238. Acción social de responsabilidad.**

1. La acción de responsabilidad contra los administradores se entablará por la sociedad, previo acuerdo de la junta general, que puede ser adoptado a solicitud de cualquier socio aunque no conste en el orden del día. Los estatutos no podrán establecer una mayoría distinta a la ordinaria para la adopción de este acuerdo.

2. En cualquier momento la junta general podrá transigir o renunciar al ejercicio de la acción, siempre que no se opusieren a ello socios que representen el cinco por ciento del capital social.

3. El acuerdo de promover la acción o de transigir determinará la destitución de los administradores afectados.

4. La aprobación de las cuentas anuales no impedirá el ejercicio de la acción de responsabilidad ni supondrá la renuncia a la acción acordada o ejercitada.

#### **Artículo 239. Legitimación de la minoría.**

1. El socio o socios que posean individual o conjuntamente una participación que les permita solicitar la convocatoria de la junta general, podrán entablar la acción de responsabilidad en defensa del interés social cuando los administradores no convocasen la junta general solicitada a tal fin, cuando la sociedad no la entablare dentro del plazo de un mes, contado desde la fecha de adopción del correspondiente acuerdo, o bien cuando este hubiere sido contrario a la exigencia de responsabilidad.

El socio o los socios a los que se refiere el párrafo anterior, podrán ejercitar directamente la acción social de responsabilidad cuando se fundamente en la infracción del deber de lealtad sin necesidad de someter la decisión a la junta general.

2. En caso de estimación total o parcial de la demanda, la sociedad estará obligada a reembolsar a la parte actora los gastos necesarios en que hubiera incurrido con los límites previstos en el artículo 394 de la Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil, salvo que esta haya obtenido el reembolso de estos gastos o el ofrecimiento de reembolso de los gastos haya sido incondicional.

#### **Artículo 251. Impugnación de acuerdos del consejo de administración.**

1. Los administradores podrán impugnar los acuerdos del consejo de administración o de cualquier otro órgano colegiado de administración, en el plazo de treinta días desde su adopción. Igualmente podrán impugnar tales acuerdos los socios que representen un uno por ciento del capital social, en el plazo de treinta días desde que tuvieran conocimiento de los mismos y siempre que no hubiere transcurrido un año desde su adopción.

2. Las causas de impugnación, su tramitación y efectos se regirán conforme a lo establecido para la impugnación de los acuerdos de la junta general, con la particularidad de que, en este caso, también procederá por infracción del reglamento del consejo de administración.

#### **Artículo 265. Nombramiento por el registrador mercantil.**

1. Cuando la junta general no hubiera nombrado al auditor antes de que finalice el ejercicio a auditar, debiendo hacerlo, o la persona nombrada no acepten el cargo o no pueda cumplir sus funciones, los administradores y cualquier socio podrán solicitar del registrador mercantil del domicilio social la designación de la persona o personas que deban realizar la auditoría, de acuerdo con lo dispuesto en el Reglamento del Registro Mercantil.

En las sociedades anónimas, la solicitud podrá ser realizada también por el comisario del sindicato de obligacionistas.

2. En las sociedades que no estén obligadas a someter las cuentas anuales a verificación por un auditor, los socios que representen, al menos, el cinco por ciento del capital social podrán solicitar del registrador mercantil del domicilio social que, con cargo a la sociedad, nombre un auditor de cuentas para que efectúe la revisión de las cuentas anuales de un determinado

ejercicio siempre que no hubieran transcurrido tres meses a contar desde la fecha de cierre de dicho ejercicio.

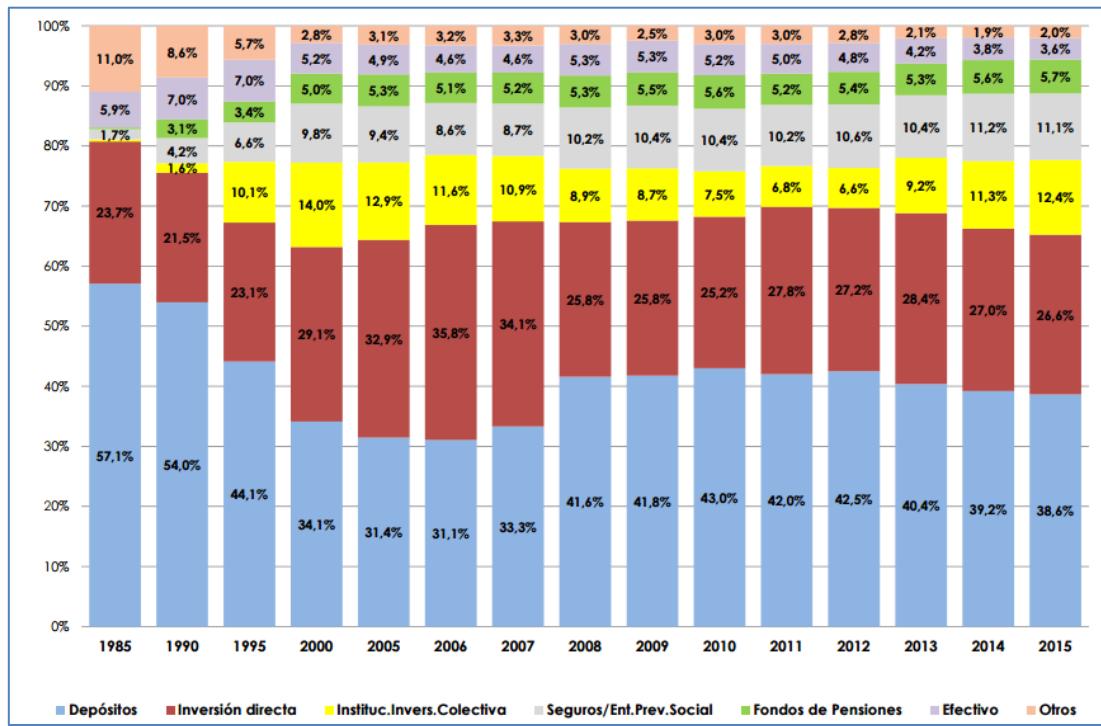
**Artículo 373. Intervención del Gobierno en las sociedades anónimas.**

1. Cuando el Gobierno, a instancia de accionistas que representen, al menos, la quinta parte del capital social, o del personal de la empresa, juzgase conveniente para la economía nacional o para el interés social la continuación de la sociedad anónima, podrá acordarlo así por real decreto, en que se concretará la forma en que ésta habrá de subsistir y las compensaciones que, al ser expropiados de su derecho, han de recibir los accionistas.

2. En todo caso, el real decreto reservará a los accionistas, reunidos en junta general, el derecho a prorrogar la vida de la sociedad y a continuar la explotación de la empresa, siempre que el acuerdo se adopte dentro del plazo de tres meses, a contar de la publicación del real decreto.

## ANEXO V: CIFRAS Y GRÁFICOS DE LAS MAGNITUDES Y DESTINO DEL AHORRO FAMILIAR SEGÚN INVERCO

### A) ACTIVOS FINANCIEROS DE LAS FAMILIAS ESPAÑOLAS (% sobre total)



### B) FLUJOS FINANCIEROS ACUMULADOS ANUALES EN ACTIVOS FINANCIEROS DE LAS FAMILIAS ESPAÑOLAS

|   | 2001    | 2002   | 2003   | 2004   | 2005   | 2006    | 2007    | 2008    | 2009    | 2010    | 2011   | 2012    | 2013    | 2014    | 2015    |
|---|---------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|
| I. DEPÓSITOS Y EFECTIVO                     | 24.428  | 50.156 | 25.638 | 43.888 | 50.408 | 80.274  | 59.080  | 74.397  | 27.068  | 22.897  | -1.473 | 3.703   | 23.141  | -12.976 | -1.890  |
| Efectivo                                    | -12.187 | 29.218 | 9.079  | 11.451 | 9.838  | 5.856   | 1.823   | 2.667   | 3.268   | -976    | -2.309 | -2.492  | -4.493  | -6.098  | -3.612  |
| Depósitos transferibles                     | 7.112   | 4.517  | 5.753  | 8.869  | 24.801 | 23.255  | -13.357 | -7.466  | 41.069  | -1.699  | 337    | -114    | 27.187  | 33.969  | 66.746  |
| Otros depósitos                             | 29.503  | 16.421 | 10.806 | 23.568 | 15.769 | 51.163  | 70.614  | 79.196  | -17.269 | 25.573  | 500    | 6.309   | 447     | -40.847 | -65.023 |
| II. INSTITUC. INV. COLECTIVA <sup>(1)</sup> | 5.487   | 1.649  | 17.882 | 13.341 | 17.161 | 2.559   | -10.710 | -40.264 | -3.210  | -14.603 | -4.494 | -8.794  | 21.782  | 34.509  | 33.596  |
| III. FONDOS DE PENSIONES                    | 5.103   | 5.341  | 6.650  | 6.237  | 7.581  | 7.005   | 4.436   | 1.423   | 1.840   | 2.695   | -1.697 | 410     | 770     | 982     | -37     |
| Externos                                    | 7.202   | 7.771  | 5.981  | 5.293  | 7.081  | 6.128   | 5.317   | 1.089   | 2.461   | 1.397   | 759    | -158    | 600     | 923     | 512     |
| Internos                                    | -2.098  | -2.430 | 669    | 943    | 500    | 878     | -881    | 334     | -622    | 1.298   | -2.455 | 568     | 170     | 59      | -549    |
| IV. INVERSIÓN DIRECTA                       | -1.887  | 9.070  | 8.938  | -73    | 1.543  | -2.989  | 2.005   | -16.829 | 6.672   | 10.014  | 19.163 | 7.234   | -34.546 | -30.096 | -6.671  |
| Renta Fija                                  | 243     | 4.323  | 2.442  | -970   | 3.097  | 8.024   | 12.919  | -13.290 | 6.104   | 12.466  | 24.697 | -24.170 | -41.930 | -29.640 | 2.248   |
| Corto plazo                                 | 1       | -73    | 684    | -727   | 360    | 1.317   | 4.439   | -281    | -4.263  | -513    | 9.941  | 3.874   | -14.215 | -1.185  | -700    |
| Largo plazo/Préstamos                       | 242     | 4.396  | 1.758  | -243   | 2.737  | 6.706   | 8.480   | -13.009 | 10.367  | 12.979  | 14.756 | -28.044 | -27.715 | -28.456 | 2.948   |
| Otras participaciones                       | 1.434   | 1.322  | 979    | 2.385  | 1.705  | 1.163   | 1.422   | -2.903  | -685    | -597    | 1.570  | 2.577   | -1.927  | 773     | 945     |
| Renta Variable                              | -3.564  | 3.425  | 5.517  | -1.488 | -3.259 | -12.176 | -12.336 | -636    | 1.253   | -1.855  | -7.104 | 28.827  | 9.312   | -1.228  | -9.865  |
| Cotizada                                    | -1.713  | 1.285  | -892   | -1.835 | 58     | -4.433  | 2.516   | 1.241   | 7.736   | 7.922   | -1.403 | 25.472  | 6.651   | -5.434  | -6.607  |
| No cotizada                                 | -1.851  | 2.139  | 6.408  | 347    | -3.317 | -7.743  | -14.852 | -1.878  | -6.484  | -9.777  | -5.701 | 3.354   | 2.661   | 4.206   | -3.258  |
| V. SEGUROS/Ent.Prev.Social                  | 17.667  | 19.021 | 14.024 | 15.031 | 15.797 | 17.020  | 9.606   | 12.810  | 7.957   | 6.057   | -33    | 2.843   | 8.862   | 12.154  | 4.739   |
| Reservas vida                               | 5.727   | -1.894 | 2.125  | 6.414  | 6.411  | 5.510   | 2.988   | 7.678   | 7.048   | 2.132   | 7.996  | 1.848   | 5.736   | 6.861   | 1.538   |
| Seguros colectivos pensiones                | 4.461   | 13.740 | 2.549  | -469   | -913   | 1.005   | -1.042  | 2.515   | -1.344  | -38     | -1.273 | -733    | -106    | -1.647  | -219    |
| EPSV  | 599     | 354    | 472    | 624    | -127   | 1.844   | 121     | 5.095   | 740     | 62      | 958    | 1.043   | 2.401   | 6.244   | 3.489   |
| Otras reservas                              | 6.880   | 6.821  | 8.879  | 8.461  | 10.427 | 8.662   | 7.539   | -2.479  | 1.512   | 3.900   | -7.715 | 686     | 831     | 697     | -70     |
| VI. CRÉDITOS                                | -1.005  | 1.220  | 1.891  | 1.346  | 4.223  | 4.011   | -4.083  | -7.761  | -6.929  | 7.305   | -3.015 | -401    | -4.186  | 260     | 280     |
| VII. OTROS                                  | -6.604  | -8.757 | -6.463 | -2.405 | -5.645 | -1.285  | 1.876   | -4.372  | -2.406  | -75     | 5.663  | -3.232  | -6.398  | -2.834  | 2.827   |
| TOTAL                                       | 43.190  | 77.700 | 68.560 | 77.364 | 91.068 | 106.595 | 62.211  | 19.404  | 30.991  | 34.289  | 14.114 | 1.763   | 9.426   | 1.999   | 32.845  |

Fuente: INVERCO con datos Banco de España

(1) IIC: desde 2013 incluye IIC extranjeras de los hogares españoles. Antes de 2013, Fondos de Inversión y SICAV domésticas. No incluye inversores personas jurídicas

## C) ESTRUCTURA DEL AHORRO FINANCIERO DE LAS FAMILIAS (% sobre total)

| Activos Financieros                  | 1985         | 1990         | 1995         | 2000         | 2005         | 2006         | 2007         | 2008         | 2009         | 2010         | 2011         | 2012         | 2013         | 2014         | 2015         |
|--------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>I. DEPÓSITOS Y EFECTIVO</b>       | <b>63,0</b>  | <b>61,0</b>  | <b>51,1</b>  | <b>39,3</b>  | <b>36,4</b>  | <b>35,6</b>  | <b>37,9</b>  | <b>46,8</b>  | <b>47,1</b>  | <b>48,2</b>  | <b>47,0</b>  | <b>47,3</b>  | <b>44,6</b>  | <b>43,0</b>  | <b>42,2</b>  |
| Efectivo                             | 5,9          | 7,0          | 7,0          | 5,2          | 4,9          | 4,6          | 4,6          | 5,3          | 5,3          | 5,2          | 5,0          | 4,8          | 4,2          | 3,8          | 3,6          |
| Depósitos transferibles              | 7,2          | 8,9          | 5,6          | 5,7          | 16,8         | 15,7         | 14,6         | 15,9         | 17,8         | 17,7         | 17,3         | 17,3         | 17,3         | 18,6         | 21,6         |
| Otros depósitos                      | 49,9         | 45,1         | 38,6         | 28,4         | 14,6         | 15,4         | 18,7         | 25,7         | 23,9         | 25,3         | 24,8         | 25,2         | 23,1         | 20,6         | 17,0         |
| <b>II. INSTITUC. INV. COLECTIVA</b>  | <b>0,3</b>   | <b>1,6</b>   | <b>10,1</b>  | <b>14,0</b>  | <b>12,9</b>  | <b>11,6</b>  | <b>10,9</b>  | <b>8,9</b>   | <b>8,7</b>   | <b>7,5</b>   | <b>6,8</b>   | <b>6,6</b>   | <b>9,2</b>   | <b>11,3</b>  | <b>12,4</b>  |
| Fondos de Inversión                  | 0,3          | 1,6          | 10,1         | 14,0         | 12,4         | 11,2         | 10,4         | 8,5          | 7,8          | 6,6          | 6,0          | 5,8          | 6,5          | 8,2          | 9,1          |
| IIC extranjeras/SICAV <sup>(1)</sup> |              |              |              |              | 0,4          | 0,5          | 0,5          | 0,4          | 0,9          | 0,9          | 0,8          | 0,9          | 2,7          | 3,1          | 3,3          |
| <b>III. FONDOS DE PENSIONES</b>      | <b>0,3</b>   | <b>3,1</b>   | <b>3,4</b>   | <b>5,0</b>   | <b>5,3</b>   | <b>5,1</b>   | <b>5,2</b>   | <b>5,3</b>   | <b>5,5</b>   | <b>5,6</b>   | <b>5,2</b>   | <b>5,4</b>   | <b>5,3</b>   | <b>5,6</b>   | <b>5,7</b>   |
| Externos                             |              | 0,9          | 2,1          | 3,8          | 4,6          | 4,4          | 4,6          | 4,7          | 4,9          | 4,9          | 4,7          | 4,9          | 4,8          | 5,1          | 5,2          |
| Internos                             | 0,3          | 2,2          | 1,4          | 1,2          | 0,6          | 0,6          | 0,6          | 0,7          | 0,6          | 0,7          | 0,5          | 0,5          | 0,5          | 0,5          | 0,5          |
| <b>IV. INVERSIÓN DIRECTA</b>         | <b>23,7</b>  | <b>21,5</b>  | <b>23,1</b>  | <b>29,1</b>  | <b>32,9</b>  | <b>35,8</b>  | <b>34,1</b>  | <b>25,8</b>  | <b>25,8</b>  | <b>25,2</b>  | <b>27,8</b>  | <b>27,2</b>  | <b>28,4</b>  | <b>27,0</b>  | <b>26,6</b>  |
| Renta Fija                           | 8,1          | 7,4          | 3,6          | 2,5          | 2,1          | 2,7          | 2,7          | 2,2          | 2,4          | 2,8          | 4,8          | 4,1          | 2,7          | 1,3          | 1,4          |
| Corto plazo                          | 1,5          | 4,4          | 1,2          | 0,2          | 0,1          | 0,2          | 0,4          | 0,4          | 0,2          | 0,1          | 0,7          | 0,9          | 0,1          | 0,1          | 0,0          |
| Largo plazo / Préstamos              | 6,6          | 3,0          | 2,4          | 2,4          | 2,0          | 2,6          | 2,3          | 1,8          | 2,3          | 2,7          | 4,1          | 3,2          | 2,6          | 1,2          | 1,4          |
| Otras participaciones                | 1,4          | 0,4          | 1,4          | 2,8          | 2,4          | 2,5          | 3,0          | 3,3          | 2,6          | 4,2          | 4,6          | 5,0          | 3,8          | 4,0          | 3,9          |
| Renta Variable                       | 14,2         | 13,7         | 18,1         | 23,8         | 28,4         | 30,6         | 28,4         | 20,2         | 20,8         | 18,2         | 18,4         | 18,1         | 21,9         | 21,8         | 21,3         |
| Cotizada                             | -            | -            | 4,6          | 10,6         | 7,0          | 8,0          | 7,3          | 4,7          | 6,2          | 5,4          | 5,2          | 6,7          | 8,6          | 8,3          | 7,7          |
| No cotizada                          | -            | -            | 13,4         | 13,2         | 21,4         | 22,6         | 21,1         | 15,5         | 14,6         | 12,8         | 13,2         | 11,4         | 13,3         | 13,4         | 13,6         |
| <b>V. SEGUROS/Ent.Prev.Social</b>    | <b>1,7</b>   | <b>4,2</b>   | <b>6,6</b>   | <b>9,8</b>   | <b>9,4</b>   | <b>8,6</b>   | <b>8,7</b>   | <b>10,2</b>  | <b>10,4</b>  | <b>10,4</b>  | <b>10,2</b>  | <b>10,6</b>  | <b>10,4</b>  | <b>11,2</b>  | <b>11,1</b>  |
| Reservas vida                        | 0,5          | 2,2          | 4,8          | 6,4          | 5,3          | 4,9          | 4,9          | 6,0          | 6,3          | 6,3          | 6,5          | 6,8          | 6,8          | 7,7          | 7,5          |
| Seguros colectivos pensiones         |              |              | 0,1          | 0,9          | 1,9          | 1,7          | 1,6          | 1,8          | 1,7          | 1,7          | 1,5          | 1,5          | 1,5          | 1,4          | 1,4          |
| EPSV                                 |              |              | 0,6          | 0,6          | 0,5          | 0,5          | 0,5          | 0,9          | 0,9          | 0,9          | 1,0          | 1,0          | 1,1          | 1,1          | 1,2          |
| Otras reservas                       | 1,1          | 2,0          | 1,1          | 1,9          | 1,6          | 1,5          | 1,6          | 1,5          | 1,5          | 1,5          | 1,2          | 1,2          | 1,1          | 1,1          | 1,0          |
| <b>VI. CRÉDITOS</b>                  | <b>8,5</b>   | <b>6,2</b>   | <b>3,4</b>   | <b>2,0</b>   | <b>1,8</b>   | <b>1,8</b>   | <b>1,5</b>   | <b>1,2</b>   | <b>0,8</b>   | <b>1,2</b>   | <b>1,0</b>   | <b>1,0</b>   | <b>0,7</b>   | <b>0,7</b>   | <b>0,7</b>   |
| <b>VII. OTROS</b>                    | <b>2,5</b>   | <b>2,4</b>   | <b>2,3</b>   | <b>0,8</b>   | <b>1,3</b>   | <b>1,5</b>   | <b>1,7</b>   | <b>1,8</b>   | <b>1,7</b>   | <b>1,8</b>   | <b>2,0</b>   | <b>1,8</b>   | <b>1,4</b>   | <b>1,2</b>   | <b>1,3</b>   |
| <b>TOTAL</b>                         | <b>100,0</b> |

Fuente: INVERCO con datos Banco de España

(1) IIC: desde 2013 incluye SICAV domésticas e IIC extranjeras de los hogares españoles. Antes de 2013 solo SICAV. No incluye inversores personas jurídicas

## D) VARIACIONES ANUALES EN ESTRUCTURA DEL AHORRO (%)

| Activos Financieros                  | Anualizada 5 años |              |               |              |              | Anual         |               |               |               |               |              |               |              |              |  |
|--------------------------------------|-------------------|--------------|---------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--|
|                                      | 1990              | 1995         | 2000          | 2005         | 2006         | 2007          | 2008          | 2009          | 2010          | 2011          | 2012         | 2013          | 2014         | 2015         |  |
| <b>I. DEPÓSITOS Y EFECTIVO</b>       | <b>12,2%</b>      | <b>7,2%</b>  | <b>4,5%</b>   | <b>7,4%</b>  | <b>14,0%</b> | <b>9,0%</b>   | <b>10,4%</b>  | <b>3,4%</b>   | <b>2,8%</b>   | <b>-0,2%</b>  | <b>0,4%</b>  | <b>2,8%</b>   | <b>-1,5%</b> | <b>-0,2%</b> |  |
| Efectivo                             | 16,7%             | 11,0%        | 3,7%          | 8,1%         | 7,5%         | 2,2%          | 3,1%          | 3,7%          | -1,1%         | -2,5%         | -2,8%        | -5,2%         | -7,5%        | -4,8%        |  |
| Depósitos transferibles              | 17,9%             | 1,0%         | 10,8%         | 35,3%        | 8,8%         | -4,6%         | -2,7%         | 15,3%         | -0,5%         | 0,1%          | 0,0%         | 8,8%          | 10,1%        | 18,1%        |  |
| Otros depósitos                      | 10,7%             | 7,7%         | 3,6%          | -4,5%        | 22,1%        | 25,0%         | 22,4%         | -4,0%         | 6,2%          | 0,1%          | 1,4%         | 0,1%          | -9,1%        | -16,0%       |  |
| <b>II. INSTITUC. INV. COLECTIVA</b>  | <b>54,0%</b>      | <b>60,7%</b> | <b>17,6%</b>  | <b>7,2%</b>  | <b>5,3%</b>  | <b>-4,1%</b>  | <b>-27,3%</b> | <b>0,9%</b>   | <b>-13,0%</b> | <b>-7,7%</b>  | <b>-2,7%</b> | <b>51,2%</b>  | <b>24,9%</b> | <b>12,2%</b> |  |
| Fondos de inversión                  | 54,0%             | 60,7%        | 17,6%         | 6,4%         | 4,7%         | -4,9%         | -27,1%        | -5,5%         | -14,8%        | -7,6%         | -3,7%        | 23,2%         | 28,4%        | 12,9%        |  |
| IIC extranjeras/SICAV <sup>(1)</sup> | -                 | -            | -             | -            | 20,1%        | 15,2%         | -31,1%        | 137,2%        | 2,7%          | -8,2%         | 4,8%         | -             | 16,4%        | 10,5%        |  |
| <b>III. FONDOS DE PENSIONES</b>      | <b>79,9%</b>      | <b>13,4%</b> | <b>18,7%</b>  | <b>10,3%</b> | <b>11,1%</b> | <b>5,0%</b>   | <b>-7,8%</b>  | <b>6,3%</b>   | <b>1,3%</b>   | <b>-4,1%</b>  | <b>3,9%</b>  | <b>6,0%</b>   | <b>7,9%</b>  | <b>3,1%</b>  |  |
| Externos                             | -                 | 32,5%        | 24,1%         | 13,7%        | 11,2%        | 6,5%          | -9,2%         | 7,9%          | -0,1%         | -1,7%         | 3,6%         | 6,5%          | 8,7%         | 4,0%         |  |
| Internos                             | 68,6%             | 0,6%         | 8,0%          | -4,2%        | 10,2%        | -6,0%         | 3,1%          | -5,7%         | 12,6%         | -21,1%        | 6,2%         | 1,7%          | 0,6%         | -5,5%        |  |
| <b>IV. INVERSIÓN DIRECTA</b>         | <b>10,9%</b>      | <b>12,7%</b> | <b>15,3%</b>  | <b>11,8%</b> | <b>26,5%</b> | <b>-2,2%</b>  | <b>-32,6%</b> | <b>3,1%</b>   | <b>-1,9%</b>  | <b>13,0%</b>  | <b>-2,6%</b> | <b>14,1%</b>  | <b>-2,9%</b> | <b>0,1%</b>  |  |
| Renta Fija                           | 11,0%             | -3,6%        | 2,5%          | 5,3%         | 48,7%        | 0,6%          | -25,0%        | 10,7%         | 18,2%         | 72,4%         | -14,6%       | -27,0%        | -51,9%       | 11,6%        |  |
| Corto plazo                          | 39,9%             | -14,6%       | -27,1%        | 3,1%         | 76,0%        | 143,4%        | -8,3%         | -61,9%        | -18,4%        | 464,3%        | 31,3%        | -83,5%        | -45,6%       | -49,3%       |  |
| Largo plazo / Préstamos              | -3,6%             | 6,9%         | 9,6%          | 5,4%         | 47,2%        | -9,0%         | -28,0%        | 27,4%         | 20,7%         | 54,3%         | -22,4%       | -10,8%        | -52,2%       | 15,3%        |  |
| Otras participaciones                | -10,2%            | 40,5%        | 25,8%         | 6,2%         | 22,1%        | 22,6%         | -2,5%         | -18,6%        | 60,4%         | 13,5%         | 7,3%         | -17,2%        | 7,1%         | -0,5%        |  |
| Renta Variable                       | 12,2%             | 17,4%        | 16,3%         | 13,0%        | 25,2%        | -4,6%         | -36,5%        | 5,8%          | -12,1%        | 3,6%          | -2,0%        | 32,0%         | 1,5%         | -0,5%        |  |
| Cotizada                             | -                 | -            | 29,9%         | 0,4%         | 32,1%        | -6,0%         | -42,2%        | 35,1%         | -12,6%        | -1,2%         | 28,9%        | 38,7%         | -0,5%        | -5,6%        |  |
| No cotizada                          | -                 | -            | 9,7%          | 20,2%        | 23,0%        | -4,1%         | -34,5%        | -3,0%         | -11,8%        | 5,5%          | -14,2%       | 28,0%         | 2,7%         | 2,6%         |  |
| <b>V. SEGUROS/Ent.Prev.Social</b>    | <b>35,7%</b>      | <b>21,5%</b> | <b>19,3%</b>  | <b>8,0%</b>  | <b>7,5%</b>  | <b>2,8%</b>   | <b>4,9%</b>   | <b>5,4%</b>   | <b>0,2%</b>   | <b>0,1%</b>   | <b>3,7%</b>  | <b>7,7%</b>   | <b>9,6%</b>  | <b>0,3%</b>  |  |
| Reservas vida                        | 49,1%             | 29,8%        | 16,6%         | 5,2%         | 7,2%         | 3,2%          | 7,7%          | 9,1%          | -0,3%         | 6,5%          | 4,5%         | 8,9%          | 14,5%        | -0,2%        |  |
| Seguros colectivos pensiones         | -                 | -            | 82,2%         | 26,3%        | 5,9%         | -3,3%         | -1,3%         | -0,8%         | -1,7%         | -6,5%         | 0,3%         | 4,2%          | -3,7%        | 0,0%         |  |
| EPSV                                 | -                 | -            | 9,7%          | 5,5%         | 22,5%        | 1,2%          | 50,2%         | 4,5%          | 0,4%          | 6,0%          | 6,1%         | 13,1%         | 7,9%         | 5,2%         |  |
| Otras reservas                       | 26,7%             | -1,4%        | 23,2%         | 5,6%         | 5,7%         | 9,1%          | -13,0%        | -1,3%         | 4,7%          | -22,3%        | 1,3%         | 0,3%          | -1,3%        | -0,2%        |  |
| <b>VI. CRÉDITOS</b>                  | <b>6,0%</b>       | <b>-1,6%</b> | <b>-0,6%</b>  | <b>6,5%</b>  | <b>14,1%</b> | <b>-12,6%</b> | <b>-27,3%</b> | <b>-33,6%</b> | <b>53,4%</b>  | <b>-14,4%</b> | <b>-2,2%</b> | <b>-23,8%</b> | <b>1,9%</b>  | <b>2,1%</b>  |  |
| <b>VII. OTROS</b>                    | <b>12,5%</b>      | <b>9,6%</b>  | <b>-11,2%</b> | <b>21,8%</b> | <b>26,5%</b> | <b>22,8%</b>  | <b>-9,4%</b>  | <b>-2,5%</b>  | <b>8,3%</b>   | <b>12,0%</b>  | <b>-8,6%</b> | <b>-18,2%</b> | <b>-7,8%</b> | <b>11,2%</b> |  |
| <b>TOTAL</b>                         | <b>13,0%</b>      | <b>11,1%</b> | <b>10,1%</b>  | <b>9,0%</b>  | <b>16,4%</b> | <b>2,5%</b>   | <b>-10,7%</b> | <b>2,5%</b>   | <b>0,4%</b>   | <b>2,4%</b>   | <b>-0,3%</b> | <b>9,1%</b>   | <b>2,1%</b>  | <b>1,7%</b>  |  |
| <b>Pasivos financieros</b>           | <b>19,1%</b>      | <b>6,7%</b>  | <b>13,5%</b>  | <b>15,7%</b> | <b>18,7%</b> | <b>11,0%</b>  | <b>2,6%</b>   | <b>-1,3%</b>  | <b>0,4%</b>   | <b>-2,8%</b>  | <b>-4,1%</b> | <b>-5,4%</b>  | <b>-4,0%</b> | <b>-2,9%</b> |  |

Fuente: INVERCO con datos Banco de España

(1) IIC: desde 2013 incluye SICAV domésticas e IIC extranjeras de los hogares españoles. Antes de 2013 solo SICAV. No incluye inversores personas jurídicas