



MINISTERIO
DE LA
PRESIDENCIA



EXCMO. SR.

Tengo el honor de remitir a V.E. el Informe de la Comisión de Seguimiento sobre Comercialización de los Instrumentos Híbridos de Capital y Deuda Subordinada, de conformidad con lo previsto en el artículo 1.3 del Real Decreto-ley 6/2013, de 22 de marzo, de protección a los titulares de determinados productos de ahorro e inversión y otras medidas de carácter financiero.

Madrid, 21 de mayo de 2013



EXCMO. SR. PRESIDENTE DEL CONGRESO DE LOS DIPUTADOS

COMISIÓN DE SEGUIMIENTO DE INSTRUMENTOS HÍBRIDOS DE CAPITAL Y DEUDA SUBORDINADA

**INFORME SOBRE LA COMERCIALIZACIÓN DE
INSTRUMENTOS HÍBRIDOS DE CAPITAL Y DEUDA
SUBORDINADA (REAL DECRETO-LEY 6/2013, DE 22 DE
MARZO).**

1. INTRODUCCIÓN

Los instrumentos híbridos de capital y la deuda subordinada no son instrumentos financieros novedosos. Sin embargo, ha sido recientemente (desde comienzos de 2012) cuando ha trascendido públicamente la eventual existencia de problemas en su comercialización al haberse materializado, en algunos casos, los riesgos que implica su tenencia para el inversor. En especial, se han visto afectados inversores en dichos instrumentos financieros cuyos emisores han sido entidades financieras que han tenido problemas de solvencia y que han necesitado ayudas públicas.

Conforme dispone la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, inspirada en el memorando de entendimiento firmado entre las autoridades españolas y europeas el 20/07/2012, las entidades financieras afectadas están realizando, o van a realizar, ejercicios de gestión de los instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada, cuya consecuencia es la participación de los inversores en los costes derivados de la reestructuración de dichas entidades financieras. Por lo tanto, estos ejercicios de gestión de híbridos suponen la asunción de pérdidas por parte de los inversores.

En dicho contexto, se ha estimado preciso realizar un seguimiento de las eventuales reclamaciones que dichos inversores puedan dirigir a las entidades financieras y facilitar mecanismos ágiles de resolución de controversias entre los inversores y las entidades por la vía del arbitraje.

El Real Decreto-ley 6/2013, de 22 de marzo, de protección de los titulares de determinados productos de ahorro e inversión y otras medidas de carácter financiero, estableció la creación de una Comisión de seguimiento de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada (en adelante Comisión de Seguimiento) que es la encargada, entre otras labores, de la determinación de los criterios básicos que habrán de emplear las entidades participadas por el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) al objeto de ofrecer a sus clientes el sometimiento a arbitraje de las controversias que surjan en relación con instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada, con el fin de que estos queden adecuadamente compensados del perjuicio económico soportado, en caso de laudo estimatorio.

Dicho Real Decreto-ley 6/2013, también prevé que la Comisión de Seguimiento deberá elaborar, al mes de quedar constituida, un informe que se elevará al Congreso de los Diputados, en el que se analicen los siguientes aspectos:

- a) Características básicas de la comercialización entre clientes minoristas de los instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada en los últimos años.
- b) Datos estadísticos más relevantes de dicha comercialización.
- c) Marco regulador y supervisor de la protección a los clientes minoristas para la comercialización de estos productos.
- d) Reclamaciones presentadas y su resultado.

El presente informe se elabora atendiendo a dicho mandato y conforme a la estructura prevista en el mencionado Real Decreto-ley.

2. CARACTERÍSTICAS BÁSICAS DE LA COMERCIALIZACIÓN EN LOS ÚLTIMOS AÑOS

La comercialización de instrumentos financieros y la captación de clientes no se consideran por la legislación española un servicio de inversión en sentido técnico, sino una actividad previa a la prestación de los servicios de inversión¹. En puridad, los servicios de inversión a los que puede ir asociada la comercialización de Participaciones Preferentes (PPR) y Obligaciones Subordinadas (OBS) son principalmente los de colocación de instrumentos financieros (cuando la comercialización coincide con la emisión en el mercado primario), o de recepción y transmisión de órdenes y ejecución de dichas órdenes cuando la operación se realiza en el mercado secundario. A continuación se describen las características fundamentales de la comercialización en ambos segmentos durante los últimos años.

Emisiones en mercado primario.

La comercialización en España de los instrumentos híbridos de capital comenzó, de manera apreciable, a finales de la década de los 90. Este tipo de instrumentos, en su mayoría emitidos por entidades de crédito pero también por empresas industriales, se ha comercializado regularmente desde entonces tanto entre inversores institucionales como entre inversores minoristas. Buena prueba de ello es que desde enero de 1998 hasta diciembre de 2012 se emitieron (o se admitieron a cotización sin oferta previa) 461 emisiones, con un nominal total de 115.283 millones de euros. Según los datos disponibles en la CNMV, hubo más de 3 millones de suscriptores de este tipo de activos con motivo de la emisión durante esos 14 años. En el siguiente apartado de este informe se aporta información detallada sobre las emisiones y saldos vivos.

En cierta medida puede afirmarse que el marco normativo favorecía su emisión por las entidades de crédito. Para ellas tenían un doble atractivo, por un lado, su computabilidad como recursos propios (con ciertos límites, que se han ido modificando paulatinamente) y, por otro, la consideración de los intereses pagados a los inversores como un gasto deducible a efectos del impuesto de sociedades (a diferencia de la retribución al accionista vía dividendos). Por ello, las entidades de crédito históricamente utilizaron su emisión como una vía para captar recursos propios.

La denominación “participación preferente” es una particularidad nacional, que se atribuye al hecho de que las Cajas de Ahorro no pudieran emitir acciones. En otras jurisdicciones, en las que también se han emitido este tipo de instrumentos, se ha empleado el término “acciones preferentes”.

Con carácter general, las emisiones dirigidas a inversores minoristas se han comercializado casi exclusivamente por las propias entidades de crédito emisoras a través de sus extensas redes de oficinas. Este doble papel de emisor/colocador de las entidades de crédito no es exclusivo de los instrumentos híbridos; históricamente ha sido una situación bastante habitual para todo tipo de valores emitidos por entidades de crédito españolas, al igual que para otros productos como fondos de inversión o de pensiones que, sin ser un producto de pasivo, sí tienen una vinculación con el grupo comercializador principal o exclusivo al que pertenece su sociedad gestora.

1 Artículo 63.4 de la LMV.

Negociación posterior a la emisión.

Con posterioridad a la emisión y colocación inicial, también puede hablarse de una actividad de comercialización por parte de las entidades de crédito emisoras, asociada a la búsqueda de clientes interesados en adquirir estos instrumentos tras su emisión y simultánea satisfacción de las necesidades de liquidez de otros clientes.

Ello es así, dado que el mercado AIAF, donde habitualmente cotizaban estas emisiones, no es un mercado multilateral, sino que las operaciones se cruzan de manera bilateral. Por ello, a medida que fue creciendo el número de operaciones de clientes minoristas, la mayor parte de las entidades de crédito desarrollaron sistemas internos de case de operaciones entre sus clientes (en los que se realizaban compra-ventas de estos activos entre clientes de la misma entidad) y posteriormente transmitían al mercado la información de las transacciones. A partir de mayo de 2010 se puso en marcha la plataforma SEND dentro de AIAF que permite una negociación multilateral.

La operativa en el mercado secundario sobre emisiones destinadas a minoristas de PPR y OBS supuso, en el período comprendido desde 1999 hasta marzo de 2013, un total de 44.826 y 16.166 millones de euros respectivamente, centrándose más del 70% de la negociación en ambos casos, en valores emitidos por entidades financieras. Estos datos, aunque incluyen los importes canjeados y recomprados por las entidades emisoras, dan una idea de la actividad de comercialización que se producía con posterioridad a la emisión.

Impacto de la crisis financiera.

Hasta finales de 2008, momento en el que se produjeron cambios relevantes en la situación de mercado, era frecuente que las entidades de crédito amortizaran anticipadamente sus emisiones de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada y, adicionalmente, el precio al que normalmente se cruzaban las operaciones entre clientes en los sistemas internos de case solía estar próximo al valor nominal de los títulos. De esta forma, lo habitual era que el inversor recuperase todo el capital invertido, además de los intereses acumulados hasta ese momento, lo que facilitaba su percepción por parte del inversor minorista como instrumentos con escaso riesgo. Ello a pesar de su carácter perpetuo (en el caso de las PPR y algunas OBS), su condición de último acreedor (PPR) o acreedor subordinado (OBS) o a la ausencia de remuneración en el supuesto de que el emisor no obtuviera beneficios.

A partir de 2008 se va modificando paulatinamente dicha percepción. Como consecuencia de la crisis y de la situación general del sistema financiero español, las entidades de crédito, al no disponer de liquidez suficiente y tener necesidad de mantener o incrementar sus ratios de solvencia, interrumpen las amortizaciones anticipadas de estos instrumentos. A esto se añade que el mercado comienza a considerar posible que algunas de ellas registren pérdidas, situación que se refleja en la valoración de mercado de las entidades y, en consecuencia, en la valoración de los instrumentos híbridos emitidos por ellas.

En paralelo, se producen modificaciones respecto a la computabilidad como recursos propios de los instrumentos híbridos que ven reducido su porcentaje de cómputo como recursos propios básicos y endurecidos los requisitos necesarios para que puedan computarse como tales.

La Ley 19/2003, de 4 de julio, sobre régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales, a través de la modificación de la Disposición Adicional segunda de la Ley 13/1985, limitaba el importe nominal en circulación de las participaciones preferentes al 30 por 100 de los recursos propios básicos de las entidades de crédito. Desde la primera regulación, a través de la mencionada Ley 19/2003, se han publicado 13 normas de diverso rango que han ido endureciendo paulatinamente los límites y condiciones para su cómputo como recursos

propios. Las últimas modificaciones al respecto siguen las directrices del acuerdo internacional en la materia conocido como “Basilea III”.

Desde la perspectiva de la normativa que regula la comercialización de estos activos, en el año 2008 también se produce un significativo cambio legislativo (coloquialmente denominado normativa MiFID) que modifica los requisitos que deben observarse en la comercialización de los instrumentos financieros, especialmente en el caso de que estos sean complejos.

Desde diciembre de 2011 y durante 2012, numerosas entidades financieras (principalmente aquellas que no han necesitado fondos públicos para alcanzar las cifras de recursos propios mínimos y, en menor medida, entidades del Grupo 2²) han ofrecido a los clientes el canje de parte de estos instrumentos financieros por otros activos. Las entidades financieras del Grupo 1³ y del Grupo 2 han reducido en menor medida el saldo vivo de este tipo de instrumentos dadas las restricciones impuestas por la Comisión Europea a aquellas entidades que habían sido receptoras de ayudas de Estado.

Como consecuencia de que algunos de los canjes ofrecidos a los inversores no ha permitido la recuperación de la totalidad de su inversión, así como de la significativa pérdida de valor con posterioridad de los activos entregados en canje en otros casos, o la expectativa, para operaciones aún pendientes, de que puedan materializarse elevadas minusvalías, se ha incrementado el número de quejas y reclamaciones de los inversores, que en el caso de las recibidas en la CNMV aumentó exponencialmente a partir de 2012 (hasta ese año las reclamaciones no eran significativas en número). Algunas de estas reclamaciones fueron inicialmente presentadas ante el Banco de España y trasladadas a la CNMV en virtud de la competencia respectiva de ambas instituciones y del principio de ventanilla única establecidos reglamentariamente.

Los motivos más frecuentemente manifestados en las reclamaciones de inversores minoristas que han adquirido este tipo de instrumentos financieros han sido: i) haber recibido una información verbal contradictoria con la documentación contractual que soporta la operación aportada por los comercializadores, resultando frecuente que los clientes manifiesten haber contratado este tipo de instrumentos financieros en el convencimiento de que se trataba de un producto de ahorro carente de riesgo, similar a una imposición a plazo fijo; y ii) haber adquirido estos instrumentos en la creencia de que habían recibido una recomendación del personal de las entidades (en muchos casos “verbal”), si bien en la inmensa mayoría de los casos carecen de acreditación documental que permita confirmarlo e incluso, en ocasiones, en los documentos contractuales suscritos se indica lo contrario.

La eventual discrepancia entre la información contractual y la verbal debe analizarse en el contexto en el que se produce la comercialización de estos activos, a través de la red de sucursales de entidades de crédito, con presencia física y transmisión verbal de información por parte de los empleados del comercializador (que en la mayoría de los casos también es el emisor), quienes, además, suelen tener incentivos económicos ligados a la venta de los activos.

2 Las entidades que han sido englobadas dentro del Grupo 2 son aquellas que no superaron la prueba de resistencia realizada en el contexto del MoU, y que no han podido cubrir las necesidades de capital identificadas sin ayuda estatal. Concretamente, se trata de Banco Mare Nostrum, Liberbank, Banco CajaTres y Banco Ceiss.

3 Las entidades que han sido englobadas dentro del Grupo 1 son aquellas que en la fecha en que se firmó el MOU eran propiedad del FROB (BFA/Bankia, Catalunya Caixa, NCG Banco y Banco de Valencia).

3. EMISIONES, SALDOS VIVOS Y ACTIVIDAD EN EL MERCADO

3.1 Emisiones de valores híbridos desde 01.01.1998 hasta 31.12.2012

Durante el período comprendido entre el 1 de enero de 1998 y el 31 de diciembre de 2012 se han registrado en la Comisión Nacional del Mercado de Valores, como oferta de emisión o admisión sin oferta, un total de 461 emisiones de valores o instrumentos híbridos de capital por un importe total de 115.284 millones de euros, con el siguiente detalle:

Clase de valor	Número de emisiones		Importe (millones €)			Número de suscriptores ⁴		
	Oferta pública	Admisión	Oferta pública	Admisión	Total	Minoristas	Cualificados	Total
PPRS	94	21	40.244	2.378	42.622	1.107.940	50.939	1.158.879
OBS	267	73	59.662	12.154	71.817	1.944.008	97.544	2.041.552
AFS	6		845		845	47.588	925	48.513
Total	367	94	100.711	14.532	115.284	3.099.536	149.408	3.248.944

PPRS: Participaciones Preferentes

OBS: Obligaciones subordinadas, que incluyen los Bonos Subordinados Convertibles

AFS: Aportaciones financieras subordinadas

La práctica totalidad de los emisores son entidades financieras, sólo 7 emisiones de participaciones preferentes que se corresponden con 6 emisores no financieros, 1 emisión de deuda subordinada de una sociedad cotizada no financiera y 4 emisiones de subordinadas fueron realizadas por 3 compañías de seguros. Las 6 emisiones de Aportaciones Financieras Subordinadas fueron realizadas por 2 Sociedades Cooperativas establecidas en el País Vasco. En la siguiente tabla se muestra la evolución anual de las emisiones (detalle en tabla adjunta más adelante):

AÑO	IMPORTE (millones €)
1998	2.250
1999	7.450
2000	4.438
2001	8.358
2002	5.757
2003	7.695
2004	10.066
2005	4.649
2006	7.476
2007	9.884
2008	4.051
2009	21.643
2010	5.490
2011	12.649
2012	3.425

⁴ Se refiere al número de suscriptores comunicado por el emisor al cierre de la oferta. Se ha obtenido por agregación del número de suscriptores de cada emisión, pero debe tenerse en cuenta que i) algunas emisiones se han realizado para canjear otras previas y ii) que gran número de emisiones ya se han amortizado.

En 2009 se produce un mayor volumen de emisiones e importes, todo ello derivado de la necesidad de obtención de recursos propios computables a efectos regulatorios, bien nacionales o de otro ámbito y de la dificultad de las entidades para obtener esos recursos en el mercado mayorista. Algo similar ocurre en 2011, si bien en este caso las emisiones son, prácticamente todas, canjes de otras anteriores que ya no servían para el cómputo de las necesidades de capital al modificarse la normativa europea y las exigencias de la EBA por nuevas emisiones con las características necesarias para computar como recursos propios.

3.2 Evolución de las compras de clientes

Hasta el año 2011, las adquisiciones de participaciones preferentes por parte de minoristas registradas en el Mercado AIAF oscilaron entre 1.626 mill. € y 4.516 mill.€ nominales anuales. En el año 2012 estas compras alcanzaron el máximo de toda la serie histórica, con un volumen nominal de 9.999 mill. €, debido al aumento de operaciones relacionadas con las ofertas de recompra y canje de estas emisiones. En el periodo comprendido desde 1999 hasta marzo de 2013, las emisiones de preferentes destinadas a minoristas concentraron el 96% del total comprado por cuenta de clientes, ascendiendo a 44.826 mill. €, de los que un 70% correspondieron a emisiones de entidades financieras. Por lo que se refiere a las emisiones de las entidades de los grupos 1 y 2, el volumen contratado alcanzó su máximo en 2012 con 2.061 mill. €, seguido de 2009 con 1.046 mill. €, mientras que en el resto del periodo analizado la contratación se mantuvo entre 231 y 808 mill. €.

En deuda subordinada minorista admitida a negociación en AIAF, las compras de clientes se mantuvieron entre 48 mill. € y 1.943 mill. € hasta 2011, alcanzando el máximo en 2012 con un nominal de 2.663 mill. €. En el total del periodo, las emisiones de deuda subordinada de entidades financieras destinadas a minoristas concentraron el 33% del volumen comprado por cuenta de clientes, mientras que el resto correspondió a emisiones dirigidas a inversores mayoristas. En el conjunto del periodo, la negociación de emisiones de empresas no financieras representó el 1,51%. En cuanto a la negociación de las emisiones de las entidades de los grupos 1 y 2, el año de mayor actividad fue 2012, con 1.384 mill. €, mientras que en el resto del periodo no sobrepasó los 800 mill. € anuales.

La negociación de deuda subordinada en bolsa se situó en el periodo analizado entre 1,6 mill. € en el año 1999 y 1.518 mill.€ en 2008. También destacó el año 2012 con un volumen de 1.311 mill. € debido a la realización de ofertas de recompra y canjes de varias emisiones.

Respecto a la evolución de los precios de negociación de participaciones preferentes y obligaciones subordinadas minoristas, en términos generales se mantuvieron en torno al 100% hasta la puesta en marcha del SEND en el mercado AIAF en mayo de 2010. A partir de ese momento, los precios de negociación que se fueron incorporando en esa plataforma comenzaron a ajustarse de forma progresiva.

Actualmente los precios de negociación de entidades del grupo 0, que no han necesitado ayuda pública para reforzar su solvencia, negocian en torno a 50-70%, mientras que los de las entidades de los grupos 1 y 2 oscilan entre el 30 y el 50%.

3.3 Evolución de los saldos vivos

El saldo vivo total de participaciones preferentes emitidas para minoristas se fue incrementando desde el año 2000⁵ con 9.231 mill. € hasta el máximo en 2009 con 32.015 mill. €, del que un 77% correspondía a emisiones de entidades financieras. Desde este año se ha ido reduciendo

⁵ No hay datos disponibles para 1999

dicho saldo, especialmente en 2012, año en el que pasó de 30.010 mill. € a 9.885 mill. € debido a las mencionadas recompras y canjes de emisiones. En cuanto a las emisiones minoristas de las entidades de los grupos 1 y 2, el saldo vivo máximo se alcanzó en 2009 con 8.226 mill. € y se ha reducido hasta un saldo actual de 5.129 mill. €

El saldo vivo de deuda subordinada minorista prácticamente no ha dejado de aumentar desde el año 2000 hasta el fin del periodo analizado, que termina con un volumen de 17.001 mill. €. Las emisiones de las entidades de los grupos 1 y 2 alcanzaron su saldo vivo máximo en el año 2010 (6.328 mill. €) y actualmente presentan un saldo de 4.884 mill. € en emisiones minoristas.

A continuación se muestran los datos más relevantes sobre emisiones y saldos vivos por entidades⁶:

- En la primera tabla se muestra la evolución anual de las emisiones detallando el tipo de instrumento y entidad.
- En la segunda tabla se muestran las emisiones totales dirigidas a minoristas de preferentes y subordinadas por entidades, así como los saldos vivos, distinguiendo las entidades en la órbita del FROB.
- La tercera tabla muestra las emisiones de preferentes dirigidas a minoristas por años de emisión y entidades.
- La cuarta tabla muestra las emisiones de obligaciones subordinadas dirigidas a minoristas por años de emisión y entidades.
- En la quinta tabla se incluye el número de clientes minoristas de preferentes y subordinadas por entidad.

6 En las tablas segunda, tercera y cuarta sólo se incluye el detalle de aquellas emisiones en las que se mantiene algún saldo vivo.

Evolución anual de emisiones detallando el tipo de instrumento y entidad.

TIPO VALOR/GRUPO	AÑO 1998	AÑO 1999	AÑO 2000	AÑO 2001	AÑO 2002	AÑO 2003	AÑO 2004	AÑO 2005	TOTAL PERÍODO 1998-2005
PARTICIPACIONES PREFERENTES	0	0	0	0	0	0	0	0	0
DEUDA SUBORDINADA	423.849.362	285.000.000	846.024.000	656.100.200	655.218.500	829.787.000	909.999.200	750.000.000	5.355.978.262
ENTIDADES GRUPO 1 (I)	423.849.362	1.785.000.000	1.146.024.000	836.100.200	715.319.500	969.786.800	2.134.999.200	978.000.000	8.989.079.062
PARTICIPACIONES PREFERENTES	0	100.000.000	100.000.000	210.000.000	267.000.000	55.000.000	225.000.000	84.990.000	1.041.990.000
DEUDA SUBORDINADA	117.197.360	192.091.089	161.891.124	79.509.000	238.483.000	357.000.000	540.000.000	859.000.000	2.545.171.573
ENTIDADES GRUPO 2 (II)	117.197.360	392.091.089	361.891.124	499.509.000	772.483.000	467.000.000	990.000.000	1.028.980.000	3.587.161.573
PARTICIPACIONES PREFERENTES	1.300.000.000	3.851.354.625	2.460.000.000	3.590.000.000	3.404.486.300	3.040.389.100	3.941.164.650	1.125.500.000	22.712.894.675
DEUDA SUBORDINADA	408.076.584	1.522.138.647	570.888.566	3.643.100.000	1.042.163.690	3.142.359.700	3.024.928.000	1.601.800.000	14.955.455.187
APORTACIONES FINANCIERAS SUBORDINADAS	0	0	0	0	90.000.000	130.000.000	200.000.000	0	420.000.000
OTROS (III)	3.416.153.168	10.746.986.544	6.061.777.131	14.466.200.000	8.983.299.980	12.495.497.600	14.132.185.300	5.454.600.000	38.088.349.862
TOTAL (I+II+III)	3.957.199.891	12.924.077.634	7.569.692.255	15.801.809.200	10.471.102.480	13.932.284.400	17.257.184.500	7.461.580.000	50.664.590.498

TIPO VALOR/GRUPO	AÑO 2006	AÑO 2007	AÑO 2008	AÑO 2009	AÑO 2010	AÑO 2011	AÑO 2012	AÑO 2013	TOTAL PERÍODO 2006-2013
PARTICIPACIONES PREFERENTES	284.000.000	135.000.000	200.000.000	3.622.000.000	0	0	0	0	4.241.000.000
DEUDA SUBORDINADA	2.559.000.000	655.000.000	635.000.000	1.363.450.000	800.000.000	0	0	0	6.012.450.000
ENTIDADES GRUPO 1 (IV)	2.843.000.000	790.000.000	835.000.000	4.985.450.000	800.000.000	0	0	0	10.253.450.000
PARTICIPACIONES PREFERENTES	80.000.000	50.000.000	0	2.163.000.000	0	0	0	0	2.293.000.000
DEUDA SUBORDINADA	635.101.000	122.000.000	370.000.000	1.253.650.000	181.985.000	0	0	0	2.562.736.000
ENTIDADES GRUPO 2 (V)	715.101.000	172.000.000	370.000.000	3.416.650.000	181.985.000	0	0	0	4.855.736.000
PARTICIPACIONES PREFERENTES	547.000.000	40.000.000	1.046.000.000	6.867.926.625	0	200.000.000	0	0	8.700.926.625
DEUDA SUBORDINADA	3.246.000.000	8.582.000.000	1.800.796.500	6.373.500.000	4.508.000.000	12.449.578.650	3.425.387.360	0	40.385.262.510
APORTACIONES FINANCIERAS SUBORDINADAS	125.000.000	300.000.000	0	0	0	0	0	0	425.000.000
OTROS (VI)	3.918.000.000	8.922.000.000	2.846.796.500	13.241.426.625	4.508.000.000	12.649.578.650	3.425.387.360	0	49.511.189.135
TOTAL (IV+V+VI)	7.476.101.000	9.884.000.000	4.051.796.500	21.643.526.625	5.489.985.000	12.649.578.650	3.425.387.360	0	64.620.375.135

TOTAL IMPORTE VALORES HÍBRIDOS	115.284.965.632
---------------------------------------	------------------------

Saldos vivos de emisiones dirigidas a minoristas de participaciones preferentes y subordinadas.

ENTIDADES	Total Emitido Preferentes	Saldo vivo preferentes total Minoristas Marzo-13	Total Emitido Subordinadas	Saldo Vivo Subordinadas Marzo-13	TOTAL HÍBRIDOS Marzo -13
Financieras					
BANKIA/BFA	4.886.178.600	3.123.153.400	1.916.832.500	1.833.156.500	4.956.309.900
NCG/Banco Gallego	902.999.800	902.999.800	956.000.000	956.000.000	1.858.999.800
Caixa Catalunya	510.000.000	510.000.000	1.072.019.300	1.072.019.300	1.582.019.300
CEISS	450.000.000	412.006.000	681.985.000	598.680.000	1.010.686.000
Liberbank	178.000.000	178.000.000	398.483.000	398.483.000	576.483.000
Caja 3	-	-	231.000.000	1.463.600	1.463.600
BMN	942.000.000	2.976.400	995.101.000	25.157.692	28.134.092
UNNIM	143.000.000	143.000.000	210.000.000	210.000.000	353.000.000
CAIXABANK	4.897.586.000	77.779.000	10.525.363.900	10.525.363.900	10.603.142.900
BANKINTER	429.518.900	60.844.300	-	-	60.844.300
BANCO SABADELL	850.000.000	51.452.100	-	-	51.452.100
CAM	1.309.600.000	50.172.600	300.000.000	9.410.400	59.583.000
BBVA	3.475.000.000	44.999.800	-	-	44.999.800
BANCA CIVICA	904.031.000	23.845.700	269.000.000	269.000.000	292.845.700
SANTANDER	1.965.615.725	20.862.500	-	-	20.862.500
BANCO POPULAR	1.128.227.900	18.797.100	550.000.000	528.843.000	547.640.100
BANESTO	497.466.000	7.824.000	-	-	7.824.000
BBK Bank Cajasur	150.000.000	548.400	60.000.000	60.000.000	60.548.400
Deutsche Bank	-	-	230.692.300	230.692.300	230.692.300
Ibercaja	-	-	550.000.000	264.922.000	264.922.000
Caja Ontinyent	-	-	12.000.000	12.000.000	12.000.000
B. Etcheverría	-	-	6.000.000	6.000.000	6.000.000
TOTAL Financieras	23.618.223.925	5.629.261.100	18.964.477.000	17.001.191.692	22.630.462.792
No financieras			No financieras		
ENDESA	2.000.000.000	181.371.225			181.371.225
REPSOL	3.000.000.000	3.000.000.000			3.000.000.000
Fagor	185.000.000,00	185.000.000,00			185.000.000
Eroski	660.000.000,00	660.000.000,00			660.000.000
SOL MELIÁ FINANCE LIMITED	106.886.300	106.886.300			106.886.300
SOS Cuétara	300.000.000	300.000.000			300.000.000
TELEFÓNICA	2.000.000.000	58.765.000			58.765.000
UNIÓN FENOSA	609.244.650	609.244.650			609.244.650
TOTAL No Financieras	8.861.130.950	5.101.267.175	-	-	5.101.267.175
TOTAL SISTEMA	32.479.354.875	10.730.528.275	18.964.477.000	17.001.191.692	27.731.719.967
	FROB	PREFERENTES	SUBORDINADAS	TOTAL	
	GRUPO 1	4.536.153.200	3.861.175.800	8.397.329.000	
	GRUPO 2	592.982.400	1.023.784.292	1.616.766.692	
	TOTAL FROB	5.129.135.600	4.884.960.092	10.014.095.692	

Saldos vivos de emisiones de participaciones preferentes: Evolución anual.

AÑO	ENTIDAD	Σ Nominal emitido Minoristas	Σ Saldo vivo Minoristas Marzo 2013
1999	BANCO SABADELL	250.000.000	21.432.000
	BANKIA/BFA	300.000.000	6.266.400
	Caixa Catalunya	300.000.000	300.000.000
	CAIXABANK	1.000.000.000	11.605.000
	TOTAL	1.850.000.000	339.303.400
2000	BANCA CIVICA	130.000.000	3.902.000
	BANCO POPULAR	180.000.000	3.654.000
	BBK Bank Cajasur	150.000.000	548.400
	BFA	181.077.600	8.201.400
	CAIXABANK	2.000.000.000	27.876.000
	TOTAL	2.641.077.600	44.181.800
2001	BANCA CIVICA	120.000.000	4.367.700
	Liberbank	30.000.000	30.000.000
	BANCO POPULAR	120.000.000	2.487.000
	BMN	100.000.000	391.500
	Caixa Catalunya	180.000.000	180.000.000
	CAM	300.000.000	9.942.000
	UNNIM	50.000.000	50.000.000
	TOTAL	900.000.000	277.188.200
2002	BANCO POPULAR	138.000.000	2.197.000
	BBVA	500.000.000	9.125.600
	BMN	100.000.000	635.000
	CAM	159.600.000	5.457.600
	TOTAL	957.701.000	19.033.200
2003	BBVA	350.000.000	4.564.100
	BMN	167.000.000	240.000
	Liberbank	55.000.000	55.000.000
	NCG	139.999.800	139.999.800
	TOTAL	711.999.800	199.803.900
2004	BANCO SABADELL	50.000.000	1.279.400
	BANKINTER	429.518.900	60.844.300
	BBVA	1.625.000.000	24.202.200
	BANKIA/BFA	1.225.000.000	8.175.600
	BMN	75.000.000	352.000
	Caja España - Duero	150.000.000	112.006.000
	UNNIM	93.000.000	93.000.000
	TOTAL	3.647.518.900	299.859.500
2005	BANCA CIVICA	37.000.000	723.000
	Caixa Catalunya	30.000.000	30.000.000
	NCG	198.000.000	198.000.000
	TOTAL	265.000.000	228.723.000
2006	BFA	62.000.000	41.892.000
	Liberbank	30.000.000	30.000.000
	TOTAL	92.000.000	71.892.000
2008	BBVA	1.000.000.000	7.107.900
	TOTAL	1.000.000.000	7.107.900
2009	BANCA CIVICA	417.031.000	12.754.000
	BANCO POPULAR	690.227.900	10.459.100
	BANCO SABADELL	550.000.000	28.740.700
	BANESTO	497.466.000	7.824.000
	BANKIA/BFA	3.057.000.000	3.057.000.000
	BMN	500.000.000	1.357.900
	CAIXABANK	1.897.586.000	38.298.000
	Caja España - Duero	300.000.000	300.000.000
	CAM	850.000.000	34.773.000
	Liberbank	63.000.000	63.000.000
	NCG	565.000.000	565.000.000
	SANTANDER	1.965.615.725	20.862.500
	TOTAL	11.352.926.625	4.140.069.200
2011	BANCA CIVICA	200.000.000	2.099.000
	TOTAL	200.000.000	2.099.000
TOTAL GENERAL		23.618.223.925	5.629.261.100

Saldos vivos de emisiones de obligaciones subordinadas: Evolución anual.

AÑO	ENTIDAD	Σ Nominal emitido Minoristas	Σ Saldo vivo Minoristas Marzo 2013
1994	BMN	60.101.000	709.192
	TOTAL	60.101.000	709.192
2001	Caixa Catalunya	12.019.800	12.019.800
	CAJATRES	9.000.000	18.000
	TOTAL	21.019.800	12.037.800
2002	BANKIA/BFA	27.045.000	1.914.000
	Caixa Catalunya	15.000.000	15.000.000
	Caixa Catalunya	25.000.000	25.000.000
	Liberbank	33.483.000	33.483.000
	TOTAL	100.528.000	75.397.000
2003	BANCO GALLEGO	36.000.000	36.000.000
	BMN	70.000.000	1.190.500
	Caixa Catalunya	20.000.000	20.000.000
	Caixa Ontinyent	6.000.000	6.000.000
	Caja España - Duero	100.000.000	16.695.000
	CAJATRES	100.000.000	1.365.000
	DEUTSCHE BANK	40.764.300	40.764.300
	KUTXABANK	60.000.000	60.000.000
	NCG	90.000.000	90.000.000
	NCG	240.000.000	240.000.000
	UNNIM	10.000.000	10.000.000
	UNNIM	60.000.000	60.000.000
	TOTAL	832.764.300	582.014.800
2004	BANCO POPULAR	100.000.000	78.843.000
	BANKIA/BFA	29.787.500	29.787.500
	Caixa Catalunya	199.999.500	199.999.500
	CAIXABANK	146.000.000	146.000.000
	CAM	300.000.000	9.410.400
	DEUTSCHE BANK	150.000.000	150.000.000
	DEUTSCHE BANK	39.928.000	39.928.000
	Liberbank	35.000.000	35.000.000
	Liberbank	45.000.000	45.000.000
	NCG	70.000.200	70.000.200
	NCG	120.000.000	120.000.000
	UNNIM	70.000.000	70.000.000
	TOTAL	1.305.715.200	993.968.600
2005	BANCA CIVICA	3.500.000	3.500.000
	BANCO ETCHEVERRÍA	6.000.000	6.000.000
	BANKIA/BFA	60.000.000	1.455.000
	BMN	100.000.000	185.000
	BMN	150.000.000	1.169.000
	Caixa Catalunya	300.000.000	300.000.000
	Liberbank	35.000.000	35.000.000
	NCG	90.000.000	90.000.000
	NCG	210.000.000	210.000.000
	TOTAL	954.500.000	647.309.000
2006	BMN	175.000.000	5.000.000
	Caixa Ontinyent	6.000.000	6.000.000
	Ibercaja Banco	200.000.000	107.894.500
	Liberbank	50.000.000	50.000.000
	TOTAL	431.000.000	168.894.500
2007	BANCA CIVICA	7.000.000	7.000.000
	CAJATRES	60.000.000	30.600
	CAJATRES	62.000.000	50.000
	Ibercaja Banco	350.000.000	157.027.500
	TOTAL	479.000.000	164.108.100
2008	Caixa Catalunya	500.000.000	500.000.000
	Caja España - Duero	200.000.000	200.000.000
	TOTAL	700.000.000	700.000.000
2009	BANCA CIVICA	8.500.000	8.500.000
	BANCA CIVICA	250.000.000	250.000.000
	BANCO GALLEGO	50.000.000	50.000.000
	BANKIA/BFA	1.000.000.000	1.000.000.000
	BMN	60.000.000	193.000
	BMN	120.000.000	3.329.000
	BMN	260.000.000	13.382.000
	CAIXABANK	2.500.000.000	2.500.000.000
	Caja España - Duero	200.000.000	200.000.000
	Liberbank	200.000.000	200.000.000
	NCG	50.000.000	50.000.000
	UNNIM	70.000.000	70.000.000
	TOTAL	4.768.500.000	4.345.404.000
2010	BANKIA/BFA	800.000.000	800.000.000
	CAIXABANK	3.000.000.000	3.000.000.000
	Caja España - Duero	83.305.000	83.305.000
	Caja España - Duero	98.680.000	98.680.000
	TOTAL	3.981.985.000	3.981.985.000
2011	BANCO POPULAR	200.000.000	200.000.000
	BANCO POPULAR	250.000.000	250.000.000
	CAIXABANK	1.505.499.000	1.505.499.000
	TOTAL	1.955.499.000	1.955.499.000
2012	CAIXABANK	1.301.501.600	1.301.501.600
	CAIXABANK	2.072.363.300	2.072.363.300
	TOTAL	3.373.864.900	3.373.864.900
TOTAL GENERAL		18.964.477.200	17.001.191.892

Número de clientes con saldo vivo por producto y entidad a marzo de 2013^(*):

	ENTIDAD	NÚMERO DE CLIENTES
PPR financieras	BANKIA/BFA	80.444
	Caixa Catalunya	39.718
	NCG/ Banco Gallego	31.200
	CEISS	15.816
	Liberbank	9.098
	BBVA	1.852
	CAM	1.816
	CAIXABANK	1.349
	BANKINTER	1.339
	BANCO SABADELL	1.133
	BANCO POPULAR	649
	SANTANDER	577
	BMN	277
	BANCA CIVICA	277
	BANESTO	271
	UNNIM	108
	KUTXABANK	8
TOTAL (I)		185.932
OBS financieras	CAIXABANK	263.646
	BANKIA/BFA	52.111
	Caixa Catalunya	50.704
	NCG/ Banco Gallego	47.703
	CEISS	21.107
	Liberbank	15.020
	BANCO POPULAR	9.925
	BANCA CIVICA	4.051
	BANCO GALLEGO	3.922
	UNNIM	3.464
	Ibercaja Banco	1.811
	DEUTSCHE BANK	3.120
	CAM	701
	Caixa Ontinyent	520
	BMN	480
	KUTXABANK	156
	BANCO ETCHEVERRÍA	107
	CAJATRES	56
TOTAL (II)		478.604
PPR no financieras	REPSOL	120.848
	EROSKI SOCIEDAD COOPERATIVA	30.621
	UNIÓN FENOSA	18.016
	FAGOR ELECTRODOMÉSTICOS, S. COOP.	10.280
	ENDESA	8.090
	TELFÓNICA	2.432
	SOL MELIÁ FINANCE LIMITED	1.167
	SOS Cuétara	398
TOTAL (III)		191.852
TOTAL (I+II+III)		856.388

(*) El dato facilitado es el del número de cuentas de depósito con posiciones en los instrumentos financieros señalados.

4. MARCO REGULADOR Y SUPERVISOR DE PROTECCIÓN A LOS CLIENTES MINORISTAS PARA LA COMERCIALIZACIÓN DE ESTOS PRODUCTOS⁷

Por lo que respecta al marco regulador y supervisor de estos productos, debe destacarse que ni las PPR ni las OBS tienen, en general, un tratamiento específico dentro de la normativa del mercado de valores. Se trata, en ambos casos, de productos considerados como complejos por la normativa vigente, lo que tiene transcendencia en algunas de las normas aplicables. Por lo demás, su régimen de emisión, información, valoración de conveniencia e idoneidad, o gestión de conflictos de interés, es el aplicable con carácter general, siendo la CNMV el organismo responsable de su supervisión, correspondiendo al Banco de España la verificación de su computabilidad como recursos propios.

A continuación se resumen tales requisitos, incluidas las medidas introducidas a través de la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, y se detallan las principales actuaciones de supervisión de la comercialización de estos productos realizadas por organismo competente, la CNMV, en los últimos años.

4.1 Marco regulador

Requisitos de emisión.

De acuerdo a lo recogido en el título III de la Ley del Mercado de Valores (en adelante LMV), en el momento de la emisión debe registrarse un folleto informativo que contenga toda la información necesaria sobre las características y riesgos de los instrumentos financieros emitidos, folleto que debe ponerse a disposición de los inversores.

Según el marco normativo español y europeo, existe libertad de emisión, aún en el caso de los instrumentos financieros más complejos. En este sentido, una vez cumplidas las exigencias de información establecidas en el mencionado título III, no puede prohibirse que se comercialicen entre inversores minoristas instrumentos financieros basándose en su complejidad o en que incorporen elevados niveles de riesgo.

Obligaciones de información.

Con independencia de la obligación de registro, publicación y puesta a disposición de los clientes del folleto informativo que se ha citado, el número tercero del artículo 79.bis de la LMV establece que las entidades deben proporcionar a sus clientes, de manera comprensible, información adecuada sobre los instrumentos financieros de modo que dicha información les permita comprender la naturaleza y riesgos del servicio de inversión y del tipo específico de instrumento financiero ofrecido. Obligación de información que alcanza tanto a operaciones que se produzcan en el momento de la emisión de los valores (mercado primario), como con posterioridad (mercado secundario).

En desarrollo de lo previsto en la LMV, el artículo 64 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que presten servicios de inversión (en adelante RD 217/2008) establece que la información sobre los instrumentos financieros que se proporcione a los clientes debe describir

⁷ El contenido de este capítulo ha sido suministrado por la CNMV de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 1.5 del Real Decreto – ley 6/2013, de 22 de marzo, de protección a los titulares de determinados productos de ahorro e inversión y otras medidas de carácter financiero.

su naturaleza y explicar sus características y los riesgos inherentes a los mismos. El artículo 62 del citado RD 217/2008 puntualiza que dicha información debe proporcionarse a los clientes minoristas en un soporte duradero y, finalmente, su artículo 70 determina la información periódica (al menos anual) que debe facilitarse a los inversores.

Este esquema de protección ha sido reforzado a través de la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, mediante la modificación del artículo 79 bis.3 de la LMV. En primer lugar, se establece que la citada información debe destacar, cuando así lo estime la CNMV, que el instrumento no resulta adecuado para inversores no profesionales. Igualmente, en el caso de instrumentos financieros emitidos por las entidades de crédito diferentes de las acciones, la información que se entregue a los clientes debe destacar las diferencias existentes con los depósitos bancarios ordinarios, tratando de evitar así, en el futuro, que el inversor adquiera instrumentos financieros con la idea de que se trata de depósitos bancarios.

Valoración de la conveniencia e idoneidad.

Los números 6 y 7 del artículo 79.bis de la LMV establecen diferentes requisitos respecto a la información que las entidades deben recabar de sus clientes minoristas, respecto a los avisos que deben facilitarles y respecto a las exigencias que deben cumplir en función del tipo de servicio de inversión que les presten.

Para la prestación de los servicios financieros de asesoramiento en materia de inversión (emisión de recomendaciones personalizadas a un inversor) y gestión discrecional de carteras, las entidades deben analizar los conocimientos y experiencia de los clientes en el ámbito de inversión correspondiente al tipo de producto o servicio concreto de que se trate, su situación financiera y sus objetivos de inversión, de forma que les pueda recomendar los servicios de inversión e instrumentos financieros que más les convengan. Esta garantía normativa a favor de los clientes que se denomina comúnmente análisis de idoneidad y es la que mayor nivel de protección aporta a los clientes minoristas. En el caso de que el producto no resulte coherente con los objetivos de inversión y situación financiera del cliente, el intermediario no puede recomendar su contratación.

Adicionalmente, conforme a la modificación introducida por la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, la entidad debe proporcionar 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.

El artículo 72 del RD 217/2008 precisa que, en función del tipo de cliente y del servicio prestado, al analizar los objetivos de inversión del cliente, las entidades deben recabar información referida al horizonte temporal de la inversión, preferencias de asunción de riesgos, perfil de riesgo y finalidad de la inversión y al analizar su situación financiera deben recabar información respecto al origen y nivel de sus ingresos periódicos, sus activos y sus compromisos financieros periódicos, además de la información referida a conocimientos y experiencia.

Para la prestación del resto de servicios financieros (ámbito en el que se han realizado la mayoría de las adquisiciones de PPR y OBS por parte de clientes minoristas), las entidades deben analizar únicamente los conocimientos y experiencia de los clientes en el ámbito de inversión correspondiente al tipo concreto de producto o servicio ofrecido o solicitado con la finalidad de evaluar si éstos resultan adecuados para el cliente. Esta garantía normativa a favor de los clientes se denomina comúnmente análisis de conveniencia. El artículo 73 del RD 217/2008 precisa que, en función del tipo de cliente y del servicio prestado, al analizar los conocimientos y experiencia del cliente las entidades deben recabar información referida al tipo de instrumentos financieros, transacciones y servicios con los que el cliente esté familiarizado;

la naturaleza, volumen y frecuencia de las transacciones del cliente y el periodo durante el que se hayan realizado y su nivel de estudios y profesión actual o pasada.

En ámbitos diferentes al asesoramiento y la gestión discrecional, cuando la entidad considere que el producto o servicio no resulta adecuado para el cliente debe advertírsele antes de prestarle el servicio de inversión. Igualmente, si el cliente no facilita la información necesaria, antes de prestarle el servicio financiero la entidad debe advertirle que dicha decisión del cliente le impide determinar si el servicio o producto es adecuado. En ambos casos, la norma permite continuar con la contratación después de haber realizado las preceptivas advertencias de no conveniencia o de ausencia de evaluación al cliente.

De nuevo, la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, introduce preceptos orientados a garantizar que las decisiones de inversión son tomadas teniendo en cuenta los riesgos que conlleva la contratación de productos complejos. Así, el documento contractual deberá incluir, junto a la firma del cliente, una expresión manuscrita mediante la que el inversor manifieste que ha sido advertido de la no conveniencia, o de la ausencia de evaluación por falta de datos, si bien esta última previsión se encuentra pendiente de desarrollo vía Circular, para cuya publicación se está a la espera del preceptivo dictamen del Consejo de Estado.

Conflictos de interés.

Conforme se establece en el artículo 70.quéter de la LMV, las entidades deben organizarse y adoptar medidas para detectar posibles conflictos de interés entre sus clientes y la propia entidad, o entre distintos clientes de la misma entidad, y aprobar, aplicar y mantener una política de gestión de aquéllos destinada a impedir que los intereses de sus clientes resulten perjudicados.

Documentación contractual.

Por último, el artículo 79.ter de la LMV establece que los contratos celebrados con los clientes minoristas deben constar por escrito, salvo para la prestación del servicio de asesoramiento en materia de inversión, en que bastará la constancia escrita o fehaciente de la recomendación personalizada.

4.2 Supervisión de la comercialización de híbridos de capital y deuda subordinada

A continuación se citan los principales aspectos en los que se ha centrado la supervisión de la CNMV en los últimos años:

Fomento de la transparencia y difusión de buenas prácticas⁸.

En marzo de 2009, la CNMV publicó fichas didácticas dirigidas a inversores minoristas sobre la naturaleza de las participaciones preferentes, en las que se informaba sobre las características de las participaciones preferentes y se destacaban sus riesgos.

En mayo de 2009, la CNMV hizo públicas una serie de pautas para la transmisión de información a los clientes, incluyendo la recomendación de utilizar para ello trípticos que debían recoger claramente las características y riesgos de los instrumentos financieros. También destacó la necesidad de evitar generar confusión al cliente en cuanto a la naturaleza del servicio prestado. En particular, se resaltaba la importancia de que no resultase ambiguo si se le estaba recomendando al cliente la contratación de manera personalizada, o simplemente se intermediaba la operación, toda vez que las obligaciones del intermediario son significativamente más relevantes cuando se efectúa una recomendación personalizada. Asimismo, se destacaba la obligación de las entidades de informar verbalmente al cliente de

⁸ Todos los documentos citados en el presente apartado están disponibles en la página web de la CNMV (www.cnmv.es) y pueden consultarse en el Anexo 1.

manera adecuada de todos los aspectos relevantes del instrumento financiero, teniendo en cuenta los riesgos inherentes a éste y el tipo de cliente.

En junio de 2010, la CNMV publicó una guía dirigida al sector sobre el análisis de la conveniencia e idoneidad. En ella se incluía, como buena práctica, la recomendación de que, en aquéllos casos en que los productos resultaran no convenientes para el inversor, éste incluyera una expresión manuscrita de tal circunstancia en la correspondiente advertencia.

En diciembre de 2010, la CNMV publicó una guía sobre la prestación del servicio de asesoramiento en la que se destacaba la necesidad de que las entidades establecieran controles específicos y eficaces de formación al personal de su red comercial que redujeran el riesgo de que se emitieran recomendaciones personalizadas a los clientes fuera del ámbito del asesoramiento (es decir, sin valorar previamente la idoneidad del producto para el inversor). Se destacaba que dicho riesgo es mucho mayor en el caso de campañas de venta de productos concretos entre clientes de banca comercial en los supuestos en los que el personal de la red tiene fijados determinados objetivos de captación o recibe incentivos que priman la venta de un determinado producto.

En el ámbito de prevención de conflictos de interés, la CNMV recordó, en junio de 2010, que suponía una mala práctica la utilización de mecanismos internos de case de operaciones a un valor diferente del de mercado entre clientes de la entidad cuando la entidad intermedia la compraventa del instrumento de renta fija entre dos de sus clientes ("casa" la operación).

Verificación y registro de emisiones⁹.

Como ya se ha indicado, la normativa española se rige por el principio de la libertad de emisión. Por ello, la supervisión que realiza la CNMV se centra en que el folleto recoja toda la información necesaria, en garantizar que la remuneración para el inversor sea de mercado y en tratar de conseguir la máxima liquidez. Desde las primeras emisiones de participaciones preferentes verificadas en 1998, ha sido práctica habitual la inclusión al principio del folleto de advertencias sobre los riesgos que suponía la inversión en este tipo de productos así como destacar en los resúmenes o trípticos los aspectos más relevantes de las emisiones.

En junio de 2005, la CNMV remitió una carta a las entidades emisoras sobre la "Aplicación de las normas de conducta a la colocación de los valores a largo plazo emitidos por entidades financieras entre la clientela minorista de dichas entidades", incluyendo el establecimiento de procedimientos internos destinados a verificar que las condiciones financieras de la emisión se adecuaban a las condiciones de mercado. Posteriormente desde febrero de 2009 se exige a las entidades financieras emisoras de participaciones preferentes dos informes de valoración de expertos independientes cuando las emisiones solo se comercializaban entre sus clientes minoristas. Estos informes tenían como objeto evitar el conflicto de interés inherente y determinar si las condiciones de la emisión destinada a minoristas eran equiparables a las necesarias para colocarse en el mercado mayorista.

Para dotar de una efectiva provisión de liquidez a las participaciones preferentes, incrementar la transparencia y favorecer la correcta formación de precios de emisiones de renta fija destinadas a minoristas en general y de las participaciones preferentes en particular, desde junio de 2010 la CNMV: i) estableció como criterio de obligado cumplimiento que todas las emisiones contasen con una entidad proveedora de liquidez, y ii) impulsó la cotización de estos instrumentos en plataformas multilaterales de negociación como SEND.

⁹ Todos los documentos citados en el presente apartado están disponibles en la página web de la CNMV (www.cnmv.es) se pueden consultar en el Anexo 2.

Actuaciones en el ámbito de la supervisión.

Debe destacarse que la labor de supervisión de la CNMV se realiza a posteriori, una vez que la comercialización ya se ha producido. A continuación se citan los tres principales tipos de trabajos abordados por la CNMV y los resultados obtenidos:

- Revisión del cumplimiento de las normas de conducta en las inspecciones in situ realizadas a entidades de crédito. Desde 2008 la CNMV ha realizado 17 inspecciones completas y 4 limitadas a operativa con híbridos, a entidades de crédito emisoras de instrumentos híbridos (dichas entidades concentran más del 80% de la clientela minorista en el mercado de valores). En estas inspecciones, entre las muestras analizadas se han incluido frecuentemente las participaciones preferentes y obligaciones subordinadas, para las que se revisa los procedimientos de valoración de conveniencia e idoneidad, así como la información facilitada a clientes.
- Revisión de la colocación del 70% del volumen de participaciones preferentes emitido en el mercado AIAF dirigido a inversores minoristas en 2008 / 2009, años en los que se produjo un número significativo de emisiones dirigidas a inversores minoristas y colocadas por el propio emisor (se registraron 24 emisiones con un nominal de 12.353 millones de euros). El trabajo de la CNMV consistió en revisar, con anterioridad al registro de la emisión y por tanto persiguiendo una actuación preventiva, la documentación, diferente a los folletos registrados, que se iba a entregar a los inversores y a la red comercial. Además, en la mayoría de los casos inmediatamente después de la comercialización inicial, bien se solicitó informe de la auditoría interna de las entidades sobre el cumplimiento posterior en la colocación de la emisión de las obligaciones de información y valoración de la conveniencia, o bien se revisó directamente.
- En 2011, después de haberlo anticipado al sector, la CNMV efectuó un análisis sectorial centrado en los mecanismos internos utilizados por las entidades financieras para dar liquidez a sus clientes en el mercado secundario AIAF, sobre emisiones con un nominal unitario inferior a 50.000 euros. Dicho análisis alcanzó a emisores que concentraban el 90% del saldo vivo en ese momento.

En el cuadro adjunto se detalla el saldo vivo de participaciones preferentes y deuda subordinada con nominal unitario inferior a 50.000 € cotizada en el mercado AIAF al comienzo de dicha actuación (abril de 2011) y a fecha reciente (marzo 2013).

Cuando en cualquiera de los trabajos de supervisión la CNMV detecta debilidades en los procedimientos empleados para la prestación de servicios de inversión, la institución requiere a las entidades que adopten las medidas necesarias para cumplir las obligaciones que les incumben, de forma que las debilidades detectadas no se reproduzcan en el futuro.

Por otra parte, y sin perjuicio de la actuación en el terreno disciplinario que más adelante se comenta, pueden destacarse algunas conclusiones relevantes de los trabajos de supervisión señalados:

- i) En primer lugar, llama la atención que, en determinadas entidades, el número de clientes que contrató el producto después de ser advertido de que la operación era “no conveniente” fue muy elevado. Esta circunstancia puso de manifiesto la necesidad de reforzar la normativa en lo relativo al consentimiento informado de los clientes.
- ii) También resulta destacable que el porcentaje de clientes a los que las entidades reconocen haber recomendado de manera personalizada la contratación de estos productos es absolutamente marginal. Debe recordarse que la normativa establece unas obligaciones más estrictas cuando la entidad recomienda de manera personalizada la contratación del producto (aunque sea implícitamente), ya que al estar prestando el

servicio de asesoramiento debe asegurarse de que el producto encaja en los objetivos de inversión y situación financiera del cliente (test de idoneidad). Por contra, cuando el servicio es de mera intermediación, para productos complejos, basta con la valoración de los conocimientos y experiencia del cliente (test de conveniencia). Ello hace necesaria la búsqueda de mecanismos que reduzcan los eventuales supuestos de recomendaciones implícitas fuera del ámbito del asesoramiento.

iii) Finalmente, por lo que se refiere al cumplimiento de las obligaciones de información a la clientela en la comercialización la conclusión es que, salvo casos puntuales, las entidades acreditan el cumplimiento de la normativa vigente, al menos desde la perspectiva de la documentación contractual que soporta la operación. Esta conclusión no es incompatible con la existencia de numerosas reclamaciones de inversores que manifiestan haber recibido una información verbal contradictoria con la documentación contractual firmada, ya que la supervisión de la CNMV se basa, como no podría ser de otra forma, en el análisis de los procedimientos establecidos por las entidades y de la documentación acreditativa de las operaciones. Por lo tanto, ante situaciones en las que los clientes manifiestan haber contratado el producto tras la recomendación de la entidad, o en el convencimiento de que se trataba de una imposición a plazo fijo, pero en las que la entidad aporta una documentación contractual discrepante con dichas manifestaciones, la CNMV carece de elementos probatorios que permitan comprobar lo realmente ocurrido.

Evolución de las participaciones preferentes y deuda subordinada negociada en AIAF con nominal unitario inferior a 50.000 Euros, vivas en abril de 2011

Millones de euros	Participaciones preferentes			O. Subordinadas perpetuas			O. Subordinadas con vencimiento		
Tipo de entidad	Saldo vivo 01/04/2011	Saldo vivo 01/03/2013	Compras de clientes 06/2010 - 11/2011 (Nominal)	Saldo vivo 01/04/2011	Saldo vivo 01/03/2013	Compras de clientes 06/2010 - 11/2011 (Nominal)	Saldo vivo 01/04/2011	Saldo vivo 01/03/2013	Compras de clientes 06/2010 - 11/2011 (Nominal)
Financieras	22.497	5.629	2.885	731	163	181	15.535	16.838	2.239
Grupo 1	5.301	4.536	683	-	-	-	4.134	3.861	530
Grupo 2	1.532	592	265	255	2	64	2.192	1.023	430
Resto	15.664	501	1.937	476	161	117	9.209	11.95	1.279
No financieras	8.361	5.101	556	-	-	-	-	-	-
Total	30.858	10.731	3.441	731	163	181	15.535	16.838	2.239

Entidades consideradas dentro del Grupo 1: Bankia, Catalunya Banc, NCG Banco y Banco Gallego. Entidades del Grupo 2: Banco Mare Nostrum, Liberbank, Banco Cajates y Banco Ceiss.

Bajo el epígrafe de participaciones preferentes de empresas no financieras, se incluyen 4 emisiones de aportaciones financieras subordinadas perpetuas. También se incluye una emisión con nominal unitario de 50.000 euros dirigida a minoristas

El saldo vivo a 01/03/2013 del cuadro anterior incluye las emisiones con nominal unitario inferior a 50.000 euros ocurridas en AIAF, posteriores a abril de 2011. Durante este periodo se emitieron nuevas obligaciones subordinadas por importe de 5.329 millones de euros, correspondiendo de ellos 3.374 millones de euros a emisiones entregadas a consecuencia de un canje de participaciones preferentes. Todas estas emisiones correspondieron al resto de entidades financieras.

Adicionalmente, debe considerarse que Liberbank ha comenzado un proceso de gestión de sus instrumentos híbridos en abril de 2013 y que, a fecha de elaboración del presente informe el saldo vivo de participaciones preferentes no financieras se ha reducido en 288 millones de euros, como consecuencia de canjes o amortizaciones anticipadas.

Situación actual.

Desde que la CNMV realizó el análisis sobre la operativa de cases citado, las entidades financieras han ofrecido a sus clientes el canje de parte de las emisiones a las que éste se refirió. El importe nominal al que se han dirigido ofertas de canje es de aproximadamente 17.400 millones de euros para participaciones preferentes y 2.400 millones de euros, para deuda subordinada.

En cuanto a las entidades no financieras el importe nominal al que se han dirigido ofertas de canje sobre participaciones preferentes es de aproximadamente 3.600 millones de euros.

Resumen de canjes de emisiones negociadas en AIAF con nominal unitario inferior a 50.000 Euros.

Entidad	Nominal al que se dirige		% Aceptación sobre nominal	Tipo de instrumentos a recibir a consecuencia del canje
	PPR	OSB		
Financieras				
Bankinter	343	-	51,00%	Bonos subordinados necesariamente convertibles
			31,00%	Acciones de Bankinter
BBVA	3.475	-	98,71%	Bonos subordinados necesariamente convertibles en acciones de BBVA
Banco Santander	1.966	-	98,88%	Acciones de Banco Santander
Banco Sabadell (emisiones de Sabadell y Guipuzcoano)	850	-	93,80%	Acciones de Banco Sabadell
Caixabank	4.897	-	98,41%	70% Obligaciones subordinadas 30% Obligaciones subordinadas necesariamente convertibles en acciones de Caixabank
Bankia	828	87	90,60%	Acciones ordinarias de Bankia
Banco Popular (emisiones de Popular y Pastor)	1.128	-	98,33%	Obligaciones subordinadas necesariamente convertibles en acciones de Popular
Banesto	497	-	98,43%	Bonos simples
Kutxabank (emisiones de Caja Sur)	150	-	99,63%	Imposiciones a plazo fijo
Banco Mare Nostrum	942	1.055	PPR 99% OBS 97%	Imposiciones a plazo fijo
Banca Cívica	904	-	97,36%	Obligaciones Subordinadas necesariamente convertibles en acciones de Caixabank
Banco Caja 3	-	267	99,44%	Imposiciones a plazo fijo
CAM	1.310	300	95,65%	Acciones de Banco Sabadell
Unnim	143	230	PPR 99% OBS 82%	Acciones de BBVA
Ibercaja (1)	-	550	45,00%	Oferta de recompra en efectivo para amortización anticipada de los valores
No financieras				
Endesa	1.500	0	87,91%	Oferta de recompra en efectivo para amortización anticipada de los valores
Telefónica	2.000	0	97,06%	40% Acciones Telefónica 60% Obligaciones simples
Sol Meliá	107	0	76,45%	Bonos simples

(1) Las emisiones de obligaciones subordinadas a las que se ofreció este canje, pese a tener nominales unitarios de 500 euros, en su colocación en mercado primario se dirigieron, en su práctica totalidad, a inversores cualificados.

Los inversores que han acudido a estas ofertas de canje han recibido valores menos complejos y más líquidos, aunque no en todos los casos el valor de mercado de los instrumentos recibidos fue equivalente a la totalidad del valor nominal invertido en los híbridos de capital o deuda subordinada canjeados.

Acciones de gestión de híbridos de capital y deuda subordinada

Dando cumplimiento a los compromisos del MoU, la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito ha previsto que las entidades que hayan recibido apoyos públicos en el contexto de un proceso de reestructuración o resolución deban realizar acciones de gestión de híbridos de capital y deuda subordinada, para asegurar un adecuado reparto de los costes de reestructuración o resolución.

En este contexto, en los últimos meses se han venido diseñando e implementando en relación con los instrumentos de estas características emitidos por las entidades de los Grupos 1 y 2 diversas acciones de gestión, algunas de las cuales se encuentran todavía en curso.

Es relevante señalar que el Real Decreto-ley 6/2013, de 22 de marzo, de protección a los titulares de determinados productos de ahorro e inversión y otras medidas de carácter financiero, ha previsto que el Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito pueda adquirir valores no líquidos emitidos por entidades no cotizadas dotándolos de liquidez en beneficio de los clientes de estas entidades, con el fin de posibilitar la venta en condiciones de mercado de las acciones recibidas en los canjes obligatorios que ha de realizar el FROB dentro de los procesos de reestructuración y resolución actualmente en curso.

Medidas disciplinarias relativas a la comercialización de híbridos de capital y deuda subordinada, adoptadas por la CNMV.

El procedimiento sancionador es un procedimiento reglado, cuya apertura exige la realización de diligencias previas. Además, se encuentra sometido a los distintos requisitos y garantías del procedimiento administrativo (así como a la posibilidad de recurso en vía judicial). Por ello, la información que se facilita a continuación pudiera variar en el curso de la tramitación de los expedientes.

Se han iniciado ya varios expedientes sancionadores y, con la información disponible sobre los trabajos de supervisión en curso, es previsible que se inicien otros adicionales, encontrándose estas actuaciones disciplinarias en estadios previos a su apertura. El total de actuaciones disciplinarias, incluyendo expedientes sancionadores en curso y previsibles, afectarán a 9 grupos financieros según su configuración actual y a un número más elevado de entidades, dado que en la mayor parte de los grupos son varias las entidades afectadas por los expedientes sancionadores.

Las actuaciones disciplinarias se refieren a un total de 22 incumplimientos de la normativa vigente (considerando incumplimientos cometidos a nivel de grupo financiero) en lo relativo a: i) colocación de productos híbridos sin valorar la conveniencia (6 casos), ii) incorrecta valoración de la conveniencia o idoneidad del producto para el cliente (6 casos), iii) inadecuada gestión de conflictos de interés (8 casos) y iv) inadecuada información (2 casos).

A efectos indicativos y sin que se pueda considerar como una cifra definitiva toda vez que aún se encuentran algunas actuaciones supervisoras en curso, en conjunto el importe nominal de participaciones preferentes y obligaciones subordinadas afectado por los distintos expedientes se situaría en torno a 6.212 millones de euros (aproximadamente 4.048 millones de euros por expedientes ya en curso y 2.164 millones de euros por actuaciones disciplinarias en estadios previos a su apertura). De ellos, 2.043 millones de euros corresponderían a conflictos de interés

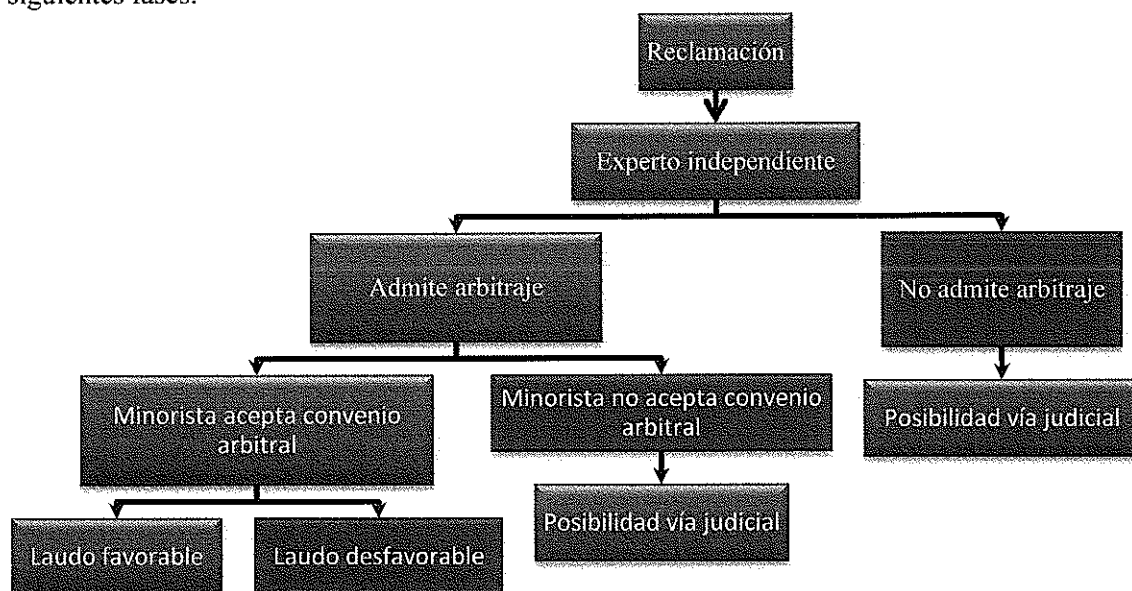
no resueltos en casos de operaciones entre clientes y 4.169 millones de euros al el resto de incumplimientos.

Finalmente, debe destacarse que la finalidad de los expedientes sancionadores es fundamentalmente conseguir disciplina de mercado, de manera que las malas prácticas no se reiteren en el futuro, ya que se carece de capacidad legal para obligar a las entidades supervisadas a compensar los daños eventualmente producidos por una deficiente comercialización, algo que según nuestro sistema jurídico sólo pueden hacer los tribunales ordinarios de justicia.

5. SITUACIÓN ACTUAL DE LA RESOLUCIÓN DE LAS RECLAMACIONES ARBITRALES Y JUDICIALES SOBRE INSTRUMENTOS HÍBRIDOS DE CAPITAL Y DEUDA SUBORDINADA DE LAS ENTIDADES del GRUPO 1¹⁰

Entre las entidades inicialmente englobadas dentro del denominado Grupo 1, Bankia, Catalunya Caixa y NCG Banco suman 8.397.329.000 euros en emisiones de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada, lo que representa un 37,1% del total emitido por el sector financiero en España.

Como mecanismo ágil para la resolución de conflictos, se ha decidido llevar a cabo procesos de arbitrajes que puedan identificar aquellos casos en los que no se comercializó correctamente estos instrumentos para resarcir a los inversores afectados. Este mecanismo se divide en las siguientes fases:



En relación con estos mecanismos de arbitraje también interesa señalar aquí que la Comisión que suscribe, en cumplimiento de la obligación establecida en el último apartado del número dos del artículo 1º del RDL 6/2013, de 22 de marzo, ha elaborado los criterios básicos que habrán de emplear las entidades participadas por el FROB al objeto de ofrecer a sus clientes el sometimiento a arbitraje y que estos criterios han sido hechos públicos por el FROB.

En los casos de Catalunya Caixa y NCG Banco ya se realizó una primera fase de arbitrajes. La situación actual de las reclamaciones sobre estas entidades viene resumida en el cuadro que se adjunta a continuación.

¹⁰ El contenido de este capítulo del presente informe ha sido suministrado por el FROB de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 1.5 del Real Decreto – ley 6/2013, de 22 de marzo, de protección a los titulares de determinados productos de ahorro e inversión y otras medidas de carácter financiero.

RECLAMACIONES ARBITRALES Y JUDICIALES RECIBIDAS POR ENTIDADES INICIALMENTE ENGLOBADAS EN EL GRUPO 1:

					BFA Bankia		Catalunya Caixa (1)		NCG		TOTAL		
					10/05/2013								
Número total de solicitudes arbitrales y reclamaciones judiciales recibidas	Número de solicitudes de arbitraje	Admitidas a arbitraje (*)			45.454		25.486		61.698		132.638		
					44.316		25.000		60.956		130.272		
					--		9.993		17.189		27.182		
			En proceso de envío al árbitro		--		626		855		1.481		
					--		9.367		16.334		25.701		
		Enviadas a árbitro	Laudo positivo al minorista		--		2.186		15.915		18.101		
			Pendientes de laudo		--		7.181		419		7.600		
			No sometidas a arbitraje por estar su admisión en estudio, no aceptación del convenio por el minorista, o no admisión del experto independiente		--		15.007		43.767		58.774		
						03/04/2013							
	Reclamaciones judiciales			1.138		486		742		2.366			
		A favor del minorista		12		1		42		55			
		En contra del minorista		1		1		2		4			
		Pendientes resolución		1.122		408		673		2.203			
		Desistidas por laudo arbitral o acuerdo		0		76		25		101			
Archivadas		3		0		0		3					

(*) Aquellas en las que ha aceptado el experto independiente y ha habido aceptación del convenio por parte del minorista

(1) El nº de solicitudes de arbitraje de Catalunya Caixa es estimado con base en las reclamaciones actuales en la entidad

5.1 Bankia

El saldo vivo de los instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada de Bankia asciende en marzo a 4.956.309.900 euros, lo que representa un 21,9% del total del saldo vivo emitido por todas las entidades financieras. No obstante, la entidad en marzo de 2012 ofreció un canje voluntario a los minoristas. El proceso de arbitraje recientemente abierto cubre tanto al saldo vivo actual como a los minoristas que acudieron al canje en 2012, siendo el saldo total susceptible de arbitraje de 8.080.290.000 euros.

El número total de reclamaciones judiciales y extrajudiciales recibidas por esta entidad es de 45.454 lo que representa un 35% del total de las recibidas por estas tres entidades. De las 45.454, un 97,5% se recibieron como solicitud de arbitraje y el 2,5% por vía judicial. Bankia comenzó el 18 de abril de 2013 su proceso de revisión de solicitudes de arbitraje, por lo que aún sólo se dispone de sentencias judiciales (13 en total, siendo 12 de ellas estimatorias de la reclamación del cliente).

5.2 Catalunya Caixa

El saldo vivo de los instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada de esta entidad es de 1.582.019.300 euros, lo que supone un 6,9% del total de las entidades financieras españolas.

Esta entidad ya comenzó el 11 de octubre de 2012 un proceso de arbitraje por lo que del total de las 9.993 reclamaciones admitidas (626 no fueron enviadas al árbitro), un 23% ya han sido objeto de laudo, estimatorio positivo en todos los casos, quedando aún 7.181 reclamaciones pendientes de laudo.

5.3 NCG Banco

El saldo vivo de los instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada de esta entidad es de 1.858.999.800 euros, lo que supone un 8,2% del total de las entidades financieras españolas.

Esta entidad comenzó un proceso de arbitraje el 20 de julio de 2012. Del total de solicitudes de arbitraje (60.956) fueron admitidas el 28% (17.189). De aquellas que han sido admitidas, han obtenido laudo estimatorio el 93% (15.915).

Anexo 1: Documentos y comunicaciones de la CNMV de fomento de la transparencia y difusión de buenas prácticas:

- Fichas didácticas
- Comunicación de 2009 relativa a condiciones de comercialización
- Guía de actuación para el análisis de la conveniencia y la idoneidad
- Guía sobre la prestación del servicio de asesoramiento
- Carta sobre actualización de requisitos en la verificación de emisiones de renta fija e instrumentos híbridos destinados a minoristas.

7. Recuerde

Antes de contratar el producto:

- Su entidad debe informarle sobre las características, riesgos y costes del producto. Solicite y consulte con atención el folleto de la emisión y su resumen.
- Analice las condiciones financieras del producto y compárelas con las de otros productos similares o sustitutivos. En ocasiones el folleto de la emisión puede incorporar advertencias de la CNMV cuando considera que las condiciones son desfavorables para los inversores minoristas. Puede consultar las emisiones que contienen este tipo de advertencias a través del Rincón del Inversor de la web de la CNMV (www.cnmv.es).
- Tómese el tiempo necesario para decidir con conocimiento, sin precipitación ni bajo presión.
- Lea atentamente la información. No firme ningún documento sin aclarar todas sus dudas ni cuando considere que alguna cláusula no responde a la realidad o le puede perjudicar.
- Solicite la información por escrito y consérvela para su mejor control y facilitar, en caso de que se presente algún problema, su reclamación.
- Su entidad se asegurará de que el producto es adecuado a sus conocimientos y experiencia previa para valorar correctamente su naturaleza y riesgos. Es el test de conveniencia.
- Si su entidad le ha asesorado, o gestiona su cartera, se asegurará de que el producto se ajusta también a sus objetivos y situación financiera. Para ello, realizará el test de idoneidad.



Oficina de Atención al Inversor

902 149 200

Esta ficha tiene carácter divulgativo y genérico, por lo que no puede constituir un soporte para posteriores interpretaciones jurídicas, siendo la normativa la única fuente a estos efectos.

Miguel Ángel, 11 • 28010 Madrid
Fax 91 585 17 01

Passeig de Gràcia, 19 • 08007 Barcelona
Fax 93 304 73 10

[inversores @cnmv.es](mailto:inversores@cnmv.es)

HORARIO DE ATENCIÓN:
9:00 – 19:00 h, de lunes a viernes

www.cnmv.es

Oficina de Atención al Inversor

Participaciones preferentes (PPR)



Oficina de Atención al Inversor

1. ¿Qué son las participaciones preferentes?

Las participaciones preferentes (PPR) son valores emitidos por una sociedad que no confieren participación en su capital ni derecho de voto. Tienen carácter perpetuo y su rentabilidad, generalmente de carácter variable, no está garantizada.

Se trata 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, suele reservarse el derecho a amortizarlas a partir de los cinco años, previa autorización del Banco de España.

A través de esta ficha podrá conocer sus principales características y riesgos.

2. ¿Se pueden vender las PPR en el mercado?

Las PPR no cotizan en Bolsa. Se negocian en un mercado organizado, incluso pueden contar con un contrato de liquidez. No obstante, su liquidez es limitada, por lo que no siempre es fácil deshacer la inversión.

3. ¿Se puede perder el capital invertido en PPR?

Sí. Según la situación del mercado, del emisor y las condiciones financieras del producto, su valor puede ser inferior al que pagó al adquirirlas, por lo que el inversor podría sufrir pérdidas.

4. ¿Qué rentabilidad ofrecen?

Las PPR tienen una remuneración generalmente fija en un primer periodo y variable durante el resto de vida del producto.

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 recibirla.

5. ¿Qué gastos conlleva la inversión en PPR?

Los siguientes costes pueden incidir de forma significativa en la rentabilidad de la inversión:

- El precio de compra o de venta puede llevar implícitas comisiones a favor de su entidad financiera.
- Las operaciones de compra-venta también pueden conllevar comisiones de intermediación.
- Además, la inversión en PPR conlleva gastos de administración y custodia.

6. ¿Y en caso de insolvencia del emisor?

A pesar de que se las denomina "preferentes", las PPR 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 las cuotas participativas en el caso de las cajas de ahorros),
- al mismo nivel que el resto de PPR emitidas o que pudiera emitir en un futuro el emisor.



Presidentes de AEB, CECA, UNACC, AECR y FOGAIN

Madrid, 7 de mayo de 2009

Asunto:	<i>Condiciones de comercialización de instrumentos financieros del mercado de valores</i>
---------	---

Como consecuencia de la situación actual de los mercados y la necesidad de las entidades de obtener recursos, se han registrado recientemente en la CNMV un número creciente de emisiones de entidades financieras que se han colocado básicamente a inversores minoristas a través de su propia red comercial. Las entidades financieras también colocan emisiones dirigidas al público minorista que no se verifican previamente en la CNMV, al no tener la consideración de oferta pública, o al beneficiarse del pasaporte comunitario. Tanto las emisiones revisadas como las no verificadas previamente por la CNMV, así como el resto de instrumentos financieros, deben comercializarse cumpliendo los requisitos de información previstos en la Ley del Mercado de Valores (LMV) y disposiciones normativas que la desarrollan para conseguir una adecuada protección de los inversores.

En la carta remitida el pasado 17 de febrero, relativa a la verificación de emisiones de renta fija destinadas a minoristas, se informaba de que la CNMV tenía la intención de continuar en la línea de refuerzo de las tareas de supervisión en este ámbito y maximizar la difusión pública de criterios que constituyen buenas prácticas en el mercado de valores.

Teniendo en cuenta lo anterior, las modificaciones introducidas en nuestra normativa como consecuencia de la transposición de la MiFID, así como la experiencia adquirida en los últimos años en la supervisión de los procesos de comercialización, y en cumplimiento de lo previsto en el Plan de Actividades de la CNMV del ejercicio 2009, se exponen a continuación una serie de consideraciones y pautas sobre buenas prácticas en relación con la prestación de servicios de inversión sobre instrumentos financieros que la CNMV viene aplicando en el ejercicio de sus labores de supervisión:

1. Distinción asesoramiento / comercialización. Los servicios de asesoramiento en materia de inversiones y el de colocación o venta de productos financieros presentan importantes diferencias que obligan a que se establezca una frontera clara entre ambas actividades, de manera que el nivel de protección que recibe el inversor se adecue al servicio efectivamente prestado y no exista ambigüedad para el cliente sobre el servicio que está recibiendo.

El asesoramiento en materia de inversiones puede realizarse tanto a iniciativa de la entidad como del inversor e implica una recomendación personalizada, que debe considerar no sólo los conocimientos y experiencia del inversor, sino además su objetivo de inversión y situación financiera, teniendo en cuenta aspectos como la rentabilidad esperada y los costes de la inversión. Por ello, supone un claro valor añadido para el inversor respecto a la comercialización o colocación de productos financieros (con independencia de que su coste pueda ser soportado directa o indirectamente por el inversor, siempre que se respete, en su caso, la normativa sobre incentivos).

Sin embargo, la experiencia recabada por la CNMV desde la aplicación de la MiFID apunta a que la actividad de asesoramiento declarada y reconocida por las entidades pudiera ser inferior a la realmente existente. En efecto, las recomendaciones personalizadas para la adquisición de un determinado producto financiero sin ajustarse al marco legal previsto para las relaciones de asesoramiento, pudieran constituir una práctica frecuente en la relación con la clientela a través de la amplia red de oficinas de que disponen las entidades financieras. Por ello, resulta importante reforzar los procedimientos relativos a:

1.1 Documentación contractual del asesoramiento. Para que haya asesoramiento en materia de inversiones la normativa no requiere que exista un contrato por escrito entre la entidad y el inversor, aunque parece necesario exigir que las dos partes que intervienen en el servicio conozcan y acepten que su relación consiste precisamente en la prestación de este servicio de inversión y no de otro.

En todo caso, de acuerdo con lo previsto en el segundo párrafo del artículo 79 ter de la LMV, deberán constar por escrito o de forma fehaciente las recomendaciones personalizadas, que deberán ser objeto del correspondiente registro según establece la letra e), apartado 1, del artículo 70 ter de la LMV.

1.2 Procedimientos internos. Las entidades deberán contar con sistemas de información al personal de la red comercial y medidas de control interno adecuados para que la relación con la clientela no presente confusiones ni ambigüedades en este sentido, de manera que el inversor tenga claro el servicio que se le está prestando y la posición de la entidad que se lo presta (bien como su asesor, o bien como mero intermediario/distribuidor).

Ello permitiría que todos los inversores que efectivamente reciben una recomendación personalizada puedan beneficiarse del procedimiento de evaluación de idoneidad que les otorga la Ley. Por el contrario, aquellos inversores que no reciban asesoramiento en materia de inversiones, podrán reconocer con toda claridad (y sin ninguna duda generada por la actuación de la entidad) la parte de responsabilidad que asumen al tomar sus propias decisiones de inversión, sin que medie una recomendación personalizada, y sin que, por tanto, se tengan en cuenta por la entidad que le presta el servicio sus objetivos de inversión ni su situación financiera.

2. Sobre la información a transmitir a los clientes. Tal como establecen los artículos 62 y 64 del Real Decreto 217/2008, las entidades que prestan servicios de inversión deberán proporcionar a sus clientes, una explicación de las características y de los riesgos inherentes a los instrumentos financieros de una manera suficientemente detallada para permitir que el cliente pueda tomar decisiones de inversión fundadas, teniendo en cuenta su clasificación como minorista o profesional. Esta información debe proporcionarse a los clientes con antelación suficiente a la prestación del servicio en cuestión. La existencia de comunicaciones comerciales no sustituye el cumplimiento de esta obligación.

Resulta, por tanto, apropiado que la documentación que las entidades utilicen para informar al cliente sobre las características y riesgos del instrumento financiero incluya un apartado específico que recoja de forma comprensible los riesgos que afectan al producto. Asimismo, es importante realizar todos los esfuerzos posibles para que la documentación esté redactada de forma clara y breve, en lenguaje llano, de forma que resulte comprensible para el tipo de inversor al que se dirige. Cuando las entidades elaboren un folleto de la emisión, el resumen de éste (en formato de tríptico) deberá utilizarse como vía para informar a los clientes y tendrán en cuenta estas pautas en su elaboración.

Con el fin de reforzar esta obligación de información y dar adecuado cumplimiento a lo previsto en la normativa, se consideran adecuadas las siguientes prácticas:

- o Que la entidad conserve un ejemplar del documento informativo entregado y firmado, en su caso, por el cliente, en línea con lo establecido en las Normas 4ª y 5ª de la Circular 4/2008, relativas a la remisión y acreditación de la información legal preceptiva en el caso de IIC.
- o Para productos complejos, que el cliente firme y la entidad conserve adicionalmente un documento aparte en el que se recojan de forma muy clara y concisa sus principales riesgos, de forma similar a como establece la Norma 12ª de la Circular 1/2006 sobre Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre. Será un documento breve, por lo que se considera adecuado que no ocupe más que una cara de un folio. El refuerzo informativo a que se refiere este párrafo también podrá realizarse, sin necesidad de recabar un documento aparte firmado por el inversor, si el documento informativo (tríptico, en su caso) entregado al cliente incluye una advertencia inicial con un contenido similar al indicado en este punto (por ejemplo por haber sido requerido con motivo del registro del folleto de emisión), siempre que: i) deje inmediatamente a continuación de la advertencia un espacio apropiado para recoger su firma y, ii) la entidad conserve un ejemplar firmado.

Lo señalado en el punto anterior también será aplicable cuando según las pautas transmitidas por la CNMV en la carta de 17 de febrero de 2009 anteriormente referida, el precio efectivo de colocación al inversor de una emisión no verificada por la CNMV, con independencia de que se trate de un instrumento complejo o no complejo, se desvíe de forma significativa del precio que podría obtenerse en el segmento institucional o en mercados secundarios mayoristas.

En tales supuestos se deberá informar al inversor de las condiciones desfavorables de la emisión atendiendo al deber de actuar con diligencia y transparencia en interés de los clientes que recoge el artículo 79 de la LMV. Se considera adecuado que dicha información se efectúe en la forma indicada en el párrafo anterior.

Todo ello sin perjuicio, en su caso, de la obligación de información sobre las comisiones o incentivos que perciba la entidad comercializadora.

Estas prácticas no eximen a la entidad de informar verbalmente al cliente de forma adecuada, cuando sea necesario, de todos los aspectos relevantes sobre el producto, teniendo en cuenta los riesgos inherentes al mismo y el tipo del cliente al que se ofrece o solicita el instrumento.

3. Sobre los modelos de órdenes. Respecto a los modelos de orden de suscripción de los instrumentos financieros sujetos a la oferta, se recuerda que las órdenes deben ser claras y precisas en su alcance y sentido, de forma que tanto el ordenante como el receptor conozcan con exactitud sus efectos.

No resulta apropiado que las órdenes incluyan advertencias genéricas como medio de acreditación del cumplimiento de las obligaciones de proporcionar a los clientes información adecuada sobre las características y riesgos del producto.

4. Sobre los procedimientos internos. En relación con la información que las entidades transmitan a su red comercial para la colocación de los valores objeto de la emisión, se consideran adecuadas las siguientes prácticas:

- Que sea un documento breve, que se transmita a la red de forma separada y específica para cada producto, constituyendo un documento básico de consulta.
- Que recoja claramente la categoría o nivel de riesgo global asignado al producto, así como un apartado específico que detalle los riesgos del mismo, destacando los más significativos, de forma que se puedan transmitir y explicar con claridad a los clientes. Se identificará, asimismo, el producto como complejo o no complejo.
- Que incida en que la información sobre las características y riesgos del producto debe proporcionarse al cliente con antelación suficiente a la contratación y poner a su disposición el folleto de la emisión, en su caso.
- Que detalle el tipo de cliente al que va dirigido y determine claramente bajo qué tipo de servicio de inversión se va a colocar el producto. Establecerá procedimientos para que, de acuerdo con lo previsto en el artículo 63.1.g) de la LMV, sólo se realice una recomendación personalizada en el ámbito del servicio de asesoramiento en materia de inversión.
- Que haga mención a la necesidad de evaluar la idoneidad o conveniencia en función del tipo de servicio que se preste tal como establece el artículo 79 bis de la LMV. En caso de que sea procedente evaluar la conveniencia se tendrán en cuenta las siguientes consideraciones:

- o Para productos no complejos, no puede asumirse que la iniciativa siempre es del cliente (y que, por tanto, no es necesario evaluar la conveniencia).

Sólo cabe considerar que la adquisición de un instrumento financiero no complejo se realiza a iniciativa del inversor en aquellos casos en que el cliente solicita la realización de una operación concreta, sin que haya existido un contacto previo personal con el mismo en relación con el instrumento adquirido.

Por otra parte, no resulta apropiada la utilización generalizada de cláusulas o escritos en los que el cliente admita haber asumido la iniciativa. Ello es especialmente claro en determinados casos como en emisiones colocadas principalmente entre la propia clientela del emisor y en las que se ha realizado una importante campaña de venta.

- o Es especialmente relevante el cumplimiento riguroso de la normativa vigente sobre evaluación de conveniencia. En particular, en el caso de que su resultado sea que el producto no es conveniente para el cliente, resulta adecuado extremar la diligencia y por tanto, indicárselo al cliente, reforzando la información sobre las características de estos instrumentos financieros y sus riesgos asociados con carácter previo a la suscripción, especialmente de aquéllos que, a juicio de la entidad, hacen que el producto no sea conveniente para el cliente. No obstante, el cliente podrá, previa advertencia escrita de que el producto no es adecuado, formalizar la adquisición si así lo decide. En esta advertencia, que, en caso de que se incorpore a la orden se presentará en un tamaño de letra al menos igual al utilizado en el texto principal de la misma, no resulta apropiado incluir afirmaciones genéricas cuyo objetivo sea acreditar el cumplimiento de la obligación de informar al cliente de los riesgos asociados a la inversión.

Como complemento a la información transmitida a la red en el ámbito de la colocación de productos concretos, se considera necesario y relevante para la adecuada prestación de servicios financieros, la implantación de planes formativos a los empleados sobre la normativa de aplicación, así como sobre la naturaleza y características de los distintos tipos de instrumentos financieros que la entidad ofrece a sus clientes.

Estas pautas van encaminadas a asegurar un adecuado cumplimiento de la normativa de aplicación y reforzar la protección de los inversores. Con carácter general, resultan de aplicación a la comercialización de instrumentos financieros a clientes minoristas. La CNMV, dentro de sus competencias de supervisión del cumplimiento de las normas de conducta en los mercados de valores, incluye la revisión de estas prácticas en sus actuaciones de supervisión. Por todo ello le ruego que dé traslado de esta carta a sus asociados.

Muy atentamente,

José María Marcos Bermejo
Director General de Entidades

GUÍA DE ACTUACIÓN PARA EL ANÁLISIS DE LA CONVENIENCIA Y LA IDONEIDAD

Departamento de Supervisión ESI - ECA

17 de junio de 2010

Este documento no tiene carácter normativo y por lo tanto no establece nuevas obligaciones. La guía tiene como finalidad transmitir al sector y, en concreto, a las entidades que prestan servicios de inversión pautas que la CNMV considera adecuadas para el cumplimiento de diversos aspectos de la normativa en vigor a la fecha de emisión de este documento y así facilitar su comprensión y la adaptación de las entidades a la misma.

1 Introducción.

El objetivo de esta guía es identificar los principales aspectos que las entidades financieras intervinientes en el mercado de valores deben considerar cuando analizan la conveniencia o idoneidad en la prestación de servicios de inversión a sus clientes minoristas, transmitir al sector la interpretación de la CNMV sobre diversos preceptos normativos relacionados con estos aspectos y dar a conocer una serie de pautas de actuación que actúan como recomendaciones dentro de la flexibilidad que se deriva de la normativa y que permite a las entidades adaptarse a sus circunstancias particulares y a la complejidad de algunas de las cuestiones analizadas.

La CNMV tendrá en cuenta estas pautas en sus actuaciones de supervisión de manera que constituirán un "puerto seguro" para las entidades que se ajusten a ellas. Sin perjuicio de ello la actuación supervisora se compatibilizará con el principio de flexibilidad y razonabilidad en el análisis de otros enfoques distintos seguidos por las entidades respecto a la evaluación de la idoneidad y la conveniencia que pueden resultar igualmente adecuados.

En la elaboración de esta guía se ha tenido en cuenta la normativa nacional, la comunitaria y los documentos de la Comisión Europea en lo que se refiere a los aspectos aquí tratados ("Your questions on MiFID"), así como la experiencia acumulada por la CNMV en el desarrollo de sus labores supervisoras en relación con estas materias.

La presente guía contiene dos grandes apartados. Uno dedicado a la conveniencia y otro a la idoneidad. En ambos apartados se tratan aquellos aspectos que se han considerado de mayor interés, y se señalan los preceptos normativos que resultan de aplicación, y las pautas o recomendaciones de la CNMV en relación con ellos. Para que la comprensión de las distintas situaciones sea más sencilla, se ha optado por formular y contestar las cuestiones que se han estimado relevantes. Adicionalmente, en aquellos aspectos que por su naturaleza resultan más difíciles de evaluar, se ha optado por incluir ejemplos clarificadores. En el ámbito de la idoneidad, debe observarse que no se ha entrado a analizar la delimitación de la actividad de comercialización y el asesoramiento en materia de inversión, puesto que ello será objeto de otra guía que la CNMV publicará una vez se haya analizado el documento recientemente aprobado por CESR sobre esta materia.

2 Análisis de la conveniencia.

Tal como establece el artículo 79 bis apartado 7 de la Ley del Mercado de Valores (en adelante LMV) el objetivo del análisis de conveniencia es que la entidad obtenga los datos necesarios para valorar si, en su opinión, el cliente tiene los conocimientos y experiencia necesarios para comprender la naturaleza y riesgos del servicio o producto ofrecido, advirtiéndole en aquellos casos en que juzgue que el producto no es adecuado.

No se persigue el ajuste de los objetivos de inversión del cliente al nivel de riesgo del instrumento. El grado de complejidad de un instrumento no está totalmente correlacionado con su mayor o menor nivel de riesgo potencial.

Por ejemplo, las acciones que componen el Ibex35 son instrumentos relativamente poco complejos, pero que pueden incluir elevados niveles de volatilidad, mientras un bono estructurado con vencimiento a 1 año que garantiza la devolución del principal a vencimiento y referencia su rendimiento a la evolución de un subyacente, pese a incorporar un nivel de riesgo relativamente bajo si el emisor cuenta con una elevada calidad crediticia, es un instrumento complejo de entender.

2.1 Iniciativa en la operación.

Según establece el artículo 79 bis de la LMV en su apartado 8, cuando la entidad preste el servicio de ejecución o recepción y transmisión de órdenes de clientes, no estará obligada a evaluar la conveniencia siempre que se den unas condiciones, entre las que se encuentra que el servicio se preste a iniciativa del cliente. Es lo que habitualmente se conoce en el ámbito de la comercialización de productos del mercado de valores como "sólo ejecución". De ello se deriva una de las razones que explica la importancia de aclarar cuándo un servicio se presta a iniciativa de la entidad.

Según el considerando 30 de la Directiva 2004/39 debe considerarse que todo servicio se presta a iniciativa del cliente, salvo que el cliente lo solicite en respuesta a una comunicación personalizada, dirigida a ese cliente en concreto, que contenga una invitación o pretenda influir en el cliente con respecto a un instrumento financiero específico o una operación específica. En ese mismo considerando se indica que un servicio puede considerarse prestado a iniciativa del cliente a pesar de que el cliente lo solicite basándose en cualquier tipo de comunicación que contenga una promoción y oferta de instrumentos financieros, siempre que por su propia naturaleza sea general y esté dirigida al público o a un grupo o categoría de clientes o posibles clientes más amplio.

Por su parte la Comisión Europea en el documento "Your questions on Mifid", concretamente en la pregunta nº 72 trata específicamente esta cuestión y establece que cuando hay un claro contacto personal entre el cliente y la entidad en relación con el producto, resulta difícil argumentar que el servicio se presta a iniciativa del cliente especialmente si es la entidad la que se ha dirigido previamente al mismo.

1º ¿Cuándo existe una comunicación personalizada a efectos de considerar la iniciativa de la entidad?

Se puede considerar que existe una comunicación personalizada y que el servicio se presta a iniciativa de la entidad cuando se establece contacto directo y personal con el cliente, por cualquier medio, y dicha comunicación contiene una invitación o pretende influir en el cliente con respecto a un instrumento financiero específico o a una operación específica.

A partir de la experiencia supervisora de la CNMV, se ha observado que en canales de distribución como la red de sucursales o, en algunos casos, en el canal telefónico (en concreto

cuando el cliente es atendido por un operador que le ha llamado), resulta más habitual que la iniciativa parta de la entidad. En otros canales como internet, en el que en muchas ocasiones no se produce ningún contacto personal con el cliente, resulta mucho más frecuente que la iniciativa sea del cliente.

No obstante lo expuesto en el párrafo anterior, cuando pese a haber contacto con el cliente, éste ordene la compra de un instrumento financiero no complejo sin mediar invitación o indicación alguna previa del personal comercial que le atiende, la iniciativa es del cliente. Sin embargo, aunque el cliente solicite orientación a la entidad, si el personal comercial se la da de forma que se incite al inversor a adquirir un instrumento financiero concreto, en lugar de presentar diversas alternativas, debe considerarse que la iniciativa es de la entidad.

En aquéllos casos en los que las entidades realicen campañas publicitarias a través de medios de comunicación dirigidas al público en general, relativas a instrumentos financieros, resulta razonable considerar que una parte de las operaciones sobre los mismos se realicen a iniciativa de los clientes.

No obstante, si la entidad refuerza la campaña publicitaria con algún tipo de campaña interna de comercialización activa, por cualquier medio, con la finalidad de promover la adquisición del instrumento financiero debería considerarse que existe una mayor probabilidad de que la iniciativa sea de la entidad.

Así, no parece razonable considerar probable que una gran mayoría de los inversores actúen a iniciativa propia en la comercialización masiva de un producto durante un corto espacio de tiempo a través de la red de sucursales y del teléfono, ni tampoco que ello suceda si la entidad ha establecido una política interna de promoción o de incentivos al personal especial.

Por ejemplo una entidad que realice una campaña interna de venta de una IIC garantizada a través de su red de sucursales debe tener en cuenta que gran parte de las operaciones se realizarán por iniciativa de la propia entidad lo que requiere analizar la conveniencia de las mismas.

Si la entidad selecciona un amplio colectivo de clientes para contactar telefónicamente con ellos para promocionar el producto, también debe entenderse que las operaciones que se tramiten como resultado de dicho contacto, se realizan por iniciativa de la entidad y por tanto, debe analizarse su conveniencia.

Cuando una entidad realice una campaña interna de venta de un instrumento no complejo a través de su red de sucursales deberá establecer procedimientos y controles adecuados con el objeto de evitar que con carácter general las operaciones se tramiten en sólo ejecución (sin evaluación de la conveniencia) cuando resulte razonable considerar que en muchos casos la iniciativa corresponde a la entidad.

2.2 Exigencia de actuar en el mejor interés del cliente en el ámbito de la conveniencia.

El artículo 79 bis de la LMV establece en su apartado 7 que, cuando tras la evaluación de la conveniencia la Entidad considere que una operación no es conveniente para el cliente, debe advertírselo. Adicionalmente, el artículo 79 recoge la obligación de las entidades de actuar con diligencia en interés de sus clientes.

La información de que dispone la entidad es relevante en relación a su obligación de actuar en interés de sus clientes. En este sentido es importante determinar si la iniciativa en la prestación del servicio es de la entidad o del inversor.

2º Ante una operación no conveniente a juicio de la entidad, si la entidad advierte al cliente respecto a la no conveniencia antes de tramitarla ¿puede considerarse que ha cumplido con todas las obligaciones establecidas por las normas de conducta?

No siempre, ya que la entidad está obligada también a actuar en el mejor interés de su cliente. Cuando la entidad disponga de información previa relativa a la evaluación de conveniencia que no se considere desfasada y que le permita presumir que un instrumento complejo no es conveniente para un cliente, no debe comercializar activamente dicho instrumento al cliente, es decir, contactar con el cliente y ofrecérselo. Si lo hace, aunque informe al cliente respecto a la no conveniencia de la operación, dejaría de cumplir las normas de conducta del mercado de valores. Por ello resulta adecuado que, cuando las entidades definan el público objetivo al que va dirigido un instrumento financiero que van a comercializar activamente, tengan en cuenta este aspecto..

Si se tratara de instrumentos no complejos, la entidad puede dirigirse al inversor para ofrecerle productos que en principio pueda presumir no convenientes. En este caso deberá reforzar los procedimientos de información al inversor sobre las características y riesgos del producto, para determinar si se ha modificado o no la evaluación de la conveniencia.

Las entidades deberán establecer los procedimientos y controles adecuados con el objeto de ajustarse a las prácticas señaladas en los párrafos anteriores, así como para prevenir una alta incidencia de inversiones realizadas previa advertencia de su falta de conveniencia porque el test de conveniencia realizado en ese momento resulta negativo, o de no evaluación de la conveniencia, por negarse el cliente a facilitar la información requerida.

2.3 Aspectos a considerar en el análisis de la conveniencia.

Como recoge el artículo 74 del Real Decreto 217/2008 sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y demás entidades que prestan servicios de inversión (en adelante RD 217/2008) la entidad debe analizar tres factores, para determinar si el cliente tiene los conocimientos y experiencia necesarios para entender las características y riesgos que incorpora un instrumento. Estos factores son:

- La naturaleza, el volumen y la frecuencia de las transacciones del cliente sobre instrumentos financieros y el periodo durante el que se hayan realizado, es decir su experiencia inversora previa.
- El nivel de estudios, la profesión actual, y en su caso las profesiones anteriores que resulten relevantes, es decir su nivel general de formación y experiencia profesional.
- Los tipos de instrumentos financieros con los que esté familiarizado el cliente, es decir su nivel general de conocimientos financieros.

Para analizar estos factores la entidad puede basarse en información de la que ya disponga, por ejemplo las operaciones que haya realizado el cliente a través de la propia entidad, o bien preguntar al cliente cuando no disponga de esos datos, por ejemplo las operaciones que el cliente haya realizado a través de otra entidad. En general, el mecanismo establecido por las entidades para obtener los datos necesarios del cliente, cuando la información no puede obtenerse internamente, es la realización de cuestionarios o test de conveniencia.

3º ¿La única forma de analizar la conveniencia de que dispone la entidad es mediante un cuestionario o test de conveniencia?

No, la entidad puede haber obtenido suficiente información por otros medios.

2.4 Experiencia inversora previa.

Para ser por sí misma relevante en el análisis de conveniencia sin tener en cuenta otra información, se considera que la experiencia previa debe cumplir, a la vez, con todos los requisitos que se detallan a continuación:

1) Que las posiciones vivas o las operaciones previas se refieran exactamente a los mismos instrumentos financieros, o a otros distintos pero similares a aquéllos, en cuanto a su naturaleza y riesgos.

Es decir que el cliente haya operado previamente sobre un tipo de instrumento si no igual, de características y riesgos similares al producto de que se trate. Un conjunto de instrumentos similares en cuanto a su naturaleza y riesgos podríamos denominarlo "familia de instrumentos", concepto que ya vienen utilizando diversas entidades como se ha constatado en las actuaciones de supervisión.

A mayor complejidad y riesgos potenciales se incrementa la dificultad de que haya otros instrumentos similares al analizado, es decir el número de instrumentos en las familias se irá reduciendo, conforme estas incluyan niveles de riesgo y complejidad mayores.

Así, productos de elevada complejidad y riesgo, por ejemplo, un bono estructurado referenciado a la evolución de diferentes valores de renta variable, en el que el importe a recibir a su vencimiento depende de la evolución de éstos, pudiendo ser el resultado de la inversión importantes ganancias pero también pérdidas importantes del principal invertido, dificulta encontrar otro tipo de instrumentos de naturaleza similar y con los mismos tipos de riesgos.

Adicionalmente es razonable que la experiencia previa de un cliente en una determinada familia pueda estimarse suficiente para considerar conveniente una operación sobre un instrumento perteneciente a otra familia diferente, siempre que los riesgos y complejidad de aquélla permita razonablemente pensar que el cliente puede comprender los riesgos y naturaleza de ésta.

En cualquier caso, resulta imprescindible la correcta clasificación de los diferentes instrumentos comercializados en el ámbito de la conveniencia en diferentes familias homogéneas en cuanto a su naturaleza y riesgo.

2) Que la experiencia previa se fundamente en una serie de operaciones y no en una operación aislada. Se puede considerar suficientes dos o más operaciones previas, cuando las mismas supusieron que el cliente asumiese una posición en un instrumento financiero, o simplemente que el cliente mantenga al menos dos posiciones vivas en el instrumento o las haya mantenido durante el periodo analizado.

3) Que la entidad no tenga conocimiento de determinadas circunstancias que pudieran poner de manifiesto que las operaciones anteriores no han permitido adquirir la experiencia necesaria, por ejemplo cuando el cliente hubiese presentado una reclamación o una queja que razonablemente ponga de manifiesto que el cliente no cuenta con los conocimientos y experiencia necesarios.

4) En el caso de que el cliente ya no mantenga viva la posición, que no haya transcurrido un periodo de tiempo prolongado desde que se produjo la operativa previa. Tal como establece el Real Decreto 217/2008 en su artículo 74, uno de los elementos relevantes a la hora de evaluar la experiencia y conocimientos del cliente es la determinación del periodo durante el que se han realizado las transacciones previas del cliente sobre los distintos instrumentos financieros.

En el curso de las actuaciones de supervisión se ha observado que las entidades han establecido distintos plazos al respecto. El grado de complejidad y riesgos inherentes al instrumento financiero de que se trate son aspectos clave a la hora de fijar dicho lapso de tiempo, pero en

general, para instrumentos no complejos se considera razonable un periodo no superior a 5 años, mientras en el caso de instrumentos complejos lo es un periodo de 3 años.

Para valorar si ha transcurrido o no un lapso de tiempo prolongado, el análisis debe referirse al momento en que se esté tramitando la nueva operación y podría considerarse si, en ese momento, existen posiciones vivas o si las posiciones previas se mantuvieron durante los 3 ó los 5 años previos, según el tipo de instrumento de que se trate.

4º Cuando el cliente cuenta con una experiencia inversora previa como la indicada anteriormente ¿puede presumirse la conveniencia simplemente en base a ésta?

Sí, cuando la experiencia previa cumple con todos los requisitos anteriormente señalados, podría presumirse que una nueva operación es conveniente, sin necesidad de analizar el resto de factores (nivel de general formación, experiencia profesional o conocimientos financieros).

2.5 Nivel general de formación y experiencia profesional.

La información que la entidad obtenga en relación al nivel general de estudios u otra formación, o la profesión del cliente, sólo puede aportar una idea genérica de los conocimientos financieros de que dispone el cliente, por lo que sólo le permitiría hacer presunciones también generales.

Por ejemplo en el caso de un cliente con estudios de postgrado en finanzas y que trabaje en el departamento de gestión de carteras de una entidad financiera resulta razonable presumir que cuenta con elevados conocimientos financieros.

En el caso de otro cliente con estudios de postgrado en derecho laboral y que trabaje en la misma entidad financiera pero en el departamento de recursos humanos no resultaría tan razonable presumirle un elevado nivel de conocimientos financieros considerando sólo estos dos datos.

Si se realiza un análisis excesivamente genérico de su nivel de estudios y experiencia profesional podría resultar difícil distinguir un caso del otro (pensemos que si se les pregunta su nivel de estudios ambos contestarían estudios de postgrado y que si se les pregunta si trabajan en una entidad financiera ambos responderían afirmativamente).

5º Si el cliente no cuenta con experiencia inversora previa, ni está familiarizado con ningún tipo de instrumento financiero ¿su nivel general de formación o su experiencia profesional permitirían presumir convenientes las operaciones que se realicen sobre determinadas familias de instrumentos?

Sí, aunque sólo aquellas operaciones realizadas sobre familias de instrumentos con escaso grado de complejidad y riesgo.

Tomando exclusivamente en consideración el nivel general de formación y la experiencia profesional, se estima que podrían consituir unas pautas razonables de actuación, las siguientes:

1) Las adquisiciones de los instrumentos financieros señalados a continuación podrían considerarse convenientes para cualquier inversor, cualquiera que sea su nivel general de formación y experiencia profesional:

- Deuda pública a corto plazo denominada en euros y con rating igual o superior a A por S&P o equivalente.
- Fondos de inversión armonizados con la vocación de inversión Monetario.

2) Para el resto de productos no complejos resultaría adecuado considerar que son convenientes en función del tipo de estudios o formación que tenga el cliente y/o su profesión.

2.6 Familiaridad del cliente con los instrumentos financieros.

La normativa indica que la entidad debe informarse sobre el tipo de instrumentos con los que el cliente está familiarizado. Entendiendo por estar familiarizado como una situación diferente y de menor grado que la de tener experiencia sobre un determinado tipo de instrumentos, la valoración de este aspecto puede entrañar mucha dificultad y las preguntas y respuestas a este respecto pueden resultar ambiguas con mucha frecuencia. Por ello, en el ámbito de la conveniencia no se considera adecuada la utilización de preguntas genéricas respecto al grado de "familiaridad" del cliente con los instrumentos que, de ser respondidas en sentido positivo, puedan adoptarse como un elemento suficiente para determinar la conveniencia sin experiencia previa o sin un nivel de formación adecuado.

Cuando la entidad analice este aspecto, es preferible en cualquier caso que opte por recabar información específica respecto a los conocimientos financieros del cliente, centrándose en preguntas sobre los principales riesgos que incorporan los tipos de productos, es decir, los riesgos de crédito, mercado o liquidez. No obstante, debe señalarse que, para un cliente sin experiencia real de inversión o profesional en el ámbito financiero y con un nivel general de formación bajo, en el caso de productos complejos, no resulta aconsejable considerar conveniente el producto basándose exclusivamente en la valoración positiva de este factor.

2.7 Cuestionarios de conveniencia.

La entidad puede realizar la evaluación de conveniencia utilizando datos previos de los que disponga, o en caso de no disponer de éstos o querer complementarlos, puede optar por preguntar directamente al cliente.

6º Cuando se realicen cuestionarios de conveniencia, ¿cómo deben documentarse?

La entidad debe estar en todo caso en condiciones de poder acreditar la evaluación de conveniencia realizada. Cuando se realicen cuestionarios, una forma de conseguirlo es realizándolos por escrito y recabar la firma del cliente, o a través de otro soporte que permita dejar constancia fehaciente de ello.

Se recomienda realizar los cuestionarios de conveniencia mediante documento separado de la orden de compra, que contenga las respuestas dadas por el cliente y el resultado de la evaluación y que se recabe copia firmada por el cliente del mismo. Adicionalmente, si la evaluación se refiere a una operación concreta, deben establecerse los procedimientos oportunos para que la evaluación quede referida de forma inequívoca a la operación de que se trate y en todo caso debe identificarse la fecha en que se produce dicha evaluación.

7º ¿La valoración de la entidad puede descansar en una autoevaluación del cliente?

No. Es la entidad la que debe evaluar al cliente basándose en los datos recabados.

El objetivo de este tipo de cuestionarios es que la entidad recabe la información necesaria para poder formarse una opinión respecto a los conocimientos financieros del cliente. Es decir, la entidad debe realizar un análisis de los datos y formarse su propia opinión.

No resulta adecuado la inclusión de preguntas que trasladan al cliente la propia evaluación del aspecto en cuestión, cuyo objetivo es precisamente la realización del cuestionario. Deben plantearse cuestionarios que recaben la información necesaria en lugar de forzar al cliente a autoevaluarse.

Por ejemplo no se considera adecuado que la entidad base la evaluación de conveniencia en preguntas del tipo:

- ¿considera que el producto es conveniente para usted?
- ¿conoce y entiende usted los riesgos del instrumento financiero?

Que en caso de ser respondidas afirmativamente determinen que el producto en cuestión es conveniente para el cliente.

8º ¿Es recomendable realizar un único cuestionario general de conveniencia que recabe información sobre todo tipo de instrumentos o es preferible realizar un cuestionario por cada familia de instrumentos?

Ambos enfoques pueden ser adecuados, pero el establecimiento de cuestionarios únicos generales obliga a recabar datos referidos a todos los factores que influyen en el análisis..

Así cuando las entidades establecen cuestionarios únicos generales , resulta difícil justificar que en los mismos no se soliciten, todos los datos enunciados por la normativa referidos a todos los tipos o familias de instrumentos financieros consideradas por la entidad.

En aquellos casos en que la entidad utilice diferentes cuestionarios, que puede adaptar, por ejemplo al tipo de instrumento de que se trate, deberá entenderse que las preguntas relativas a experiencia previa o a conocimientos financieros se refieren a ese tipo de instrumento o a las familias consideradas homogéneas .

9º ¿Cómo debe evaluarse un cuestionario que recoja respuestas contradictorias?

Si el cuestionario está formulado de forma que puede surgir alguna incoherencia en las respuestas del cliente, la entidad debe controlar la consistencia de las mismas antes de dar el cuestionario por bueno. En caso de que después de intentar aclarar la incoherencia el cliente la mantenga, lo más razonable es tramitarlo como un test de conveniencia con resultado negativo.

Las entidades deben ser especialmente cautelosas al establecer los mecanismos de valoración de las respuestas obtenidas en los cuestionarios utilizados, cuidando que en los mismos no se produzcan sesgos positivos a la hora de considerar si una operación es conveniente.

2.8 Periodo de validez de los análisis de conveniencia previos.

La entidad debe evaluar cada operación tramitada en el ámbito de conveniencia. Esto no implica que deba realizarse una evaluación completa para cada operación que se tramite. Puede ser razonable considerar conveniente una operación en base a un análisis realizado previamente que tuviese resultado conveniente, siempre que dicho análisis no se haya producido mucho tiempo antes. El grado de complejidad y riesgo inherente al instrumento financiero de que se trate son aspectos clave a la hora de fijar un periodo de tiempo inmediatamente anterior al momento en que se realice la nueva operación durante el cual puedan tomarse en consideración los análisis previos de conveniencia.

10º ¿Debe establecerse un periodo de vigencia máximo de los análisis de conveniencia realizados previamente?

Las presunciones en sentido positivo de la conveniencia que se realicen en base al nivel general de formación y experiencia profesional del cliente, pueden mantenerse indefinidamente, salvo que la entidad cuente con información que aconseje una revisión de los mismos.

En lo que respecta a la experiencia previa se tendrán en cuenta los criterios recogidos en el apartado 2.3.1 de este documento.

11º ¿Es obligatorio volver a analizar la conveniencia tan pronto se considera que el último análisis previo ha dejado de tener vigencia?

No, no es obligatorio. Se considera razonable esperar hasta que el cliente vuelva a realizar una operación en el ámbito de la conveniencia y en ese momento verificar los datos disponibles que no puedan considerarse desfasados para este análisis.

2.9 Advertencias en el ámbito de la conveniencia.

Tal como establece el artículo 79 bis de la LMV en sus apartados 7 y 8, en el ámbito de la evaluación de la conveniencia las entidades tienen la obligación de advertir al cliente en distintos supuestos:

- Cuando en base a la información facilitada por el cliente el producto no resulte adecuado para él, la entidad se lo debe advertir.
- Cuando el cliente no proporcione la información solicitada o ésta sea insuficiente la entidad le advertirá de que dicha decisión le impide determinar si el servicio o producto es adecuado para él.
- Cuando se den los supuestos para no tener que evaluar la conveniencia la entidad debe informar al cliente con claridad de que no está obligada a evaluar la conveniencia y que por tanto el cliente no goza de la protección asociada a dicha evaluación.

Con carácter general, pueden señalarse dos modalidades para realizar este tipo de advertencias al cliente:

- Mediante documento firmado separado de la orden. En este caso deben establecerse los procedimientos oportunos para que la advertencia quede referida de forma inequívoca a la operación de que se trate. Además es recomendable que dicho documento separado contenga exclusivamente la advertencia respecto a la no conveniencia de la operación.
- Incluyendo la advertencia en la propia orden. En este caso la advertencia no puede ocultarse, minimizarse o confundirse con otras advertencias o informaciones que el documento pueda incluir, sino que debe incluirse de forma bien visible.

En cualquier caso, la entidad debe estar en disposición de acreditar que hizo las oportunas advertencias al cliente cuando resulten procedentes. Por otra parte, no se considera adecuado que las correspondientes advertencias vayan acompañadas de otras que pretendan acreditar el cumplimiento de la obligación de informar al cliente de los riesgos asociados a la inversión.

12º ¿Qué características debe tener la advertencia de que la entidad no está obligada a analizar la conveniencia (en el supuesto de sólo ejecución)?

La advertencia debe indicar claramente que la entidad no está obligada a evaluar la conveniencia de la operación y que por tanto el cliente carece de las protecciones previstas para este supuesto.

Un posible ejemplo de esta advertencia es el siguiente:

"Le informamos que la entidad no está obligada a evaluar la conveniencia de esta operación XXX dado que el instrumento sobre el que va a operar tiene la categoría normativa de no complejo y que la operación se realiza por iniciativa suya y no de la entidad.

Al no realizar dicha evaluación la entidad no puede formarse una opinión respecto a si esta operación es o no conveniente para Usted y por tanto, en caso de que, la operación no resultase conveniente para Usted, no podría advertírselo.

Adicionalmente resulta recomendable incluir junto a la firma del cliente la expresión manuscrita por el mismo "sin evaluación de conveniencia", o establecer otras medidas alternativas que acrediten que se ha transmitido al cliente con toda claridad la advertencia correspondiente.

Excepcionalmente, en el caso de clientes de intermediación muy operativos en renta variable cotizada no resultaría necesario advertirles en cada operación a realizar.

13º ¿Qué características debe tener la advertencia de que la entidad no puede evaluar la conveniencia de una operación por que el cliente no aporta los datos necesarios para ello?

La advertencia debe indicar claramente que la entidad está obligada a evaluar la conveniencia, y que ante la negativa del cliente a proporcionar los datos necesarios, ésta no puede llevarse a cabo, una circunstancia no recomendable, dado que el cliente pierde las protecciones previstas para este supuesto.

Por ejemplo:

"Le informamos que dadas las características de esta operación XXX, la entidad está obligada a evaluar la conveniencia de la misma para Usted. Al haberse negado a proporcionar a la entidad los datos necesarios para realizar dicha evaluación, Usted pierde esta protección establecida para los inversores minoristas.

Al no realizar dicha evaluación, la entidad no puede formarse una opinión respecto a si esta operación es o no conveniente para Usted y por tanto, en caso de que la operación no resultase conveniente para Usted, no podría advertírselo.

Adicionalmente resulta recomendable incluir junto a la firma del cliente la expresión manuscrita por el mismo "sin evaluación de conveniencia", o establecer otras medidas alternativas que acrediten que se ha transmitido al cliente con toda claridad la advertencia correspondiente.

14º ¿Qué características debe tener la advertencia de que, en opinión de la entidad, una operación no es conveniente para un cliente?

La advertencia debe indicar claramente que la entidad está obligada a evaluar la conveniencia de la operación, la ha evaluado y, en su opinión, no es conveniente. Además debe indicarse cual es el significado de que una operación no es conveniente.

Por ejemplo:

"Le informamos que dadas las características de esta operación XXX, la entidad está obligada a evaluar la conveniencia de la misma para Usted.

En opinión de la entidad esta operación no es conveniente para Usted.

Una operación no resulta conveniente cuando el cliente carece de los conocimientos y experiencia necesarios para comprender la naturaleza y riesgos del instrumento financiero sobre el que va a operar".

Adicionalmente resulta recomendable incluir junto a la firma del cliente la expresión manuscrita por el mismo "Operación no conveniente", o establecer otras medidas alternativas que acrediten que se ha transmitido al cliente con toda claridad la advertencia correspondiente.

15º ¿En caso de cotitularidad de cuentas a quién debe hacerse el test de conveniencia? ¿Y en caso de autorizados/apoderados?

Considerando la gran diversidad de casos que pueden presentarse, cada entidad deberá decidir el modo idóneo de solucionar las diferentes situaciones posibles en función de distintas variables (personas físicas/jurídicas; grupos de entidades; solidaridad/mancomunidad, existencia de diferentes carteras/cuentas asociadas al mismo cliente, etc).

No obstante, con carácter general, en el supuesto de designación por una persona física o jurídica de un apoderado/autorizado, se estima razonable que, a efectos del test de conveniencia, se consideren los conocimientos y experiencia del apoderado/autorizado, cuando sea éste quien opere.

En el supuesto de designación de varios cotitulares o autorizados mancomunados, se estima razonable que la evaluación de la conveniencia se realice considerando al titular/autorizado con mayor conocimiento y experiencia.

Asimismo, en el supuesto de designación de varios cotitulares o autorizados solidarios, se estima razonable que la evaluación se realice considerando los conocimientos y experiencia del titular/autorizado ordenante.

En cualquier caso resulta necesario que las partes intervinientes sean informadas con carácter previo a la prestación del servicio de cual va a ser el régimen que la entidad va a aplicar al respecto.

3 Análisis de la idoneidad.

Tal como establece el artículo 79 bis apartado 6 de la Ley del Mercado de Valores (en adelante LMV) cuando se preste el servicio de asesoramiento en materia de inversión o de gestión de carteras, la entidad obtendrá la información necesaria sobre los conocimientos y experiencia del cliente, incluidos en su caso los clientes potenciales, en el ámbito de inversión correspondiente al tipo de producto o de servicio concreto de que se trate, sobre la situación financiera y los objetivos de inversión de aquel, con la finalidad de que la entidad pueda recomendarle los servicios de inversión e instrumentos financieros que más le convengan. Cuando la entidad no obtenga esta información, no recomendará servicios de inversión o instrumentos financieros al cliente o posible cliente.

El grado de información necesario depende, en parte, de la naturaleza y el alcance del tipo de servicio prestado al cliente.

Tal como se ha puesto de manifiesto en el curso de las actuaciones de supervisión el servicio de asesoramiento en materia de inversión, se puede prestar en diferentes contextos, por lo que es conveniente delimitar algunos de ellos con el objeto de introducir cierta flexibilidad en la forma de evaluar la idoneidad teniendo en cuenta las distintas formas de plantear este servicio. Ello no prejuzga la aplicación de otros enfoques por parte de las entidades. La denominación que se adopta aquí para estos contextos diferenciados se va a mantener a lo largo del resto de la presente guía:

Asesoramiento recurrente. En este tipo de asesoramiento el cliente tiene una relación continuada con su asesor que periódicamente le presenta recomendaciones de inversión.

Asesoramiento puntual o venta asesorada. En general, la relación comercial con el cliente no se desarrolla en el ámbito del asesoramiento sin embargo, esporádicamente, la entidad puede realizar al cliente recomendaciones de inversión.

En general el asesoramiento en materia de inversión a clientes que pertenecen a un segmento comercial separado (banca privada o banca personal) se sitúa en el contexto que hemos denominado anteriormente asesoramiento recurrente.

En cambio, en el segmento comercial genérico (banca comercial o banca universal), cuando se presentan recomendaciones de inversión en el ámbito de la idoneidad, se sitúan en la esfera del asesoramiento en materia de inversión en el contexto que hemos denominado anteriormente asesoramiento puntual.

3.1 Exigencia general de actuar en el mejor interés del cliente en el ámbito de la idoneidad.

16º El hecho de presentar una recomendación personalizada a un cliente, ¿obliga a la entidad a realizar un seguimiento de la misma?

No necesariamente. Que la entidad esté obligada o no a realizar dicho seguimiento depende del acuerdo que tenga con el cliente.

El grado de adaptación de las recomendaciones personalizadas a las características personales del cliente (objetivos de inversión principalmente) puede variar según evolucione el instrumento de que se trate. En función del contexto de asesoramiento en el que se desarrolle la relación comercial con el cliente puede ser más o menos razonable, que la entidad realice un seguimiento de las recomendaciones emitidas:

En el contexto que hemos descrito anteriormente como de asesoramiento recurrente, parece conveniente que la entidad realice dicho seguimiento. Por ello, en caso de que la entidad no vaya a realizar dicho seguimiento, debería comunicárselo claramente al cliente en el momento de entablar la relación comercial y deje constancia de ello en soporte duradero.

En el contexto que hemos denominado asesoramiento puntual, por la propia naturaleza del mismo, el cliente no debería esperar que la entidad realizase dicho seguimiento. En cualquier caso, debería igualmente informarse dicha circunstancia claramente al cliente junto con cada recomendación puntual presentada. Todo ello sin perjuicio de la obligación de la entidad de mantener, en todo momento, adecuadamente informados a sus clientes.

17º En el contexto del asesoramiento recurrente ¿es posible que la entidad ofrezca o recomiende productos no idóneos para el cliente?

En dicho contexto de asesoramiento, si la entidad se dirige al cliente para presentarle una operación no idónea para ninguno de los mandatos vigentes, estaría incumpliendo las normas de conducta del mercado de valores. Dicho incumplimiento se vería agravado si la operación presentada al cliente ni siquiera es conveniente.

En este mismo contexto de asesoramiento, si es el cliente quien se dirige a la entidad para consultar la idoneidad de una operación, la entidad igualmente debe analizar la operación. Cuando a su juicio la operación no pueda considerarse idónea para el mandato recibido del cliente deberá informar claramente al cliente de dicha circunstancia y facilitarle una recomendación por escrito (o de forma fehaciente), en el sentido de que su recomendación es que el cliente no realice dicha operación.

Por ejemplo, la entidad podría advertirle dejando constancia de ello de la siguiente manera:

"La entidad le informa que la operación analizada XXX, no es idónea para Usted y la recomendación de la entidad es que Usted no la realice.

La entidad ha analizado esta operación solo porque Usted lo ha solicitado. La entidad por su propia iniciativa nunca se la habría recomendado, dado que el servicio de asesoramiento financiero que le presta le obliga a presentarle exclusivamente recomendaciones idóneas a sus objetivos de inversión, situación financiera y conocimientos y experiencia y ésta operación no lo es".

Adicionalmente resulta recomendable incluir junto a la firma del cliente la expresión manuscrita por el mismo "Operación no idónea", o la aplicación de una medida alternativa que asegure que la información se comunica al cliente con la máxima claridad.

La recomendación de no operar debe realizarse mediante un documento separado de la orden y establecerse los procedimientos oportunos para que quede referida de forma inequívoca a la operación concreta. Para evitar la existencia de ambigüedad o confusión en el inversor, el documento separado debe contener únicamente la recomendación de no operar y ser firmado por el cliente.

Asimismo, existe la posibilidad de que algunas de las operaciones se realicen fuera del ámbito del asesoramiento cuando es el cliente el que solicita a la entidad la realización de una operación. En estos casos la entidad deberá extremar los controles para advertir claramente al cliente que sus operaciones se están realizando fuera del ámbito de la idoneidad.

3.2 Aspectos a considerar en el análisis de la idoneidad.

Tal como recoge el artículo 72 del RD 217/2008 en desarrollo del artículo 79 bis apartado 6 de la LMV, las entidades que presten los servicios de asesoramiento en materia de inversión y gestión de carteras, deberán obtener de sus clientes la información necesaria para determinar razonablemente que las recomendaciones de inversión (asesoramiento en materia de inversión) o las decisiones de inversión (gestión discrecional de carteras), cumplen los siguientes requisitos:

- Responden a los objetivos de inversión del cliente.
- Son de naturaleza tal que el cliente puede asumir, desde el punto de vista financiero, cualquier riesgo de inversión que sea coherente con sus objetivos de inversión.
- Son de naturaleza tal que el cliente cuente con los conocimientos y experiencia necesarios para comprender los riesgos que implican.

18º ¿En caso de autorizados/apoderados a quién debe hacerse el test de idoneidad?

Considerando la gran diversidad de casos que pueden presentarse, cada entidad deberá decidir el modo idóneo de solucionar las diferentes situaciones posibles en función de distintas variables (personas físicas/jurídicas; grupos de entidades; solidaridad/mancomunidad, existencia de diferentes carteras/cuentas asociadas al mismo cliente, etc).

No obstante, con carácter general, en el supuesto de designación por una persona física o jurídica de un apoderado/autorizado, se estima razonable que el test de idoneidad se aplique considerando los conocimientos y experiencia del apoderado/autorizado respecto del producto o servicio concreto y la situación financiera y objetivos de inversión del poderdante.

En cualquier caso resulta necesario que las partes intervinientes sean informadas con carácter previo a la prestación del servicio de cual va a ser el régimen que la entidad va a aplicar al respecto.

19º ¿Cuándo puede considerarse que una operación es idónea? ¿Es razonable evaluar como un bloque los tres aspectos señalados por la normativa (objetivos, situación financiera y conocimientos – experiencia)?

Puede considerarse que una operación es idónea siempre que, cumpliendo los objetivos de inversión del cliente, el cliente pueda asumir, desde el punto de vista financiero, cualquier riesgo de inversión que sea coherente con sus objetivos de inversión y cuente con conocimientos y experiencia suficientes para comprender la naturaleza de la inversión.

Las recomendaciones o decisiones de inversión deben adaptarse al nivel de riesgo recogido en los objetivos de inversión del cliente y en ningún caso deben suponer niveles de riesgo superiores a los que el cliente esté dispuesto a asumir. El nivel de riesgo máximo recomendable o asumido, por lo tanto, será el que indique el cliente.

No obstante, aunque el cliente esté dispuesto a asumir elevados niveles de riesgo, si éstos pueden comprometer su situación patrimonial o se estima que el cliente no comprende suficientemente la naturaleza y riesgos de la inversión planteada, respetar estrictamente los objetivos de inversión del cliente puede hacer que la recomendación o la decisión tampoco sean idóneas. Aunque el cliente fije un determinado nivel de riesgo, puede ser conveniente recomendar o decidir una inversión de menor importe pero que sea financieramente asumible por el cliente, o realizarla sobre un instrumento de naturaleza más sencilla que el cliente pueda comprender adecuadamente.

La valoración en bloque de los tres aspectos puede dificultar la evaluación de la idoneidad. Así el establecimiento de procedimientos de evaluación que clasifican al cliente de forma conjunta, por ejemplo, con un resultado numérico único en función de la puntuación obtenida en cada uno de los aspectos analizados, complica una correcta evaluación del mandato del cliente. En estos casos es muy relevante que se establezcan las medidas adecuadas para evitar que el nivel de riesgo máximo señalado por el cliente pueda verse aumentado basándose en el hecho de que el cliente cuente con elevada experiencia o conocimientos, o una situación patrimonial que permita asumir elevados riesgos financieros.

3.3 Objetivos de inversión.

Los factores relevantes para evaluar este aspecto, que detalla el RD 217/2008 en su artículo 72, son los siguientes:

- Preferencias en cuanto a asunción de riesgos, perfil de riesgos y finalidad de la inversión.
- Horizonte temporal.

20º ¿Tiene sentido evaluar los objetivos de inversión de un cliente con carácter genérico? ¿Puede un mismo cliente tener diferentes objetivos de inversión?

Un mismo cliente puede tener diferentes objetivos para diferentes operaciones o mandatos. La evaluación de los objetivos de inversión debe referirse a un mandato específico del cliente o a una operación concreta. Puede ser útil diferenciar cada uno de los contextos:

En el asesoramiento puntual deben evaluarse los objetivos para cada operación.

En el asesoramiento recurrente y la gestión discrecional de carteras deben analizarse los objetivos de inversión para el mandato concreto al comienzo del mismo y cuando el mandato tiene una duración prolongada o incluso indefinida deberán realizarse revisiones periódicas de dicha evaluación inicial.

Un mismo cliente puede tener diferentes objetivos de inversión para diferentes mandatos. El cliente puede tener una determinada aversión al riesgo en términos generales, sin embargo lo relevante son sus objetivos de inversión referidos a un mandato u operación concreta.

21º ¿Se debe limitar el análisis de objetivos a que el cliente elija entre una serie de perfiles disponibles?

No, esta opción no se considera una buena práctica. El análisis debe combinar el perfil de riesgo elegido con una variable comprensible por el cliente, por ejemplo, una pérdida potencial indicativa.

Limitarse a permitir que el cliente elija entre una serie de niveles de riesgo (bajo/ conservador, medio / moderado, etc.) resulta ambiguo respecto al nivel de riesgo que el cliente está dispuesto a asumir, máxime cuando cada entidad utiliza una metodología diferente para determinar y evaluar el nivel de riesgo. Para obtener la información necesaria respecto a las preferencias de asunción de riesgos del cliente, por tanto, dicho análisis debe ligarse a una variable fácilmente comprensible por el cliente.

Aunque puede haber otras variables, un porcentaje indicativo de pérdida potencial sobre el importe invertido que el cliente esté dispuesto a asumir, cumple con este requisito por ser de fácil comprensión y de significado inequívoco. Numerosas entidades ya la incluyen en sus test de idoneidad.

22º En mandatos de asesoramiento sobre una cartera o en las carteras de gestión discrecional ¿es aceptable que se recomienden o se adquieran instrumentos que individualmente incluyan riesgos potenciales superiores a los definidos en los objetivos de inversión del cliente?

Sí, podría ser razonable, aunque sólo si el riesgo potencial de la cartera en conjunto se ajusta a los objetivos de inversión del cliente.

En cualquier caso es recomendable que se advierta al cliente de esta circunstancia.

23º Cuando se evalúan los objetivos de inversión, ¿se debe analizar si el cliente prevé tener necesidades de liquidez que afecten a la operación planteada en el ámbito de la idoneidad?

Sí, es un aspecto que debería considerarse dado que puede afectar a sus objetivos de inversión. No obstante, esta variable podría analizarse de forma conjunta con el horizonte temporal de las inversiones o con la situación financiera.

3.4 Situación financiera.

Los factores relevantes para evaluar este aspecto, que detalla el RD 217/2008 en su artículo 72, son los siguientes:

- Origen y nivel de ingresos periódicos.
- Activos del cliente (activos líquidos, inversiones e inmuebles).
- Compromisos financieros periódicos.

La evaluación de los factores anteriores debe servir para que la entidad se forme una opinión sobre el grado de significación que tiene la inversión planteada sobre el patrimonio total del cliente. Mediante la valoración de este aspecto la entidad debería poder identificar cuándo una recomendación o decisión de inversión es de tal naturaleza que el cliente pueda asumir los riesgos financieros potenciales de la misma. La evaluación de este aspecto puede obligar a ajustar a la baja el perfil de riesgo y objetivos declarados por el inversor, pero no a la inversa.

3.5 Conocimientos y experiencia en el ámbito de la idoneidad.

La valoración de este aspecto en el ámbito de la idoneidad presenta diferencias con su valoración en el ámbito de la conveniencia. El grado de exigencia respecto a la valoración del mismo está muy relacionado con el tipo de servicio de inversión prestado al cliente y el contexto en que éste se preste.

24º En el ámbito de la idoneidad ¿la entidad debe asegurarse de que el cliente tiene conocimientos o experiencia para cada instrumento concreto objeto de recomendación / decisión de inversión?

No siempre. En determinadas circunstancias puede no ser tan determinante:

En el contexto de asesoramiento, el cliente toma finalmente la decisión de inversión. En este caso es necesario que la entidad evalúe sus conocimientos y experiencia para presentar como idóneas aquellas operaciones en las que, en su opinión, el cliente comprenda adecuadamente la naturaleza y riesgos del instrumento de que se trate. Dicha exigencia debe entenderse que afecta a cada instrumento financiero sobre el que se presente una recomendación. Si en opinión de la entidad el cliente no cuenta con conocimientos y experiencia suficientes para comprender la naturaleza y riesgos de la inversión, no podrá realizar la recomendación.

Podría pensarse que lo realmente relevante en este contexto es que el instrumento se ajuste a los objetivos de inversión y capacidad financiera del cliente y que, dado que el cliente ha acudido a un asesor profesional, no es realmente importante que el cliente comprenda en profundidad la naturaleza de la inversión. Sin embargo, precisamente porque el cliente conserva la decisión de inversión (o desinversión) es necesario que comprenda adecuadamente la naturaleza y los riesgos de la inversión planteada especialmente si el asesor no va a realizar un seguimiento de la misma.

En el caso de la gestión discrecional de carteras, dado que el gestor realiza el seguimiento del ajuste de la cartera gestionada a los objetivos de inversión y situación patrimonial del cliente, puede no ser necesario que el cliente cuente con los conocimientos y experiencia para comprender en toda su dimensión la naturaleza y riesgos de cada uno de los instrumentos implicados.

En este contexto, a diferencia de lo que sucede en el ámbito de la conveniencia o en el del asesoramiento, la entidad podría analizar con qué instrumentos está familiarizado el cliente, es decir sus conocimientos financieros generales y con ello considerar cumplido el apartado de los conocimientos y experiencia del test de idoneidad, sin necesidad de que el inversor cuente con una experiencia real o profesional, ni un nivel de formación alto.

Aunque no se considere necesario que el cliente cuente con conocimientos y experiencia suficientes para comprender en profundidad todos y cada uno de los instrumentos que componen su cartera gestionada, sí debe comprender la naturaleza de los instrumentos que componen el grueso de su cartera, por lo que a menores conocimientos o experiencia, la composición general de la cartera debería ser más sencilla, al menos inicialmente, aunque pudiese incluir determinados instrumentos que incorporasen mayores grados de complejidad.

En cualquier caso, el cliente debe comprender los principales tipos de riesgo que incorpora en conjunto el patrimonio gestionado.

Respecto a la experiencia que adquiere el cliente a través de las inversiones realizadas en el ámbito de la gestión discrecional de carteras debe tomarse en consideración el ámbito específico en el que las mismas se desarrollan. Parece razonable que, conforme el cliente vaya adquiriendo experiencia por la propia gestión, dicha experiencia pueda tomarse en consideración en el futuro. Sin embargo, considerar esa misma experiencia en otros ámbitos distintos de la gestión de carteras puede no ser adecuado en el caso de instrumentos complejos y arriesgados.

3.6 Cuestionarios de idoneidad.

Al igual que en la evaluación de conveniencia, la entidad puede realizar la evaluación de idoneidad utilizando datos previos de los que disponga o en caso de no disponer de estos o querer complementarlos, puede optar por preguntar directamente al cliente. El modo en que se establecen los cuestionarios puede ser determinante a la hora de realizar el análisis de idoneidad.

25º Cuando se realicen cuestionarios de idoneidad, ¿cómo deben documentarse?

En cualquier caso la entidad debe estar en condiciones de poder acreditar la evaluación de idoneidad realizada, por lo que una forma de realizarlos es por escrito y recabar la firma del cliente, o a través de otro soporte que permita dejar constancia fehaciente de ello.

Con carácter general se considera que una forma adecuada de realizar los cuestionarios de idoneidad es mediante documento específico, que contenga las respuestas dadas por el cliente y el resultado de la evaluación

26º ¿Es obligatorio que las entidades evalúen los tres aspectos (objetivos, situación patrimonial y conocimientos – experiencia) del análisis de idoneidad?

Si, pero la profundidad de la evaluación depende de la naturaleza del servicio prestado:

Cuando hablamos de asesoramiento puntual, puede considerarse razonable establecer un cuestionario específico adaptado al instrumento de que se trate y que, cubriendo los tres aspectos enunciados, puede no ser tan exhaustivo en cuanto a la información recabada, como un cuestionario establecido para el asesoramiento recurrente o la gestión de carteras.

Por ejemplo, el análisis de conocimientos y experiencia es suficiente limitarlo a la familia de instrumentos a la que pertenece el instrumento concreto de que se trate. En cuanto a la situación patrimonial, parece razonable que no se obtenga información detallada respecto a la composición del patrimonio del cliente, sino la necesaria para valorar la importancia relativa de la inversión realizada respecto al patrimonio total del cliente. El apartado relativo a objetivos de inversión se referirá a cada mandato y asesoramiento puntual realizado.

En cuanto al asesoramiento recurrente o la gestión discrecional de carteras, resulta más difícil justificar que los cuestionarios no recaben una información más exhaustiva sobre los aspectos a valorar. No obstante como ya se ha comentado en el caso de la gestión de carteras el análisis de conocimientos y experiencia podría centrarse en los instrumentos con los que el cliente esté familiarizado.

3.7 Periodo de validez de los análisis de idoneidad previos.

27º ¿Debe establecerse un periodo de vigencia de los análisis de idoneidad realizados previamente?

Tal como establece el artículo 79 bis de la LMV las entidades que prestan servicios de inversión deben asegurarse en todo momento de que disponen de toda la información necesaria sobre sus clientes. Asimismo, las recomendaciones emitidas y las operaciones realizadas en el ámbito de la gestión de carteras deben ser adecuadas en el momento en que se presta el servicio al cliente. Por ello, resulta relevante que las entidades establezcan procedimientos para asegurarse de que disponen de información sobre sus clientes que no esté desfasada.

Algunos de los aspectos considerados en el análisis de idoneidad es difícil que varíen rápidamente con el paso del tiempo, como por ejemplo los conocimientos y experiencia del cliente. Respecto a la situación patrimonial conviene revisarla periódicamente. Finalmente, los objetivos de inversión deben analizarse en referencia a una operación concreta o a un mandato específico del cliente

En el caso de asesoramiento puntual, lo más razonable es que el análisis realizado se circunscriba a una operación concreta, por lo que en general, no parece razonable extrapolar sus resultados a asesoramientos puntuales posteriores. No obstante, si el cuestionario incluye un análisis general de los conocimientos y experiencia del cliente, los resultados de dicho análisis deberán considerarse posteriormente, conforme a los criterios ya señalados en el apartado anterior.

En los mandatos de larga duración o de duración indefinida (asesoramiento recurrente o gestión de carteras) dado que los objetivos de inversión del cliente pueden variar, la entidad debería contrastar periódicamente si los objetivos de inversión del cliente y/o su situación patrimonial se han modificado.

3.8 Documentos contractuales que pudieran existir antes de que existiese la obligación de realizar análisis de idoneidad.

Desde la entrada en vigor de la normativa MiFID, es obligatorio que, con carácter previo a la prestación de los servicios de gestión de carteras y asesoramiento en materia de inversión, las entidades evalúen la idoneidad.

Aunque los contratos-tipo de gestión de carteras pueden recoger algunos datos, no constituyen en sí mismos un análisis de idoneidad, dado que este tipo de análisis engloba aspectos no previstos en aquél. Por lo tanto se considera necesario que, tras la entrada en vigor de la MiFID, se realicen los pertinentes análisis de idoneidad de los clientes a través de cuestionarios o mediante la explotación de otro tipo de información de que disponga la entidad. Esta misma situación es aplicable a los clientes de asesoramiento en materia de inversión que pudieran tener contrato previo con la entidad.

En este sentido debe recordarse que en septiembre de 2008 la CNMV hizo públicos determinados criterios respecto a como debían adaptarse los contratos-tipo a lo previsto en el RD 217/2008. Una de las indicaciones contenidas en dicha comunicación se refiere a que los contrato-tipo de gestión de carteras deben contener una mención expresa a que la prestación del servicio se realizará dentro de los límites que se deriven del resultado de la evaluación de idoneidad.

GUÍA SOBRE LA PRESTACIÓN DEL SERVICIO DE ASESORAMIENTO EN MATERIA DE INVERSIÓN

DEPARTAMENTO DE SUPERVISIÓN ESI - ECA

23 de diciembre de 2010

Este documento no tiene carácter normativo y por lo tanto no establece nuevas obligaciones. La guía tiene como finalidad transmitir al sector y, en concreto, a las entidades que prestan el servicio de asesoramiento en materia de inversión, pautas que la CNMV considera adecuadas para el cumplimiento de diversos aspectos de la normativa en vigor a la fecha de emisión de este documento y así facilitar su comprensión y la adaptación de las entidades a la misma.

1 Introducción.

Desde la entrada en vigor de la normativa que transpuso la Directiva MiFID, un aspecto especialmente controvertido ha sido la determinación de los supuestos en los que se considera que la entidad financiera presta el servicio de asesoramiento en materia de inversión y su diferenciación de otros supuestos en los que la entidad simplemente está comercializando un instrumento financiero como fase previa a la prestación del servicio de recepción, transmisión o ejecución de órdenes.

La publicación por CESR del documento que se adjunta como anexo de la presente guía "Questions and Answers, Understanding the definition of advice under Mifid" en abril 2010 (ref CESR/10-293), clarifica determinadas cuestiones relativas al concepto y alcance del asesoramiento en materia de inversión, pero la experiencia supervisora de la CNMV ha puesto de manifiesto la necesidad de continuar la difusión de criterios en este ámbito. En esa línea, el 17 de junio de 2010 la CNMV publicó la Guía de actuación para el análisis de la conveniencia y la idoneidad que dedica algunos apartados al servicio del asesoramiento en materia de inversión.

El objetivo de esta guía es destacar aquellos aspectos del documento de CESR que la CNMV considera más relevantes y dar a conocer una serie de pautas de actuación que considera como buenas prácticas en este ámbito. La CNMV tendrá en cuenta estas pautas en sus actuaciones de supervisión. Sin perjuicio de ello la actuación supervisora se compatibilizará con los principios de flexibilidad y razonabilidad en el análisis de los diversos enfoques seguidos por las entidades en esta materia.

En la elaboración de esta guía se ha tenido en cuenta tanto la normativa nacional como la comunitaria, los documentos de la Comisión Europea y los publicados por CESR sobre esta materia, así como la experiencia acumulada por la CNMV en el desarrollo de sus labores supervisoras.

La guía contiene dos grandes apartados. El primero y principal dedicado a la delimitación entre el servicio de asesoramiento en materia de inversión y la actividad de comercialización y, el segundo, relativo a aspectos propiamente asociados al servicio de asesoramiento como el registro de recomendaciones, entre otros.

En ambos apartados, para que la comprensión de las distintas situaciones sea más sencilla, se ha optado por un formato de preguntas y respuestas, incluyendo además, determinados ejemplos clarificadores.

2 Delimitación entre comercialización y asesoramiento en materia de inversión.

El servicio de asesoramiento en materia de inversión, se puede prestar en diferentes contextos, por lo que es conveniente delimitar algunos de ellos. La denominación que se adopta aquí para estos contextos diferenciados se va a mantener a lo largo del resto de la presente guía y en línea con lo recogido en la "Guía de actuación para el análisis de la conveniencia y la idoneidad" publicada por la CNMV en junio de 2010:

- Asesoramiento recurrente. En este tipo de asesoramiento el cliente tiene una relación continuada con su asesor que periódicamente le presenta recomendaciones de inversión.
- Asesoramiento puntual o venta asesorada. En general, la relación comercial con el cliente no se desarrolla en el ámbito del asesoramiento. Sin embargo, esporádicamente, la entidad puede realizar al cliente recomendaciones de inversión.

En general, puede entenderse que el asesoramiento en materia de inversión a clientes que pertenecen a un segmento comercial separado (banca privada o banca personal) se sitúa en el contexto que hemos denominado anteriormente asesoramiento recurrente.

En cambio, en el segmento comercial genérico (banca comercial o banca universal), cuando se presentan recomendaciones de inversión en el ámbito de la idoneidad, se sitúan más frecuentemente en la esfera del asesoramiento en materia de inversión en el contexto que hemos denominado anteriormente asesoramiento puntual.

1. ¿Cuándo se puede concluir que se presta el servicio de asesoramiento en materia de inversión?

Tal como se desprende del artículo 5.1.g) del RD 217/2008 y de acuerdo con las directrices recogidas en el documento de CESR "Questions and Answers, Understanding the definition of advice under Mifid" en abril 2010 (ref CESR/10-293), para la concurrencia de asesoramiento en materia de inversión, han de cumplirse conjuntamente los siguientes requisitos:

- (i) debe tratarse de una recomendación, es decir, debe incluir un elemento de opinión por parte de quien presta el servicio y no tratarse sencillamente de una información o explicación de las características y riesgos de una operación o servicio financiero,
- ii) que se realice respecto a una o más operaciones relativas a instrumentos financieros concretos y no de forma genérica respecto a un tipo de activos o productos financieros,
- iii) ser personalizado, es decir, presentarse explícita o implícitamente como idónea para esa persona basándose en una consideración de sus circunstancias personales,
- iv) debe realizarse a través de medios que no consistan exclusivamente en canales de distribución dirigidos al público en general como anuncios en prensa, televisión o radio y,

v) ser individualizado, esto es, realizarse a una persona en su calidad de inversor o posible inversor o en calidad de apoderado o representante del mismo.

Estos cinco elementos pueden resumirse en dos fundamentales: i) que exista una recomendación sobre instrumentos financieros concretos, ya sea explícita o implícita y, ii) que la recomendación sea personalizada, es decir, que se presente como idónea al inversor basándose en sus circunstancias personales.

2. ¿Cuándo se puede considerar que existe una recomendación?

Se considera que existe una recomendación cuando el lenguaje utilizado incorpora algún elemento subjetivo, juicio de valor u opinión, dirigido a que un inversor tome una determinada decisión. En consecuencia, la recomendación se contrapone a la transmisión de información o datos objetivos. En general, transmitir información objetiva sin hacer ningún comentario o juzgar su valor o relevancia a los efectos de la decisión del inversor, no es una recomendación.

Por consiguiente, el lenguaje utilizado desempeña un papel fundamental a la hora de determinar si se ha emitido una recomendación, por lo que se considera relevante que las entidades presten atención a los términos utilizados en las relaciones con los clientes. La trascendencia del lenguaje es aún mayor en las relaciones comerciales cara a cara que, habitualmente, se desarrollan en la red de oficinas de las entidades, así como en las conversaciones telefónicas. Por ello, se considera necesario que, tanto en los procedimientos internos de las entidades como en la formación de la red comercial, se incida en la importancia que tiene una correcta y rigurosa utilización del lenguaje, para no generar confusión en el cliente respecto al servicio prestado.

Adicionalmente, a efectos de determinar el alcance del servicio de asesoramiento en materia de inversión, es crucial distinguir tres tipos de recomendaciones, puesto que no todas las recomendaciones emitidas están bajo el ámbito de este servicio:

- recomendación personalizada
- recomendación general
- asesoramiento genérico

Únicamente las recomendaciones personalizadas entran en el ámbito de la prestación del servicio de asesoramiento en materia de inversión.

Así lo establece el artículo 63.1.g) de la Ley del Mercado de Valores en virtud del cual se entiende por asesoramiento en materia de inversión *“la prestación de recomendaciones personalizadas a un cliente, sea a petición de éste o por iniciativa de la empresa de servicios de inversión, con respecto a una o más operaciones relativas a instrumentos financieros. No se considerará que constituya asesoramiento, a los efectos de lo previsto en este apartado, las recomendaciones de carácter genérico y no personalizadas que se puedan realizar en el ámbito de la comercialización de valores e instrumentos financieros. Dichas recomendaciones tendrán el valor de comunicaciones de carácter comercial”*

A continuación se analiza con más detalle cada tipo de recomendación.

3. ¿Qué es una recomendación personalizada?

El artículo 5.1.g) del RD 217/2008 define una recomendación personal como *“la recomendación realizada a una persona en su calidad de inversor o posible inversor, o en su calidad de representante o apoderado de aquel”* añadiendo que *“la recomendación deberá presentarse como idónea para esa persona, basándose en una consideración de sus*

circunstancias personales y deberá consistir en una recomendación para realizar alguna de las siguientes acciones:

- i) *Comprar, vender, suscribir, canjear, reembolsar, mantener o asegurar un instrumento financiero específico.*
- ii) *Ejercitar o no ejercitar cualquier derecho conferido por un instrumento financiero determinado para comprar, vender, suscribir, canjear o reembolsar un instrumento financiero."*

En consecuencia, los elementos que caracterizan a una recomendación personalizada explícita o implícita son dos: que la propuesta vaya dirigida a un inversor concreto y que se presente como idónea para ese inversor basándose en sus circunstancias personales.

A estos efectos se considera que existe una recomendación implícita cuando, sin utilizar ese término, un instrumento se presente como idóneo para un inversor y en la conversación se utilicen palabras relacionadas con sus circunstancias personales.

Para determinar si una recomendación se realiza considerando las circunstancias personales del inversor deben tenerse en cuenta, tanto la naturaleza de la información que se recaba como la forma de relacionarse con el inversor.

Por ejemplo, cuando una entidad obtiene la información sobre los objetivos de inversión o la situación financiera de un inversor, debe asumirse que normalmente esta información será utilizada por la entidad si con posterioridad entra en contacto con el cliente a través del mismo canal para que éste adquiera un nuevo instrumento financiero. Son situaciones concretas de este tipo las que se describen más adelante en las preguntas nº 6 y 9.

4. ¿Qué es una recomendación general?

El Considerando 83 de la Directiva 2006/73/CE define recomendación general como "*aquella que está destinada a los canales de distribución o al público*" por lo que se contrapone a la definición de recomendación personalizada.

Adicionalmente, el Considerando 79 de la Directiva 2006/73/CE complementa la definición anterior indicando que "el asesoramiento sobre instrumentos financieros ofrecido en un periódico, diario, revista o cualquier otra publicación dirigidos al público en general (incluido a través de Internet), o en cualquier emisión de radio o televisión, no debe considerarse que constituya una recomendación personal a efectos de la definición de «asesoramiento en materia de inversión»"

En consecuencia, en estos casos, aunque la recomendación verse sobre un instrumento financiero específico, no entraría dentro del ámbito del servicio de asesoramiento en materia de inversión sino que se consideraría como un servicio auxiliar.

En este mismo sentido, el artículo 63.2.e) de la Ley del Mercado de Valores considera como un servicio auxiliar "*la elaboración de informes de inversiones y análisis financieros u otras formas de recomendación general relativa a las operaciones sobre instrumentos financieros*" especificando que "*se entenderá incluida en este apartado cualquier información que, sin tener en cuenta las circunstancias personales concretas del cliente al que vaya destinada, recomiende o proponga una estrategia de inversión, de forma explícita o implícita, sobre uno o varios instrumentos financieros o sobre los emisores de instrumentos financieros, incluyendo cualquier dictamen sobre el valor o el precio actual o futuro de tales instrumentos, siempre que la información esté destinada a los canales de distribución o al público y que se cumplan las siguientes condiciones:*

i) Que el informe de inversión se califique como tal, o como análisis financiero o cualquier término similar a estos, o bien, se presente como una explicación objetiva o independiente de aquellos emisores o instrumentos sobre los que efectúen recomendaciones.

ii) Que, cuando la recomendación se haga por una empresa de servicios de inversión a un cliente no constituya asesoramiento en materia de inversión de conformidad con lo establecido en la letra g) del apartado anterior de este artículo"

Por otra parte, el primer párrafo in fine del artículo 5.1.g) del RD 217/2008 dispone que *"Asimismo, tampoco se considerará recomendación personalizada las recomendaciones que se divulguen exclusivamente a través de canales de distribución o al público"*.

Tal como se desprende de la normativa mencionada anteriormente, uno de los supuestos más representativos de recomendación general es la difusión de los informes de análisis de inversiones en los que se recomienda comprar, vender, sobreponderar o mantener un determinado valor.

No obstante, si con posterioridad a la difusión de un informe de análisis entre inversores tiene lugar un contacto personal con un inversor concreto, deberá extremarse la diligencia con el lenguaje utilizado en la conversación puesto que en el momento en que la entidad personalice la recomendación, es decir, presente el valor como idóneo basándose en las circunstancias personales del cliente, estaría prestando asesoramiento en materia de inversión.

Otro supuesto que habitualmente se considera como una recomendación general es el caso de un valor concreto cuya compra o suscripción se recomienda en un cartel publicitario en el que se hace referencia a un determinado público objetivo (por ejemplo, personas de determinada edad). En la medida en que la recomendación está destinada al público en general no se considera asesoramiento en materia de inversión. No obstante, al igual que en el caso de los informes de análisis, si posteriormente un comercial de la entidad mantiene contacto con un cliente concreto, en la medida en que se personalice la recomendación, se estaría prestando asesoramiento en materia de inversión.

Finalmente, surge la duda sobre si hay recomendación personalizada o general, cuando la entidad entra en contacto con una pluralidad de clientes a través de comunicaciones por carta o correo electrónico, así como cuando la entidad realiza una selección previa del tipo de cliente objetivo para la venta de un determinado producto teniendo en cuenta cierta información, como la edad del cliente o la realización de operaciones similares en anteriores ocasiones. En estos casos, la utilización de un determinado lenguaje en la comunicación y el grado en que se tengan en cuenta o se enfatizan las circunstancias personales, son determinantes para establecer si la recomendación es general o personalizada.

Algunas de las situaciones identificadas en este apartado son difíciles de gestionar y cuando se produce el contacto directo con el cliente es relativamente fácil que los comerciales entren en el terreno de la recomendación personalizada sin efectuar la correspondiente evaluación formal de la idoneidad. Por ello, las entidades deben realizar los esfuerzos necesarios de formación en primer lugar y de control a continuación, para evitar que ello se produzca.

5. ¿Qué es asesoramiento genérico?

El Considerando 81 de la Directiva 2006/73/CE define el asesoramiento genérico como el *"asesoramiento sobre un tipo de instrumento financiero"* señalando que *"no constituye asesoramiento en materia de inversión a efectos de la Directiva 2004/39/CE, ya que esta Directiva especifica que, a efectos de la Directiva 2004/39/CE, el asesoramiento en materia de inversión está restringido al asesoramiento sobre instrumentos financieros concretos"*.

En consecuencia, aunque se realizara asesoramiento genérico a un inversor concreto, haciendo referencia a sus circunstancias personales y presentando una recomendación como idónea, la misma no constituiría asesoramiento en materia de inversión.

Es muy importante señalar, sin embargo, que la anterior afirmación debe matizarse con lo dispuesto en el mismo Considerando 81 que establece que *“si una empresa de inversión asesora genéricamente a un cliente sobre un tipo de instrumento financiero que presenta como conveniente para ese cliente, o basado en la consideración de las circunstancias de éste, y ese asesoramiento no es en realidad conveniente para el cliente o no está basado en la consideración de sus circunstancias, dependiendo de las circunstancias del caso concreto es probable que la empresa actúe contraviniendo el artículo 19, apartados 1 o 2, de la Directiva 2004/39/CE. En especial, es probable que una empresa que ofrezca a un cliente este tipo de asesoramiento contravenga el requisito del artículo 19, apartado 1, de actuar con honestidad, imparcialidad y profesionalidad con arreglo al interés óptimo de sus clientes. Del mismo modo, o de forma alternativa, es probable que este asesoramiento contravenga lo exigido en el artículo 19, apartado 2, según el cual la información enviada por una empresa a un cliente deberá ser imparcial, clara y no engañosa”*.

Por lo tanto, cuando una entidad emita una recomendación genérica presentándola como idónea para un cliente concreto, deberá adoptar todas las medidas necesarias para que la citada recomendación no infrinja la obligación de actuar en el mejor interés de los clientes y de proporcionarle información imparcial, clara y no engañosa. Una posible medida es la previa evaluación de la idoneidad de la recomendación genérica. En cualquier caso, las medidas que puedan adoptarse deben estar reforzadas con procedimientos adecuados de formación al personal y control de sus actuaciones.

A continuación se reproducen una serie de ejemplos en los que se consideraría que existe asesoramiento genérico, muchos de ellos relacionados con el proceso de “asset allocation” y con la definición de carteras modelo:

- Recomendar un determinado tipo de instrumento financiero, sin detallar el valor al que se refiere. Por ejemplo recomendar comprar acciones del Ibex35 o de un sector concreto (banca, eléctricas, etc).
- Recomendar la inversión de un porcentaje de la cartera en una zona geográfica (i.e 10% de renta variable Japón).
- Recomendar la inversión de un porcentaje de la cartera en un tipo de activo (i.e 5% de la cartera en participaciones preferentes o 10% de la cartera en deuda soberana alemana).
- Recomendar una cartera modelo sin especificar los valores concretos.

No obstante, en cualquiera de los casos anteriores, en el momento en que se especifiquen valores concretos, si la recomendación se está realizando a un inversor concreto, se estaría prestando asesoramiento en materia de inversión siempre que se cumplan los requisitos previstos en la pregunta 1 anterior.

Asimismo, se recogen a continuación supuestos en los que se considera que NO se trata de asesoramiento genérico:

- La inversión recomendada incluye la opción de dos o más instrumentos financieros concretos con objeto de que sea el cliente el que elija cuál es la que desea materializar.
- La recomendación de inversión en un valor concreto no se refiere a un número determinado de títulos o contratos sino a un porcentaje de la cartera asesorada.

6. A efectos de determinar si se presta el servicio de asesoramiento en materia de inversión ¿tiene alguna relevancia el segmento comercial al que pertenece el cliente?

Efectivamente, se considera que la pertenencia del cliente a un determinado segmento comercial tiene relevancia al analizar la naturaleza del servicio prestado.

En el caso de los segmentos de banca privada y banca personal (o segmentos equivalentes según la denominación utilizada por la entidad), o de entidades especializadas en banca en estos segmentos, es característica la prestación de un servicio personalizado, la clasificación de los clientes entre los mismos en función de sus circunstancias personales (fundamentalmente considerando su situación financiera) y la obtención de información acerca de las mismas, así como la asignación a cada cliente de un gestor/asesor o agente determinado, por lo que en general, el servicio se encuadrará en el ámbito del asesoramiento en materia de inversión.

En consecuencia, en este contexto es razonable que normalmente se emitan recomendaciones personalizadas y que se den de forma menos frecuente los supuestos en los que una operación concreta se sitúe al margen del servicio de asesoramiento en materia de inversión.

Por otro lado, el criterio anterior no implica en absoluto que este servicio únicamente se preste en dichos segmentos.

7. A efectos de determinar si se presta el servicio de asesoramiento en materia de inversión ¿tiene alguna relevancia el carácter de complejo o no complejo del instrumento financiero sobre el que recae la operación?

Si bien la normativa aplicable no realiza ninguna distinción al respecto, en un contexto de campañas internas de distribución masiva de productos complejos de riesgo medio o alto (participaciones preferentes, bonos estructurados sin capital garantizado, contratos financieros atípicos, derivados, etc) entre los clientes de banca comercial, es posible que se utilice un lenguaje con elementos de opinión y presentando la inversión como idónea para los clientes con la finalidad de que el inversor adopte la decisión de adquirir el instrumento financiero, es decir, el riesgo de prestar el servicio de asesoramiento en materia de inversión de forma inadvertida es mucho mayor. Esta posibilidad será mayor, en los supuestos en los que la red comercial tiene fijados determinados objetivos comerciales, o recibe incentivos que priman la venta de un determinado producto frente a otros.

Una posible medida para evitar que se realicen en estos supuestos operaciones de venta asesorada sin cumplir con los requisitos legales es que la entidad decida prestar de forma generalizada a los clientes el servicio de asesoramiento en materia de inversión y cumplir el correspondiente procedimiento.

Si una entidad decidiera realizar campañas de venta de un producto de esta naturaleza entre sus clientes de banca comercial y sin prestar el servicio de asesoramiento puntual en materia de inversión, debería establecer procedimientos específicos y eficaces de formación al personal de la red y de control que reduzcan la posibilidad de que se realicen asesoramientos personalizados sin cumplir los procedimientos previstos en la normativa vigente.

8. ¿Es suficiente que un inversor perciba que ha recibido una recomendación personalizada para determinar que la entidad ha prestado el servicio de asesoramiento en materia de inversión?

No, la percepción por parte del inversor de que ha recibido de la entidad una recomendación personalizada no es por sí misma un indicio suficiente para determinar que se ha prestado el servicio de asesoramiento en materia de inversión, entre otras razones porque el inversor en ocasiones no interpreta adecuadamente su relación con la entidad.

Sin embargo, debe recordarse que uno de los requisitos para valorar si existe asesoramiento (ver pregunta 1 anterior) es que la recomendación se presente como idónea para un inversor (aunque pudiera no serlo). Así pues, si la recomendación se efectúa de forma que el cliente la percibe como tal y un observador razonable pudiera concluir que se ha presentado como idónea para el cliente basándose en sus circunstancias personales, la situación se encuadraría dentro del ámbito del asesoramiento en materia de inversión. En todo caso, para llegar a esta conclusión se deberán cumplir los 5 requisitos a que se refiere la contestación a la pregunta 1 de la presente guía.

Por ello, es importante tener en cuenta la apreciación de los clientes en general, siempre que no existan circunstancias que hagan esperable un sesgo en su opinión (por ejemplo, existencia de reclamaciones, evolución muy negativa del valor de mercado del activo, etc). Si una mayoría de los clientes que adquirió un determinado producto estima que se vendieron con recomendaciones realizadas teniendo en cuenta sus circunstancias personales, la entidad debería adoptar medidas que refuercen sus procedimientos de formación al personal de la red y de control de los procedimientos aplicados para evitar que esta situación se reproduzca en el futuro o al menos que se reduzca al mínimo posible.

9. ¿Es aconsejable realizar el test de idoneidad de forma generalizada a los clientes sin el objetivo de prestar asesoramiento en materia de inversión?

El objetivo fundamental de un test de idoneidad es recabar información del cliente que permita a la Entidad determinar sus objetivos de inversión, su situación financiera y la experiencia y conocimientos con los que cuenta para comprender los riesgos que implican las distintas operaciones con instrumentos financieros.

El obtener información de los clientes de forma generalizada sobre estos parámetros, unido al hecho de proceder posteriormente la Entidad a la venta de un determinado producto a través del mismo canal en que se recabó dicha información, determina que pueda percibirse que la información recabada se está teniendo en cuenta al presentarles u ofrecerles tal producto, con la consecuencia de que el servicio prestado se pueda encuadrar en el ámbito del asesoramiento en materia de inversión, siempre que exista recomendación y se cumplan los 5 requisitos señalados en la pregunta 1.

Por ello, y con el objeto de evitar el riesgo de percepciones erróneas por parte de los clientes, no resulta razonable realizar test de idoneidad de forma generalizada a clientes a los que no se les prestará, ni siquiera de forma puntual, el servicio de asesoramiento en materia de inversión o de gestión de carteras.

10. ¿Si una entidad no quiere prestar asesoramiento en materia de inversión sería suficiente con la utilización de un “*disclaimer*” o advertencia en la documentación entregada al cliente o con indicarlo expresamente en los procedimientos internos o comunicaciones internas a la red comercial?

Estas medidas por sí mismas no son suficientes para considerar que no se está prestando el servicio de asesoramiento en materia de inversión. Como se ha indicado a lo largo de este documento, lo verdaderamente relevante para analizar si existe o no asesoramiento es determinar si se ha producido una recomendación personalizada.

No obstante, en determinadas situaciones es útil y adecuada la utilización de advertencias claras en el sentido de informar que una determinada operación no se está realizando en el ámbito del servicio de asesoramiento en materia de inversión. Por ejemplo, cuando a un inversor se le presta habitualmente el servicio de asesoramiento en materia de inversión y desea adquirir un producto por propia iniciativa. En este caso es deseable que el inversor sea

advertido de forma clara de esta circunstancia sin perjuicio de que adicionalmente deba aplicarse el procedimiento establecido en el ámbito de la conveniencia.

Por el contrario, establecer como procedimiento interno la firma obligatoria generalizada de una advertencia en este sentido para todos los clientes o en todas las operaciones que se realicen respecto a un producto determinado, no siempre está justificado y el hecho de que se haga firmar a los clientes una advertencia respecto a que no se ha prestado asesoramiento personalizado, no cambia la naturaleza del servicio efectivamente prestado.

En este caso especialmente, las entidades deberán contar con sistemas de formación al personal de la red comercial y medidas de control interno adecuadas para que la relación con la clientela no presente confusiones ni ambigüedades respecto al servicio de inversión efectivamente prestado.

11. ¿Qué deben hacer las entidades que NO desean prestar el servicio de asesoramiento en materia de inversión?

Si una entidad desea verificar que el servicio que está prestando no es asesoramiento en materia de inversión, deberá comprobar que NO está cumpliendo los cinco requisitos a los que se hace referencia en la pregunta nº1 de este documento. En resumen, deberá verificar que no se está emitiendo una recomendación, ya sea explícita o implícita y que dicha recomendación no es personalizada (y por tanto, no se presenta como idónea al inversor basándose en sus circunstancias personales).

Adicionalmente, estas entidades deberán establecer adecuados sistemas y mecanismos de control interno, así como proporcionar una adecuada formación de la red comercial, de manera que la información transmitida a los clientes refleje de manera apropiada y consistente la naturaleza del servicio que se está prestando o se va a prestar. El hecho de que una entidad tenga establecidos en sus procedimientos escritos que no presta el servicio de asesoramiento no es suficiente, por sí solo, para asegurarse de que no se está prestando dicho servicio.

Los comerciales o empleados de las entidades deben tener especial cuidado cuando proporcionan información a los clientes (tanto en una relación cara a cara como a través de otros medios de comunicación, como puede ser correo electrónico o internet), no debiendo transmitir opiniones o recomendaciones personales sobre la idoneidad de un determinado producto.

Cuando la entidad utilice “*disclaimers*” o advertencias, según lo señalado en la pregunta anterior, éstas deberán ser claras, siendo recomendable que incluyan la expresión manuscrita por el inversor “operación no recomendada de forma personalizada por la entidad” u otra similar que consiga transmitir con toda claridad al cliente este mensaje.

3 Consecuencias derivadas de la prestación del servicio de asesoramiento.

Una vez revisados los distintos supuestos en los que se considera que se está prestando el servicio de asesoramiento en materia de inversión, el siguiente paso es analizar cuáles son las consecuencias asociadas a la prestación del citado servicio, sin perjuicio del cumplimiento del resto de obligaciones generales aplicables a cualquier otro servicio de inversión (prevención de conflictos de interés, información imparcial, clara y no engañosa, etc).

La consecuencia más importante asociada al servicio de asesoramiento en materia de inversión es que una entidad **no puede recomendar productos no idóneos para el cliente**. Ello implica que, antes de emitir la recomendación personalizada, la entidad debe obtener

determinada información para poder concluir si el producto es o no idóneo para el cliente y, en consecuencia, si puede seguir adelante emitiendo la recomendación.

Este proceso consta de dos fases, una que consiste en la obtención de información sobre el inversor y otra que denominamos "evaluación" de la idoneidad. Tal como establece el artículo 79 bis apartado 6 de la Ley del Mercado de Valores *"cuando se preste el servicio de asesoramiento en materia de inversión, la entidad obtendrá la información necesaria sobre los conocimientos y experiencia del cliente, incluidos en su caso los clientes potenciales, en el ámbito de inversión correspondiente al tipo de producto o de servicio concreto de que se trate, sobre la situación financiera y los objetivos de inversión de aquel, con la finalidad de que la entidad pueda recomendarle los servicios de inversión e instrumentos financieros que más le convengan. Cuando la entidad no obtenga esta información, no recomendará servicios de inversión o instrumentos financieros al cliente o posible cliente"*.

Evidentemente, la realización de recomendaciones personalizadas no idóneas son contrarias a este precepto legal.

En la *"Guía de actuación para el análisis de la conveniencia y la idoneidad"* publicada por la CNMV en junio de 2010 se analizaron diversas cuestiones relacionadas con la evaluación de la idoneidad (factores relevantes en el análisis de los objetivos de inversión y situación financiera, cuestionarios de idoneidad, consideración de una operación como idónea ...) por lo que el presente documento no las reproducirá de nuevo.

A continuación se hace referencia a otras cuestiones asociadas a la prestación de este servicio.

12. ¿Tiene que documentarse contractualmente la prestación de este servicio?

La normativa no requiere que exista un contrato por escrito entre la entidad y el inversor cuando se presta asesoramiento en materia de inversión ni que el cliente preste su consentimiento de forma expresa.

En todo caso, de acuerdo con lo previsto en el segundo párrafo del artículo 79 ter de la LMV, deberán constar por escrito o de forma fehaciente las recomendaciones personalizadas, que deberán ser objeto del correspondiente registro según establece el apartado 1.e) del artículo 70 ter de la LMV y la Resolución de 7 de octubre de 2009 de la CNMV sobre los registros mínimos a mantener por las empresas que presten servicios de inversión.

13. ¿Qué requisitos tiene que tener el registro de recomendaciones personalizadas?

La resolución de 7 de octubre de 2009 de la CNMV sobre los registros mínimos a mantener por las empresas que presten servicios de inversión dispone que este registro debe incluir al menos:

- el cliente minorista al que se ha prestado el asesoramiento (i.e NIF/CIF/Cod.cliente, etc)
- la recomendación (i.e comprar, vender, mantener, suscribir, nº de títulos/contratos o% de la cartera e importe etc)
- el instrumento financiero o cartera que ha sido recomendado (i.e ISIN o código equivalente, denominación, , etc) haciendo constar la fecha de la recomendación, entre otros.

Este registro debe llevarse como un registro adicional a los registros de órdenes y operaciones (si la entidad presta el servicio de recepción, transmisión y ejecución). Por lo tanto, es independiente de que el cliente decida o no realizar la operación asociada a la recomendación (aunque decida no realizar la operación o ésta se efectúe con otra entidad, la recomendación debe quedar registrada).

Todo ello sin perjuicio de que, de acuerdo con lo previsto en el artículo 79 ter de la LMV, la efectiva realización de las recomendaciones personalizadas al inversor deberá constar por escrito o de otra forma fehaciente.

Asimismo, la llevanza del registro es independiente de que la entidad haya decidido documentar contractualmente el asesoramiento. Por consiguiente, la existencia de un contrato de asesoramiento no exime en ningún caso de llevar el citado registro ni de comunicar de forma fehaciente cada recomendación al inversor.

En la práctica supervisora se han observado deficiencias en el cumplimiento de la obligación de llevar este registro, ya que algunas entidades únicamente llevan el registro de órdenes y el de operaciones o, aún elaborando el registro de recomendaciones, éste es insuficiente.

14. ¿Es necesario que exista trazabilidad entre las recomendaciones emitidas y las operaciones ordenadas por los clientes?

En el caso de entidades que, además de prestar el servicio de asesoramiento en materia de inversión, también presten el servicio de recepción, transmisión o ejecución de órdenes de clientes, se considera que la trazabilidad entre las operaciones realizadas y las recomendaciones emitidas al menos en un plazo de hasta 15 días desde que se efectuó la correspondiente recomendación es una buena práctica como mecanismo de control interno y como medio de que la entidad pueda probar el cumplimiento de sus obligaciones en la medida en que permite disponer de información para, por ejemplo, conocer si al cliente que emite una orden ya se le ha entregado la información sobre las características y riesgos del producto o se le ha evaluado anteriormente la idoneidad.

Por otra parte resulta recomendable y especialmente necesario en entidades de tamaño grande o mediano que cuentan con amplios medios, que este registro se mantenga por medios informáticos de forma que su consulta en todo momento sea ágil y eficiente.

Presidentes de AEB, CECA, UNACC, ASNEF,
EMISORES ESPAÑOLES, ASOCIACION
HIPOTECARIA

Madrid, 16 de junio de 2010

Asunto: Actualización de requisitos en la verificación de emisiones de renta fija e instrumentos híbridos destinadas a minoristas. Identificación de malas prácticas en el proceso de comercialización y negociación posterior.

Muy Sr. nuestro:

Con fecha 17 de febrero de 2009 la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, CNMV) comunicó por escrito los criterios que había establecido para el análisis de determinadas emisiones de entidades financieras (emisiones subordinadas, participaciones preferentes) que fueran a ser colocadas entre sus clientes minoristas, con el fin de evitar que el conflicto de interés inherente en la colocación de sus propias emisiones supusiera, de hecho, unas condiciones de emisión desventajosas para los suscriptores, al apartarse de las demandadas en mercados mayoristas.

La experiencia ha demostrado que la existencia de informes de expertos independientes en este tipo de emisiones o, en su defecto, la de un tramo mayorista, ha tenido una influencia positiva sobre las condiciones financieras de las emisiones dirigidas a los clientes minoristas. Por ello, la CNMV estima necesario hacer extensivos los criterios ya difundidos al resto de emisiones de renta fija dirigidas al mercado minorista, con independencia del sector al que pertenezca el emisor, su plazo y el carácter de subordinación, si bien de una forma más flexible teniendo en cuenta el tipo de valor.

En consecuencia, en emisiones de renta fija dirigidas a minoristas que tengan la consideración de oferta pública (de acuerdo con lo establecido en el art. 30 bis.1 de la Ley del Mercado de Valores), distintas de las especificadas en el referido escrito de 17 de febrero de 2009, cualquiera que sea la entidad emisora, en ausencia de un tramo mayorista, se ha de presentar, al menos, un informe de experto independiente con el fin de determinar si las condiciones de la emisión son equiparables a las que debería de tener una emisión similar dirigida al mercado mayorista.

Los datos y referencias que se incluyan en los informes de expertos que hayan de ser presentados a la CNMV, así como el momento de su emisión, deberán de referirse a una fecha lo más cercana posible a la prevista para el inicio del periodo de comercialización.

Por otro lado, en aras de una correcta protección del inversor en el mercado secundario, las emisiones destinadas a minoristas deberán contar con una entidad proveedora de liquidez que llevará a cabo sus obligaciones en base a un contrato firmado con la entidad emisora, que incluya la obligación de cotizar precios de compra y venta, siempre que sea factible con una determinada horquilla, y que se incorporará como documento en los procesos de verificación de dichas emisiones, con independencia de la inclusión en el folleto de sus aspectos más relevantes, tal y como se viene haciendo ahora. Asimismo se considera una buena práctica, a efectos de valorar la liquidez de una emisión, que la entidad proveedora de liquidez realice esta actividad a través de, al menos, una plataforma electrónica multilateral y con una pluralidad de entidades participantes que garantice la correcta formación de los precios y ofrezca transparencia de estos.

A las emisiones realizadas al amparo de un programa de pagarés no les serán de aplicación los criterios fijados anteriormente, sin perjuicio de la existencia de contratos con entidades proveedoras de liquidez, estén incluidos o no en plataformas electrónicas multilaterales.

Al objeto de lograr una mayor armonización en los contratos de liquidez, la CNMV esta trabajando en la definición de los requisitos de los contratos tipo para que sirvan de referencia cuando se negocien acuerdos con las entidades proveedoras de liquidez.

En relación con el proceso de comercialización y negociación posterior a la emisión, resulta oportuno señalar los siguientes aspectos que afectarían tanto a emisiones en circulación como a las que se vayan a emitir en un futuro:

- o Para las emisiones en que la liquidez no se facilite a través de una plataforma electrónica de las señaladas anteriormente, constituye una mala práctica que las entidades proveedoras de liquidez coticen posiciones compradoras a precios significativamente inferiores al valor razonable, o posiciones vendedoras a precios significativamente superiores al valor razonable (considerando, en ambos casos, las horquillas habituales en mercado).
- o Constituye también una mala práctica la existencia de mecanismos internos de case de operaciones entre clientes minoristas de la entidad emisora y/o comercializadora de los valores, o entre los clientes y la propia entidad, que presta el servicio de inversión, salvo que se gestionen adecuadamente los conflictos de interés existentes en estos casos. Ello se conseguiría cuando se obtenga un mejor o igual resultado para los clientes que el que se obtendría acudiendo a la entidad de liquidez o a la plataforma electrónica multilateral, o bien cuando se acredite que la transacción se realiza a un precio próximo al valor razonable (considerando las horquillas habituales en mercado) en caso de que no exista contrato de liquidez o éste se haya agotado.
- o Las entidades que prestan servicios de inversión deberán incluir en su política de ejecución de órdenes los procedimientos necesarios para el cumplimiento de las pautas anteriores.

Estas pautas van encaminadas a reforzar la protección de los inversores en unos productos que, por sus características y por la situación del mercado actual, requieren una especial vigilancia y sobre los que entendemos que las entidades emisoras procurarán volcar su experiencia y medios en aras de los mejores intereses de sus clientes.

Finalmente, le comunico que es intención de la CNMV continuar en la línea de refuerzo de las tareas de supervisión en este ámbito y maximizar la difusión pública de estos criterios, por lo que le ruego que dé traslado de esta carta a sus asociados.

Atentamente,

Angel Benito Benito

Director General de Mercados

José M^a Marcos Bermejo

Director General de Entidades

Anexo 2: Documentos y comunicaciones de la CNMV relativas a la verificación y registro de emisiones:

- Ejemplo de advertencia en folleto de emisión
- Carta de 2005 sobre aplicación de las normas de conducta a la colocación de valores a largo plazo a minoristas
- Comunicación de 2009 sobre verificación de emisiones de renta fija destinada a minoristas

RESUMEN

PRIMERA EMISIÓN DE PARTICIPACIONES PREFERENTES CON REMUNERACION DISCRECIONAL BANCA CÍVICA



175.000.000 EUR ampliables a 200.000.000 EUR

Advertencia de la CNMV

Discrecionalidad en el pago de intereses

Además de los supuestos típicos de no percepción de la remuneración de las participaciones preferentes registradas hasta ahora, la normativa aplicable a la presente emisión incorpora dos supuestos adicionales que suponen que el emisor no tendrá obligación de abonar la mencionada remuneración cuando:

- Tras valorar su situación financiera y de solvencia, el emisor determine discrecionalmente que no deba realizarse; y
- El Banco de España, basándose en la situación financiera y de solvencia del emisor, exija su cancelación.

En ambos casos, así como en el resto de supuestos de no percepción estipulados, las remuneraciones dejadas de percibir no se acumulan y el inversor no tendrá derecho a reclamarlas.

Liquidez de los valores

El emisor ha firmado un Contrato de Liquidez para la introducción de órdenes de compra y venta de los valores en la plataforma electrónica multilateral del Sistema Electrónico de Negociación de Deuda (SEND), del mercado AIAF.

Ello constituye una de las buenas prácticas para la provisión de liquidez a emisiones de renta fija destinadas a inversores minoristas publicadas por la CNMV con fecha 25/10/10. No obstante, en las mencionadas buenas prácticas se establece además que la liquidez no debería ser inferior al 10% del saldo vivo de la emisión, cuando en la presente emisión dicho compromiso sólo alcanza el 2,5% del saldo vivo ampliado.

El suscriptor

D.

El presente resumen, el Documento de Registro del Emisor y la Nota de Valores, serán referidos, conjuntamente, como el "Folleto". Existe un Documento de Registro del Emisor, Banca Cívica, S.A. inscrito en los registros oficiales de la CNMV el 26 de octubre de 2010.

Se hace constar expresamente que:

1. Este resumen debe leerse como introducción al Folleto.
2. Toda decisión de invertir en los valores debe estar basada en la consideración del folleto en su conjunto por parte del inversor.
3. No se derivará responsabilidad civil alguna de este resumen o de la información contenida en él, incluida cualquiera de sus traducciones, para cualquier persona responsable de su contenido a menos que el resumen resulte ser engañoso, inexacto o incoherente al ser leído conjuntamente con las restantes partes del Folleto.
4. En caso de iniciarse ante un juzgado o tribunal un procedimiento de reclamación en relación con la información contenida en este Folleto, el inversor demandante podría, en virtud de la legislación de los Estados miembros del Espacio Económico Europeo, tener que hacer frente a los gastos de traducción de este Folleto con carácter previo al inicio de dicho procedimiento judicial.

1. ASPECTOS RELEVANTES A TENER EN CUENTA POR EL INVERSOR

La inversión en Participaciones Preferentes está sujeta a RIESGOS Específicos que se resumen a continuación.

- Las Participaciones Preferentes son un producto complejo y de carácter perpetuo.
- La presente emisión no constituye un depósito bancario y, en consecuencia, no se incluye entre las garantías del Fondo de Garantía de Depósitos.
- El adjetivo "preferente" que la legislación española otorga a las participaciones preferentes NO significa que sus titulares tengan la condición de acreedores privilegiados.
- Discrecionalidad en el pago de la retribución

Factores de riesgo de los valores

Riesgo de no percepción de las remuneraciones y discrecionalidad en el pago de las mismas

El pago de la Remuneración estará condicionado a la existencia de beneficios por parte de Banca Cívica, S.A. o el Grupo Banca Cívica S.A. y a la existencia de recursos propios suficientes de conformidad con la normativa bancaria que resulte de aplicación en cada momento. Banco de España podrá exigir la cancelación del pago de la remuneración basándose en la situación financiera y de solvencia del emisor de acuerdo con la normativa aplicable. Además, el emisor podrá suspender opcionalmente el pago de interés, si después de valorar su situación financiera y de solvencia, determina, bajo su discreción, que ese pago no debe realizarse. Los supuestos de no percepción de las remuneraciones se describen en el apartado 4.6.1.1 de la Nota de Valores.

Si en alguna fecha de pago, no se abonaran las remuneraciones debido a que se diera alguno de los supuestos anteriores, los inversores perderán el derecho a recibir la remuneración no percibida.

A efectos meramente teóricos y suponiendo que la emisión se hubiera suscrito íntegramente el 1 de enero de 2010, el importe total en concepto de remuneración por las distintas emisiones emitidas o garantizadas por Banca Cívica, incluyendo a estos efectos también las remuneraciones correspondientes a las participaciones preferentes emitidas o garantizadas por Monte de Piedad y Caja de Ahorros de San Fernando Guadalajara, Huelva, Jerez y Sevilla (en adelante "Cajasol") sobre el agregado del Beneficio Neto Consolidado Distribuible Proforma del ejercicio 2009 de Banca Cívica y del Beneficio Neto Distribuible de Cajasol a la misma fecha supone una carga teórica del 11,235% (en el supuesto de que se amplíe el importe de la emisión hasta el máximo previsto, 200 millones de euros, la carga teórica sería del 11,727%). Dicha cifra ha sido calculada considerando el tipo actual que retribuirían todas las emisiones preferentes ya emitidas por las entidades del Grupo Banca Cívica y Cajasol a esta fecha y la nueva emisión y tomando como Beneficio Neto Consolidado Distribuible el agregado del Beneficio Neto Consolidado Distribuible Proforma de Banca Cívica de 338.761 miles de euros correspondientes al beneficio neto consolidado, según la información financiera proforma y el Beneficio Neto Consolidado Distribuible de Cajasol de 101.386 miles de euros.

No existen emisiones anteriores de Participaciones Preferentes realizadas por el emisor. Sin embargo, el Grupo Banca Cívica está integrado por Caja de Ahorros Municipal de Burgos (en adelante "Caja de Burgos"), Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Navarra (en adelante "Caja Navarra") y Caja de Ahorros General de Canarias (en adelante "Caja Canarias"), las cuales tienen en circulación actualmente las siguientes emisiones de participaciones preferentes:

- Caja Navarra. El 27/08/2009 realizó una emisión de participaciones preferentes con ISIN ES0114965009 por un importe de 100 millones de euros.
- Caja de Canarias. El 12/05/2009 realizó una emisión de participaciones preferentes con ISIN ES0115009005 por un importe de 67,03 millones de euros

Actualmente Cajasol tiene en circulación 5 emisiones de participaciones preferentes con un importe nominal total de 557 millones de euros.

El importe nominal de estas emisiones, incluyendo las emisiones de Cajasol y excluyendo la presente emisión, representa el 12,274% de la suma de los recursos propios computables del Grupo Banca Cívica y de Cajasol a 30 de junio de 2010, e incluyendo la presente emisión el 15,24% (en el supuesto de que se amplíe el importe de la emisión hasta el máximo previsto, 200 millones de euros, el porcentaje sería el 15,664% de los recursos propios computables).

Riesgo de absorción de pérdidas

En supuestos extremos de insuficiencia patrimonial del Emisor, se podría liquidar la Emisión por un valor inferior al nominal de las Participaciones Preferentes con la consiguiente pérdida para sus titulares del principal invertido.

Riesgo de perpetuidad

Las Participaciones Preferentes se emiten por tiempo indefinido. Sin embargo, podrán amortizarse, libre de gastos y comisiones, aplicando criterios de carácter económico, total o parcialmente, a voluntad del Emisor (y no a solicitud del inversor), con

autorización previa del Banco de España, transcurridos cinco años desde la Fecha de Desembolso (Primera Fecha de Amortización) y en cada fecha de pago de la remuneración posterior.

A estos efectos, se entenderá que existen criterios de carácter económico suficientes para proceder a la amortización anticipada, entre otros, en los siguientes casos:

a) Cuando exista la posibilidad de mejorar la situación financiera del emisor mediante la sustitución de la emisión actual por otra más económica de características similares, o cuando exista la posibilidad de mejorar la posición de solvencia del emisor mediante la sustitución de la emisión por otra de mayor calidad como las obligaciones subordinadas necesariamente convertibles en acciones o una ampliación de capital.

b) Cuando se considere que existe un exceso sustancial de recursos propios computables

c) Cualquier otro que, a juicio del emisor, previa autorización del Banco de España, se considere suficiente para ejercitar el derecho de amortización anticipada, y cuyos efectos en la posición financiera o de solvencia del emisor sean similares

En ese supuesto el inversor recibirá el precio de amortización que consistirá en su valor nominal más, en su caso, un importe igual a la Remuneración devengada y no satisfecha hasta la fecha establecida para la amortización.

Riesgo de orden de prelación

Las Participaciones Preferentes, se sitúan en orden de prelación, tal y como se describe en el Folleto:

- por delante de las acciones ordinarias, las cuales están representadas por medio de títulos nominales, que se han suscrito y adjudicado íntegramente a las entidades integrantes de Banca Cívica S.A., Caja de Burgos, Caja Navarra y Caja General de Canarias y de cualesquiera otros valores representativos del capital social del Emisor y del grupo Banca Cívica.
- por delante de las cuotas participativas que puedan emitir en un futuro cualquiera de las entidades integrantes del Grupo Banca Cívica.

(iii) al mismo nivel que las Participaciones Preferentes que haya emitido la entidad o las entidades integrantes del Grupo Banca Cívica o, en su caso que se puedan emitir en un futuro.

(iv) por detrás de todos los acreedores privilegiados, comunes y subordinados del Emisor

El adjetivo "preferente" que la legislación española otorga a las Participaciones Preferentes NO significa que sus titulares tengan la condición de acreedores privilegiados. Los titulares de las participaciones preferentes, por el mero hecho de su suscripción y adquisición, renunciarán a cualquier orden de prelación distinto del descrito anteriormente que pudiera corresponderles en virtud de la legislación aplicable en cada momento y, en particular, el que pudiera resultar de la aplicación de lo dispuesto en los artículos 92 y 158 de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Ley Concursal.

Riesgo de mercado

Una vez admitida a cotización en el Mercado AIAF de Renta Fija la presente emisión, el precio de cotización de las Participaciones Preferentes, en adelante "los valores emitidos" podrá evolucionar favorablemente o desfavorablemente en función de las condiciones del mercado, pudiendo situarse en niveles inferiores al precio de emisión.

Si el inversor quisiera vender sus Participaciones Preferentes, podría ocurrir que el precio de venta fuese menor que el precio que pagó al adquirirlas, es decir, el inversor puede sufrir pérdidas.

Riesgo de liquidez

Aunque se vaya a solicitar la admisión a negociación de los valores emitidos en el Mercado AIAF de Renta Fija concretamente en la plataforma SEND, no es posible asegurar que el inversor pueda venderlas con carácter inmediato, ya que no existen garantías de que vaya a producirse una negociación activa en el mercado. No obstante, Ahorro Corporación Financiera S.V., S.A. (en adelante "ACF") se encargará de proveer la liquidez.

Riesgo de liquidación de la Emisión

A pesar del carácter perpetuo de la Emisión, y sin perjuicio de la posibilidad de amortización anticipada de la emisión, ésta podrá ser liquidada cuando ocurra alguno de los siguientes supuestos:

1. Liquidación o disolución del Emisor; o
2. Reducción de capital social de la entidad emisora, Banca Cívica, S.A. (en los términos del artículo 343 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010)

La liquidación de la Emisión en estos supuestos no garantiza necesariamente a los titulares de los valores emitidos la percepción del 100% de las Cuotas de Liquidación correspondientes a las mismas (que equivalen a su valor nominal más, en su caso, un importe igual a la Remuneración devengada y no satisfecha correspondiente al periodo de remuneración en curso y hasta la fecha de pago).

Riesgo de tipo de interés

Los valores emitidos ofrecen una remuneración del 8,65% nominal anual pagadera trimestralmente desde la Fecha de Desembolso hasta el 18 de febrero de 2015, período durante el cual el riesgo de tipo de interés para el inversor se plantea ante una subida de los tipos de interés de mercado.

Riesgo de variación de la calidad crediticia

Las participaciones que se emitan al amparo de la Nota de Valores no han sido calificadas por Agencia de Calificación alguna.

A la fecha de registro de la Nota de Valores, el Emisor tiene asignada la siguiente calificación (rating) por la entidad calificadora independiente Fitch Ratings en A-, para la deuda a largo plazo, F2 para la deuda a corto plazo, situando el rating en revisión por posible bajada con fecha 5 de enero de 2011.

Una variación en el rating asignado al Emisor podría afectar al valor de mercado de la emisión.

Factores de Riesgo del Emisor

Los factores de riesgo del Emisor se enumeran a continuación:

- Riesgo de crédito
- Riesgo de mercado
- Riesgo de tipo de interés
- Riesgo de liquidez
- Riesgo operacional
- Otros riesgos relativos al proceso de integración del Grupo Banca Cívica

La descripción completa de los factores de riesgo puede consultarse en el Documento de Registro de Banca Cívica S.A., inscrito en los registros oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores el 26 de octubre de 2010.

2. PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN

- ✓ **Valor:** Primera Emisión de Participaciones Preferentes con remuneración discrecional Banca Cívica
- ✓ **Emisor:** Banca Cívica, S.A.
- ✓ **Valor nominal:** 1.000 euros.
- ✓ **Importe total de la emisión:** Ciento setenta y cinco millones (175.000.000) de euros ampliables hasta un máximo de doscientos millones (200.000.000) de euros
- ✓ **Importe mínimo de las Órdenes de Suscripción:** 1 participación preferente (1.000 euros)
- ✓ **Prima de emisión:** 0 euros (se emiten a la par).
- ✓ **Plazo:** Perpetuo, con posibilidad de que el emisor amortice anticipadamente a partir del quinto año.
- ✓ **Remuneración:**
La Remuneración no acumulativa será:
 - Durante el periodo comprendido entre la Fecha de Desembolso (inclusive) y el 18 de febrero de 2015 (no incluido): 8,65% nominal anual fijo, calculada en base Act/365, pagadera trimestralmente.
 - Desde el 18 de febrero de 2015 (inclusive), en adelante: variable, referenciada a Euríbor a 3 meses más un

diferencial de 6,74% calculada en base Act/365, pagadera trimestralmente.

Véase el riesgo de no percepción de las remuneraciones y discrecionalidad en el pago de la misma al principio del presente resumen.

- ✓ **Periodicidad de Remuneración:** Trimestral (trimestres vencidos a partir de la Fecha de Desembolso).
- ✓ **Periodo de Suscripción:** Comenzará a las 8:00 horas del segundo día hábil siguiente a la inscripción del Folleto en los registros de la CNMV y finalizará a las 15:00 horas del día 16 de febrero de 2011
- ✓ **Sistema de Colocación:** Orden cronológico de recepción de las órdenes en las oficinas de cualquiera de las entidades integrantes del Grupo Banca Cívica (Caja Navarra, Caja de Burgos, Caja General de Canarias) y de las órdenes remitidas a través de la Sala de Tesorería de Banca Cívica (para aquellos clientes profesionales (según las letras a) y d) del apartado 3 del artículos 78 bis de la Ley del Mercado de Valores) En el caso en que concluido el periodo de suscripción de la emisión no haya un mínimo de 20.000 participaciones preferentes con remuneración discrecional suscritas por clientes profesionales (según las letras a) y d) del apartado 3 del artículos 78 bis de la Ley del Mercado de Valores) el Emisor resolverá la presente emisión.
- ✓ **Fecha de Emisión y Desembolso:** Se efectuará un único desembolso el día 18 de febrero de 2011
- ✓ **Cotización:** Mercado AIAF de Renta Fija a través de la plataforma SEND
- ✓ **Liquidez:** el Emisor ha formalizado un contrato de liquidez con ACF por el que ésta se compromete a dar liquidez al valor mediante la cotización de precios de compra y venta de acuerdo con lo establecido en el citado contrato, el cual se describe en el apartado 6.3. de la Nota de Valores.
- ✓ **Entidades Colocadoras:** Caja Navarra, Caja de Burgos, Caja General de Canarias. Para el caso de clientes profesionales (según las letras a) y d) del apartado 3 del artículos 78 bis de la Ley del Mercado de Valores) directamente Banca Cívica a través de la sala de Tesorería de Banca Cívica.

✓ **Régimen Fiscal:** La percepción de la Remuneración abonada por el Emisor será objeto de retención a cuenta al tipo establecido en la legislación vigente en cada momento. Se incluye en el apartado 4.14 de la Nota de Valores un breve análisis del actual Régimen Fiscal de las Participaciones Preferentes para sus tenedores.

✓ **Comparación con otras emisiones:** Banca Cívica, S.A. ha obtenido la opinión de Analistas Financieros Internacionales (AFI) e InterMoney Valora Consulting S.A., consultoras independientes especializadas, sobre las condiciones financieras de la Emisión. Dichos informes se adjuntan como Apéndice I de la Nota de Valores.

3. PRINCIPALES DATOS ECONÓMICOS DEL EMISOR

A continuación se muestra el Balance Consolidado Proforma y Cuenta de Resultados Consolidada Pro-forma, a 30 de septiembre de 2010, según normativa del Banco de España. Dicha información financiera Pro-forma ha sido elaborada con la información de todas y cada una de las entidades integrantes del Grupo Banca Cívica a la fecha y se ha considerado además, la incorporación de Cajasol al Grupo. Esta incorporación está pendiente de la obtención de diversas autorizaciones (Comisión Nacional de Competencia, Junta de Castilla y León y Junta de Andalucía) que se esperan recibir próximamente.

ACTIVO	Miles de euros
	30/09/2010
1. Caja y Depósitos en Bancos Centrales	1.032.364
2. Cartera de negociación	169.945
3. Otros activos financieros a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias	2.727
4. Activos financieros disponibles para la venta	7.980.070
5. Inversiones crediticias	55.222.708
6. Cartera de inversión a vencimiento	969.649
8. Derivados de cobertura	976.717
9. Activos no corrientes en venta	441.110
10. Participaciones	415.310
11. Contratos de seguros vinculados a pensiones	1.157
13. Activo material	2.057.281
14. Activo intangible	133.584
15. Activos fiscales	1.576.424
19. Resto de activos	1.067.952
TOTAL ACTIVO	72.046.998

PASIVO Y PATRIMONIO NETO	Miles de euros
	30/09/2010
1. Cartera de negociación	121.420
2. Otros pasivos financieros a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias	
3. Pasivos financieros a coste amortizado	67.268.448
5. Derivados de cobertura	235.398
6. Pasivos asociados con activos no corrientes en venta	
7. Pasivos por contratos de seguros	34.770
8. Provisiones	480.436
9. Pasivos fiscales	381.656
10. Fondo Obra Social (sólo Cajas de Ahorros y Cooperativas de Crédito)	173.775
11. Resto de Pasivos	158.533
TOTAL PASIVO	68.854.436
1. Fondos propios	3.072.620
2. Ajustes por valoración	90.555
3. Intereses Minoritarios	29.387
TOTAL PATRIMONIO NETO	3.192.562

Cuenta de Resultados Pro-forma Grupo Banca Cívica	Miles de euros
	30/09/2010
A) Margen de intereses	831.236
B) Margen Bruto	1.237.914
C) Resultado de la actividad de explotación	441.381
D) Resultado antes de impuestos	373.870
Impuesto sobre beneficios	(42.975)
E) Resultado del ejercicio procedente de operaciones continuadas	330.895
F) Resultado del ejercicio	330.895
Resultado atribuido a la entidad dominante	331.768
Resultado atribuido a intereses minoritarios	(873)

Además, se presentan datos de solvencia consolidados del Grupo Banca Cívica a 30 de junio de 2010.

Datos de Recursos Propios consolidados (*)	Banca Cívica (30/06/10)
Coefficiente de solvencia	11,06%
Tier 1	8,26%
Tier 2	2,80%

(*) Según circular 3/2008 de Banco de España sobre determinación y control de los Recursos Propios Mínimos

Las cuentas anuales de los dos últimos ejercicios correspondientes a Caja Navarra, Caja Canarias y Caja de Burgos se pueden encontrar en sus respectivas páginas web y en la página web de la CNMV.

Declaro haber recibido de la entidad colocadora un ejemplar del presente documento

El suscriptor
D.
NIF
Fecha

Madrid, 10 de junio de 2005

Asunto: Aplicación de las normas de conducta a la colocación de valores a largo plazo emitidos por entidades financieras entre la clientela minorista de dichas entidades

Como ya conoce, con el fin de evitar y resolver los potenciales conflictos de interés que pudieran surgir en el proceso de colocación de valores negociables o instrumentos financieros emitidos por una entidad financiera u otra de su grupo (en adelante, la entidad) entre la clientela minorista de dicha entidad, los artículos 79 de la Ley del Mercado de Valores y 1 del Código General de Conducta de los Mercados de Valores (Anexo del RD 629/1993) exigen a las entidades una actuación imparcial, sin anteponer los intereses propios a los de sus clientes y en beneficio de éstos.

Estas normas de actuación, como es sabido, son de aplicación a todas las entidades que actúan en los mercados de valores. Entre estas entidades se hallan las entidades de crédito en cuanto prestadoras de servicios de inversión, ya que, de acuerdo con lo previsto en el artículo 78 de la Ley del Mercado de Valores, quedan sujetas a las normas de conducta contenidas en su Título VII y disposiciones de desarrollo, entre las que se encuentra el citado Código General de Conducta.

Adicionalmente, la próxima transposición al ordenamiento jurídico español de la Directiva 2004/39/CE de Mercados de Instrumentos Financieros (en adelante, la MIFID) reforzará y desarrollará los objetivos y requisitos que contienen las normas de conducta vigentes. Consecuentemente, resulta aconsejable empezar a tener presente el futuro marco normativo que quedará definido con la MIFID.

Por todo ello, con el fin de facilitar el éxito del proceso de adaptación del sector al nuevo marco normativo que quedará definido con la MIFID y de comprobar el adecuado cumplimiento de las normas de conducta aplicables a las entidades que colocan entre su clientela minorista valores a largo plazo -tales como participaciones preferentes, deudas subordinadas u otros similares- emitidos por la propia entidad, la CNMV prestará especial atención en el ejercicio de sus funciones de supervisión a los siguientes aspectos:

1. Que la entidad cuenta con procedimientos internos destinados a verificar que las condiciones financieras de la emisión se adecuan a las condiciones de mercado, teniendo en cuenta las diferencias de volumen, calidad crediticia, plazo y liquidez. Para garantizar el cumplimiento de este requisito, la entidad podrá prever mecanismos tales como:

- Destinar un porcentaje de la emisión, no inferior al 10 por 100, al mercado institucional, de forma que las condiciones financieras de la emisión sean determinadas por un mercado mayorista o profesional, ya sea mediante técnicas de subasta u otras que garanticen la consecución de dicho fin, y sirvan como referencia para la comercialización en los mercados minoristas.
- Fijar las condiciones financieras de la emisión de acuerdo con, al menos, dos valoraciones aportadas por entidades especializadas que actúen de forma independiente.
- Elaborar un informe que acredite que la emisión se realiza en condiciones de mercado. El citado informe deberá emplear como referentes productos similares emitidos por entidades con una calificación crediticia equivalente, y negociados en mercados secundarios oficiales de valores.
- Cualquier otro mecanismo que, debidamente justificado, acredite de forma objetiva que las condiciones financieras de la emisión son de mercado.

Las condiciones de colocación de los valores entre la clientela minorista de las entidades no podrán apartarse significativamente de las condiciones de mercado, determinadas según los procedimientos señalados en este párrafo.

2. Que la estructura organizativa de la entidad garantiza la debida separación e independencia entre las personas o áreas de actividad que puedan generar conflictos de interés en las siguientes etapas del proceso: la fijación de las condiciones de la emisión, la preparación del folleto, la emisión de recomendaciones y la comercialización a los clientes minoristas.

Entre las áreas de actividad que deben actuar con objetividad e independencia y que podrían estar sujetas a una influencia indebida en su labor profesional se encuentran el departamento financiero o el área de tesorería de la entidad, el área o actividad de banca corporativa, el departamento de análisis financiero y la red de comercialización.

Para ello es preciso que la entidad analice con carácter previo a una emisión, en los términos previstos en la Ley del Mercado de Valores y su normativa de desarrollo, la necesidad de establecer barreras de información, de revisar sus políticas retributivas, sus sistemas jerárquicos y de toma de decisiones, de forma que se evite que las personas o áreas que realizan una actividad puedan estar condicionadas o indebidamente influidas por los objetivos o resultados de otras áreas con intereses en conflicto, poniendo en riesgo su necesaria objetividad en el desarrollo de sus obligaciones profesionales.

3. Que los procedimientos de control interno mencionados han sido aprobados por el Consejo de Administración de la entidad o por el órgano específicamente responsable de las normas de conducta y que los mecanismos de revisión por ellos establecidos son aplicados”.

Finalmente, le comunico que es intención de la CNMV continuar en la línea de refuerzo de las tareas de supervisión en este ámbito, por lo que le ruego transmita a sus asociados los criterios de actuación contenidos en esta carta.

Atentamente,

El Director General de Entidades El Director General de Mercados e Inversores

Fdo. Antonio Carrascosa Morales

Fdo. Angel Benito Benito



Presidentes de AEB, CECA, UNACC y AECR

Madrid, 17 de febrero de 2009

Asunto: Verificación de emisiones de renta fija destinadas a minoristas.

Muy Sr. nuestro:

Con fecha 10 de junio de 2005 les manifestamos por carta los criterios que la CNMV entendía que debían aplicarse en la colocación por entidades financieras de títulos de renta fija emitidos por ellas mismas y colocados entre su clientela minorista. El objetivo de esas medidas era evitar que el conflicto de interés inherente en la colocación a los clientes de una entidad de valores emitidos por ella misma pudiese desembocar en condiciones financieras que resultasen desventajosas para los suscriptores, entendiendo por éstas las que se aparten de forma significativa de las imperantes en mercados mayoristas.

Tras la situación creada por la crisis de los mercados de crédito y la decisión de algunas entidades financieras españolas de apelar a los mercados a través de emisiones subordinadas o ultra-subordinadas (las denominadas participaciones preferentes), con el objetivo de reforzar la estructura del pasivo de la entidad se han realizado recientemente varias emisiones de este tipo, alguna de ellas verificada por esta Comisión.

A raíz de lo observado en estas operaciones, la CNMV estima necesario trasladar a las entidades financieras las pautas con las que ese tipo de emisiones serán analizadas a la hora de verificar su registro. De entre ellas, quisiéramos señalarles las siguientes:

1. Los informes de expertos independientes deben tener como fin determinar si las condiciones de la emisión destinada a minoristas son equiparables a las que debería tener, para colocarse adecuadamente, una emisión similar lanzada en mercado mayorista. En ausencia de tramo institucional, será necesaria la presentación de informes externos independientes.
2. Los informes deberán contener:
 - a) Descripción concisa (listado) de la estructura de flujos y condiciones del instrumento financiero.
 - b) Cuando la emisión contenga elementos opcionales o estructuras de tipos de interés, identificación de todos los componentes del producto: des-estructuración e identificación individual de los distintos elementos que componen la estructura (bono, swaps, floors, calls, etc.).
 - c) Descripción de la metodología (método de valoración empleado para cada uno de los elementos o para el producto en su conjunto) y detalle de las hipótesis y parámetros

(curva utilizada para el descuento de flujos, volatilidades, correlaciones, dividendos, etc.) empleados para valorar cada componente.

- d) Integración de los distintos componentes y cálculo de un precio estimado o de un diferencial global ("all in spread") sobre una curva de referencia (como, por ejemplo, la curva interbancaria).
3. Resulta imprescindible que los informes se aborden desde la más estricta independencia de criterio y que se tomen en consideración todos los posibles inputs para determinar si las condiciones de emisión son de mercado, incluyendo, entre otras:
- a. Emisiones recientes de emisores del mismo sector y rating homogéneo, independientemente de en qué segmento hayan sido colocadas
 - b. Emisiones con distinto orden de prelación (*seniority*) del mismo emisor o de emisores comparables, nacionales o extranjeros, que permitan aproximar niveles orientativos de rentabilidad (o diferencial) para la emisión que se pretende valorar.
 - c. Datos relevantes de Credit Default Swaps.
 - d. Datos relevantes de operaciones de mercado secundario y de cotizaciones individuales o multi-contribuidas.
 - e. Valoración de emisiones similares acometidas recientemente por el experto para carteras institucionales o por motivos contables.

Se especificarán las razones de la inclusión de otras referencias distintas a las anteriores así como en caso de que algunas de las referencias anteriores se desechen, no se consideren representativas o se les de un menor peso relativo en la valoración.

- 4. Los informes contendrán, en sus conclusiones, una manifestación expresa sobre si se considera que el diferencial o precio se ajusta a las condiciones existentes en mercados mayoristas y a la de productos comparables. En este aspecto concreto, se restringirá el comentario a la vertiente técnica utilizando un lenguaje sencillo y comprensible.
- 5. El emisor comunicará a la CNMV con carácter previo a su designación la identidad de los expertos que emitirán los informes, los cuales se remitirán directamente a la CNMV, quien podrá contactar con los expertos que hayan elaborado los informes para solicitar aclaraciones o contrastes si lo estima conveniente.
- 6. La CNMV, cuando considere que las condiciones de emisión son claramente desfavorables respecto a las que podrían producirse en el segmento institucional o la que presenten productos sustitutivos, introducirá una advertencia expresa al público en los materiales informativos y en el folleto de la emisión alertando de esa circunstancia.
- 7. Del mismo modo, ante informes de valoración que, a juicio de la CNMV, adolezcan de un grado de calidad insuficiente o que presenten valoraciones sesgadas a favor del emisor y que puedan inducir a confusión a los inversores, la CNMV considerará respecto a dichos informes no proceder a su inclusión en el folleto, incluirlos acompañados de una advertencia negativa sobre los sesgos que el informe pudiese contener o requerir al emisor que aporte informes de otros expertos para su contraste.

8. Al analizar el eventual tramo institucional y los informes de expertos, la CNMV extremará las verificaciones para determinar si:

- a. Pudiese existir información (como manifestaciones tendenciosas o metodologías sesgadas en los informes, operaciones de suscripción o de compra-venta ficticias para justificar precios fuera de mercado, etc.) que pueda proporcionar indicios engañosos sobre ese instrumento financiero, en línea de lo previsto en el artículo 83.ter 1 c) de la Ley del Mercado de Valores.
- b. Se cumplen las normas que resulten aplicables en relación con la elaboración de informes sobre instrumentos financieros, contenidas en el art. 83.2 de la LMV, en el RD 217/2008 sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y en el RD 1333/2005 sobre abuso de mercado.

Estas pautas van encaminadas a reforzar la protección de los inversores en unos productos que, por sus características y por la situación de mercado actual, requieren una especial vigilancia y sobre los que entendemos que las entidades emisoras procurarán volcar su experiencia y medios en aras de los mejores intereses de sus clientes, tal y como requiere el ordenamiento legal vigente una vez incorporada a nuestro derecho la Directiva MIFID.

Finalmente, le comunico que es intención de la CNMV continuar en la línea de refuerzo de las tareas de supervisión en este ámbito y maximizar la difusión pública de estos criterios, por lo que le ruego que dé traslado de esta carta a sus asociados.

Muy atentamente,

Ángel Benito Benito
Director General

VOTO PARTICULAR, PRESENTADO CON FECHA DE 14 DE MAYO DE 2013, DE LA PRESIDENTA DEL CONSEJO DE CONSUMIDORES Y USUARIOS AL INFORME DE LA COMISIÓN DE SEGUIMIENTO DE INSTRUMENTOS HÍBRIDOS DE CAPITAL Y DEUDA SUBORDINADA.

ANTECEDENTES

El art. 1.3 del Real Decreto-ley 6/2013, de 22 de marzo, de protección a los titulares de determinados productos de ahorro e inversión y otras medidas de carácter financiero, establece la obligación de elaborar en el plazo de un mes desde la constitución de la Comisión de seguimiento de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada, un informe a remitir al Congreso de los Diputados, sobre:

- a) Las características básicas de la comercialización entre clientes minoristas de los instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada en los últimos años.
- b) Los datos estadísticos más relevantes de dicha comercialización.
- c) El marco regulador y supervisor de la protección a los clientes minoristas para la comercialización de estos productos.
- d) Las reclamaciones presentadas y su resultado.

Según dispone el art. 1.7 del Real Decreto-ley 6/2013, el funcionamiento de la Comisión se ajustará a lo dispuesto en el capítulo II del título II de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del procedimiento administrativo Común, sobre órganos colegiados, y según lo dispuesto en el art. 24.1.c) del citado capítulo, los miembros del órgano colegiado puedan formular votos particulares

De conformidad con lo anterior, la Presidenta del Consejo de Consumidores y Usuarios, miembro de la Comisión de seguimiento de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada, solicita que conste en acta que formulo voto particular, parte integrante del Informe al Congreso, con el contenido que a continuación se recoge:



VOTO PARTICULAR

El Informe de seguimiento de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada se aparta del mandato recibido. Como anuncia la exposición de motivos y recoge el art. 1.1 del Real Decreto-ley 6/2013, de 22 de marzo, la Comisión se crea como órgano "encargado de realizar labores de análisis de los factores generadores de las reclamaciones judiciales y extrajudiciales relativas a la comercialización de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada". Sin embargo en su primer Informe al Congreso según me ha sido trasladado no se realiza ningún análisis de los factores generadores de las reclamaciones. Tampoco se recogen las características básicas de la comercialización entre clientes minoristas de este tipo de instrumentos, ni cumple el objetivo de hacer un seguimiento de las reclamaciones para proponer mejoras en los procedimientos que redunden en una mejor gestión del problema. El Informe se limita a recoger un relato de datos, normas y actuaciones administrativas que justifican lo ocurrido como consecuencia de la crisis, de los cambios normativos y del Memorando firmado con las autoridades europeas el 20 de julio de 2012.

El informe niega el problema al considerar que se trata de una situación sobrevenida que surge con la materialización de los riesgos de los instrumentos híbridos como consecuencia de la crisis, cuando la raíz del problema no deriva del instrumento, sino de su incorrecta comercialización entre la clientela minorista.

El informe omite que la Comisión de seguimiento ha aprobado unos criterios para fijar cuando los clientes podrán acudir al arbitraje y la fijación de esos criterios tiene como presupuesto un problema de malas prácticas generalizadas.

En el apartado dedicado a las características básicas de la comercialización, el Informe califica de "regular" la comercialización de instrumentos híbridos entre inversores minoristas atendiendo a su gran éxito. Y como situación "bastante habitual" que las entidades emisoras distribuyeran los instrumentos en sus redes de oficinas. Además, habla de "búsqueda de clientes interesados en adquirir estos instrumentos" justificando la colocación indiscriminada en el supuesto interés del cliente.

En este mismo apartado, el Informe justifica el case de operaciones entre sus propios clientes, sin mencionar que la Dirección General de Entidades de la CNMV se ha pronunciado en informe de 11 de febrero de 2013, sobre la ilegalidad de esas prácticas, con argumentos también válidos en el periodo anterior a los recordatorios de la CNMV. El Informe da por bueno que "el

precio al que normalmente se cruzaban las operaciones entre clientes en los sistemas internos de case solía estar próximo al valor nominal de los títulos", sin destacar que estas prácticas ocultaban a los clientes el valor razonable de mercado.

En lugar de preguntarse por el factor generador de las reclamaciones de los clientes, el Informe pone en duda la versión de los clientes de que hayan existido malas prácticas al considerar que "en la inmensa mayoría de los casos carecen de acreditación documental que permita confirmarlo e incluso, en ocasiones, en los documentos contractuales suscritos se indica lo contrario".

Solo existe una alusión a un factor generador del problema, al referirse a la existencia de "incentivos económicos ligados a la venta de los activos", pero sin extraer consecuencias del mismo.

En ciertos casos, guardar silencio es la mayor mentira. El gran número de reclamaciones demuestra que existe un problema de inadecuada comercialización. Qué fácil sería que el FROB hubiera requerido a las entidades bajo su control para que informaran del número de titulares de productos híbridos que al adquirir las primeras preferentes se comprobase que jamás habrían contratado un producto de inversión. Depositantes que por carecer de experiencia jamás se les debería haber ofrecido un híbrido financiero.

Por lo demás, la descripción de la normativa aplicable que se recoge en el Informe es tan fría que se realiza al margen del problema existente con la comercialización de los híbridos financieros.

Frente a lo que alegan los clientes en sus reclamaciones, el Informe considera que la mayoría de las adquisiciones de híbridos financieros ha tenido lugar sin la existencia de recomendaciones personalizadas, es decir, sin asesoramiento, lo que priva a los clientes del mayor nivel de protección que la Ley del Mercado de Valores proporciona a los clientes asesorados. No le basta a los autores del Informe con considerar que hay problemas para probar el asesoramiento, directamente lo niega.

A su vez, la mención del Informe al régimen de los conflictos de interés no se aprovecha para hacer referencia al conflicto que supone casar órdenes para mantener un precio de mercado artificial, hecho tratado con profundidad en el informe de la Dirección General de Entidades de 11 de febrero de 2013.

La larga lista de actuaciones de la CNMV en relación con la comercialización de las participaciones preferentes se presentan en el Informe como una prueba del buen funcionamiento de este organismo público, cuando su utilidad en relación con el encargo recibido es que dichas actuaciones vienen a confirmarlas lagunas y deficiencias en la supervisión financiera que solo actúa a toro pasado.

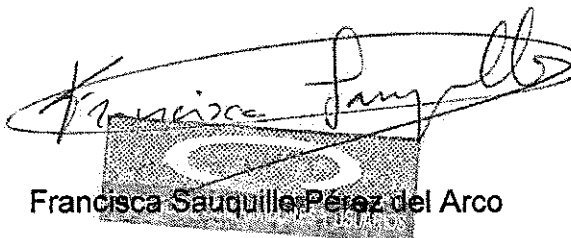


En este punto, el Informe vuelve a negar el problema apelando a las formas, al concluir: "Finalmente, por lo que se refiere al cumplimiento de las obligaciones de información a la clientela en la comercialización la conclusión es que, salvo casos puntuales, las entidades acreditan el cumplimiento de la normativa vigente, al menos desde la perspectiva de la documentación contractual que soporta la operación." Sin destacar que el gran número de reclamaciones y los hechos reflejados en las mismas sirven para acreditar que las entidades han dado la vuelta a las normas de protección al cliente, utilizando la documentación propia del cumplimiento normativo para protegerse de los clientes ante eventuales reclamaciones. Lo que el Informe debería destacar es que el hecho de que existan miles de test marcados con cruces de ordenador en los mismos lugares lo que viene a demostrar es que fueron completados por las entidades conforme a pautas de comercialización preestablecidas.

En suma, el Informe no cumple el mandato recibido de analizar los factores generadores de las reclamaciones. Más bien parece un documento destinado a justificar lo sucedido.



Madrid, 14 de mayo de 2013
LA PRESIDENTA DEL CONSEJO DE
CONSUMIDORES Y USUARIOS



Francisca Sauquillo Pérez del Arco