

**EL OCASO DEL PARADIGMA DE LA INFORMACIÓN  
PRECONTRACTUAL:  
PROYECTO DE ORDEN RELATIVA A LAS OBLIGACIONES DE  
INFORMACIÓN Y CLASIFICACIÓN DE PRODUCTOS  
FINANCIEROS<sup>1</sup>**

**Alicia Agüero Ortiz**

Centro de Estudios de Consumo  
Universidad de Castilla-La Mancha

## **1. El origen de la norma y su evolución**

El origen de la norma es el Proyecto de Circular de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre advertencias relativas a instrumentos financieros<sup>2</sup>, que incluía un indicador de riesgo gráfico sobre los productos financieros (conocido coloquialmente como el "semáforo de la CNMV"), así como una serie de alertas en relación a la liquidez y complejidad de dichos productos. Este proyecto extendía su ámbito de aplicación a todos los instrumentos financieros del artículo 2 de la Ley 24/1988, de Mercado de Valores (BOE de 29-07-1998) (en adelante, LMV), a excepción de las participaciones y acciones de instituciones de inversión colectiva. Dicho proyecto fue sometido a consulta, siendo posteriormente remitido al Ministerio de Economía y Competitividad quien lo hizo suyo, con la finalidad de extender su ámbito de aplicación a los demás productos y servicios de inversión y ahorro no incluidos en el artículo 2 LMV sobre los que la CNMV no tiene competencia normativa –como depósitos bancarios, seguros de vida ahorro en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, y a los planes de pensiones-, garantizando así una plena eficacia transversal de esta norma.

---

<sup>1</sup>Trabajo realizado en el marco del Programa de Iniciación a la Investigación de la UCLM cofinanciado por FSE [2015/6084].

Trabajo realizado con la ayuda de financiación al Grupo de investigación del Prof. Ángel Carrasco Perera de la UCLM, Ref.: GI20142888.

<sup>2</sup> <http://www.cnmv.es/DocPortal/DocFaseConsulta/CNMV/Enlac.pdf>

El 28 de mayo de 2015 el Ministerio de Economía y Competitividad publicó la primera versión del Proyecto de Orden relativa a las obligaciones de información y clasificación de productos financieros<sup>3</sup>. Tras su sometimiento a audiencia pública (el plazo de audiencia pública finalizó el 16 de junio), publicó el pasado 7 de julio de 2015 una nueva versión, para su remisión al Consejo de Estado que habrá de emitir un dictamen al respecto. Esta última versión es la que comentaremos en este trabajo.

## 2. Exposición de motivos

La exposición de motivos comienza destacando que la existencia de información veraz, suficiente y comprensible sobre los servicios ofrecidos por las entidades financieras a sus clientes constituye un principio elemental del derecho de los mercados financieros, pues permite a los clientes de servicios financieros formarse un juicio de valor sobre los servicios de inversión ofrecidos y sus riesgos. Sin embargo, sostiene, los esfuerzos normativos realizados en la materia han sido ineficaces pues, ante el problema de la falta de información, las medidas tuitivas han incrementado notablemente la cantidad de información que ha de ponerse a disposición del cliente. Así pues, haciéndose eco de lo que se ha venido denunciando desde distintos sectores<sup>4</sup>, se identifica ahora el problema de la información no con un problema de ausencia de ella, sino con un problema de exceso de información precontractual: *“la gran cantidad de información precontractual (...) y la ausencia de un formato común para su representación, constituyen dos factores que dificultan la adecuada comprensión de los productos ofrecidos y su comparación con otros”*.

La propuesta y finalidad de la norma es, pues, establecer documentos de información estandarizados que expongan *“de forma fácilmente comprensible y*

---

<sup>3</sup> <http://www.tesoro.es/sites/default/files/leyes/pdf/Sleg7381.pdf>

Para más información, cfr. ALMARCHA JAIME, J.: *Proyecto de orden ECC/.../2015, relativa a las obligaciones de información y clasificación de productos financieros: visión desde la perspectiva aseguradora*; CESCO; julio 2015; [http://blog.uclm.es/cesco/files/2015/07/Proyecto-de-orden-relativa-a-las-obligaciones-de-informaci%C3%B3n-y-clasificaci%C3%B3n-de-productos-financieros\\_Visi%C3%B3n-desde-la-perspectiva-aseguradora.pdf](http://blog.uclm.es/cesco/files/2015/07/Proyecto-de-orden-relativa-a-las-obligaciones-de-informaci%C3%B3n-y-clasificaci%C3%B3n-de-productos-financieros_Visi%C3%B3n-desde-la-perspectiva-aseguradora.pdf)

<sup>4</sup> Cfr. Informe de la Subcomisión sobre la transparencia en la información de los productos financieros e hipotecarios de las entidades de crédito, constituida en el seno de la Comisión de Economía y competitividad del Congreso de los Diputados en octubre de 2013 que destacaba que *“lo importante no es facilitar mucha información sino aquella que es necesaria para que el cliente pueda conocer el alcance de lo que firma”*. También desde sectores doctrinales, como FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A.: *Repensar la protección del inversor: bases para un nuevo régimen de la contratación mobiliaria*, Diario La Ley, Año XXXVI, número 8549, 28 de mayo de 2015; PAZOS, R.: *Mandated disclosures in the information age and the information overload problema*, 3rd International Conference of PhD Students and Young Researchers, 9 – 10 April 2015. Vilnius University Faculty of Law. Es, asimismo, la postura defendida por quien suscribe estas líneas a propósito de la Directiva 2014/17/UE, sobre los contratos de crédito celebrados con los consumidores para bienes inmuebles de uso residencial, en *Comentario e interpretación de la nueva Directiva en materia hipotecaria (directiva 2014/17/UE). Una Directiva para proteger a las entidades de crédito y a la propia Unión Europea*. <http://blog.uclm.es/cesco/files/2014/07/Comentario-e-interpretaci%C3%B3n-de-la-nueva-Directiva-en-materia-hipotecaria-.pdf>

*visual la información mínima imprescindible sobre cada producto*", lo que se pretende realizar mediante un sistema de representación gráfica común. Por lo tanto, ante el problema de la falta de consentimiento informado de los clientes se propone como solución la entrega de menos información (pero clara y esencial) y no, como se venía haciendo, más y más información.

Finalmente, la orden está presidida por tres principios configuradores: (i) el principio de transversalidad, de forma que el sistema de información y clasificación habrá de ser elaborado para todos los productos financieros *"ya sean bancarios, como propios del mercado de valores o del mercado de seguros y planes de pensiones"*; (ii) el principio de simplicidad de la información a entregar a los clientes, de forma que puedan comprender y comparar los diferentes productos; y (iii) el principio de homogeneidad, de manera que la información sea elaborada en un formato estandarizado evitando divergencias.

En concreto, en el capítulo II se regula un "indicador de riesgo" que, representado gráficamente, clasificará a los productos financieros en siete clases en virtud del riesgo que comporten. Asimismo, se incluye la obligación de entrega de diversas alertas relativas a la liquidez y complejidad de los productos, ofreciéndose una clasificación de los productos que merecen la consideración de complejos y de especialmente complejos. Por su parte, el capítulo III regula las advertencias que deberán ser entregadas a los clientes en relación a ciertos productos complejos. Estas advertencias refieren a la inadecuación de los productos complejos para clientes no profesionales, la estimación de su valor razonable, y los distintos escenarios de rentabilidad y distribución de probabilidades de acaecimiento de dichos escenarios. Finalmente, el capítulo IV regula el régimen sancionador aplicable.

### **3. Capítulo I. Disposiciones Generales**

#### **3.1. El objeto**

El artículo 1 de la orden establece, en concordancia con la exposición de motivos, que el objetivo de la orden es garantizar un nivel adecuado de protección a los clientes de productos financieros mediante la fijación de un sistema normalizado de información y clasificación de los productos. Para satisfacer este objetivo, las entidades deberán entregar a sus clientes un indicador de riesgo y, eventualmente, alertas por liquidez y complejidad, así como una estimación del valor razonable y unas advertencias respecto a los escenarios de rentabilidad y probabilidad de ocurrencia.

#### **3.2. Ámbito Objetivo**

La orden, dispone su artículo 2, será de aplicación a los siguientes productos financieros:

- a) Los instrumentos financieros recogidos en el artículo 2 LMV<sup>5</sup>;
- b) Los contratos financieros atípicos<sup>6</sup>, esto es, contratos financieros no negociados en mercados secundarios oficiales mediante los que una entidad de crédito recibe efectivo de su clientela asumiendo una obligación de reembolso en un plazo determinado, consistente en la entrega de valores, en el pago de una suma de dinero o ambas cosas, condicionada en función de la evolución de uno o varios subyacentes concretos, sin compromiso de reembolso del principal recibido;
- c) Los depósitos bancarios, incluidos los depósitos a la vista, de ahorro, a plazo y los depósitos estructurados<sup>7</sup>;
- d) Los productos de seguros de vida ahorro, incluidos los planes de previsión asegurados y los seguros de vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión;
- e) Los planes de pensiones individuales y asociados.

No obstante, el apartado 2 del artículo 2 excluye del ámbito de aplicación objetiva de la Orden los siguientes productos financieros:

- a) Las participaciones y acciones de IIC, por estar sujetos a las específicas obligaciones de información previstas en el Reglamento 583/2010/UE de la Comisión, de 1 de julio de 2010 (caso de UCITS, IIC armonizadas), o a la Circular 2/2013, de 9 de mayo, de la CNMV (en caso de IIC no armonizadas españolas);
- b) Los seguros colectivos que instrumentan compromisos por pensiones, los planes de previsión social empresarial, los contratos de seguros colectivos suscritos por la Comisión de Control del plan de pensiones de empleo, los contratos de seguros colectivos contratados por el promotor del plan con la entidad aseguradora para garantizar las rentas aseguradas como prestación de un plan de pensiones de empleo una vez

---

<sup>5</sup> De forma sucinta: los valores negociables, teniendo consideración de tales, en todo caso, las acciones de sociedades y equivalentes; las cuotas participativas de las cajas de ahorros y de la Confederación Española de Cajas de Ahorros; los bonos, obligaciones y otros valores análogos; las cédulas, bonos y participaciones hipotecarias; los bonos de titulización; las participaciones y acciones de instituciones de inversión colectiva (que como veremos, se excluyen del ámbito de aplicación de la Orden); los instrumentos del mercado monetario (como las letras del Tesoro, certificados de depósito y pagarés); las participaciones preferentes; las cédulas territoriales; los "warrants"; las cédulas y bonos de internacionalización. Contratos de opciones, futuros, permutas, acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de instrumentos financieros derivados. Instrumentos financieros derivados para la transferencia del riesgo de crédito. Contratos financieros por diferencias.

<sup>6</sup> En términos de la derogada Circular 3/2000, de 30 de mayo, de la CNMV.

<sup>7</sup> Depósitos con compromiso de reembolso íntegro del principal cuyo rendimiento, en todo o en parte, esté vinculado a la evolución de un instrumento financiero, de un tipo de cambio, de un determinado índice o referencia bursátil, diferente a un tipo de interés.

acaecida la contingencia y las modalidades de seguro de vida previstas en el artículo 3 de la Orden ECC/2329/2014, de 12 de diciembre. En este caso, por tratarse de instrumentos que no van dirigidos a la comercialización en el mercado minorista;

- c) La deuda pública<sup>8</sup>, pues la garantía con que cuentan las administraciones públicas permite que sea clasificada como activos de elevada liquidez y solvencia.

### 3.3. **Ámbito Subjetivo**

El artículo 3 de la orden especifica las entidades a las que resultará de aplicación, (i) cuando dichas entidades presten servicios de inversión o comercialicen productos financieros de los previstos en su ámbito de aplicación (art. 2.1 Orden), excluyendo el servicio de gestión discrecional e individualizada de carteras (art. 3.3 en relación con el 63.1.d) LMV), (ii) a clientes o potenciales clientes no profesionales (art. 3.4 Orden en relación con el art. 78 bis.3.a) a d) LMV), (ii) en territorio español. Es decir, la orden sólo afectará a las entidades que enunciaremos a continuación, en sus tratos con clientes o potenciales clientes minoristas, incluyendo aquellos que renuncien a su tratamiento como minoristas según el artículo 78 bis.3.e) LMV, y siempre que no estén prestando un servicio de gestión de carteras<sup>9</sup>. En particular, la orden será de aplicación a las siguientes entidades:

- Nacionales:
  - a) A las empresas de servicios de inversión (art. 64 LMV) y las entidades de crédito autorizadas para la prestación de determinados servicios de inversión y servicios auxiliares (art. 65 LMV);
  - b) A los establecimientos financieros de crédito<sup>10</sup>;
  - c) A las entidades aseguradoras<sup>11</sup>;
  - d) A las entidades gestoras de fondos de pensiones<sup>12</sup>.

---

<sup>8</sup> En concreto, "La deuda pública emitida por el Estado, las Comunidades Autónomas y las Entidades Locales, al igual que la deuda que suponga exposición frente al sector público siempre que cumpla con los requisitos fijados en el artículo 56.2 del Real Decreto 84/2015, de 13 de febrero (...). Igualmente queda excluida del ámbito de aplicación de esta orden la deuda emitida por las instituciones, órganos u organismos de la Unión Europea y los Gobiernos centrales, autoridades regionales o locales u otras autoridades públicas, organismos de Derecho público o empresas públicas de los Estados miembros de la Unión Europea, análogos a los españoles indicados en esta letra".

<sup>9</sup> Resulta curiosa la exclusión del servicio de gestión de carteras pues, aunque el gestor actúe con deber fiduciario, la normativa MiFID y, así, el artículo 79 bis LMV, sí resultan de aplicación a tal servicio.

<sup>10</sup> Reguladas en el título II de la Ley 5/2015 de 27 de abril.

<sup>11</sup> Sujetas al texto refundido de la Ley de ordenación y supervisión de los seguros privados, aprobado por el Real Decreto Legislativo 6/2004, de 29 de octubre en virtud de su art. 2.

- Extranjeras
  - a) A las sucursales en España de empresas de servicios de inversión, establecimientos financieros de crédito, entidades aseguradoras y entidades gestoras de fondos de pensiones, que estén autorizadas en un Estado miembro de la UE o en un tercer Estado;
  - b) A los agentes establecidos en territorio nacional de empresas de servicios de inversión, establecimientos financieros de crédito, entidades aseguradoras y entidades gestoras de fondos de pensiones que estén autorizadas en un Estado miembro de la UE;
  - c) A las entidades aseguradoras y entidades gestoras de fondos de pensiones autorizadas en un Estado miembro de la UE, cuando operen en España en régimen de libre prestación de servicios;
  - d) A las empresas de servicios de inversión, establecimientos financieros de crédito, entidades aseguradoras y entidades gestoras de fondos de pensiones autorizadas en un tercer Estado que operen en España sin sucursal.

#### **4. Capítulo II. Obligaciones de información y clasificación de productos financieros**

El capítulo II está subdividido en cinco secciones: 1ª) Obligaciones (integrada exclusivamente por el artículo 4, según el cual, las obligaciones de información y clasificación serán de aplicación en seno de la prestación de servicios de inversión y comercialización de productos financieros, como ya indicaba el art. 3); 2ª) Indicador de Riesgo; 3ª) Alerta sobre liquidez; 4ª) Alerta sobre complejidad; y 5ª) Requisitos formales.

##### **4.1. Clasificación de productos en virtud del indicador de riesgo**

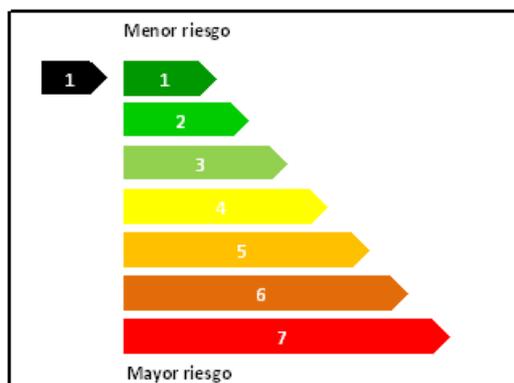
El artículo 5 de la orden impone a las entidades la entrega al cliente de un indicador de riesgo del producto financiero, actualizado al momento en que lo comercialicen o presten el servicio de inversión. Sin embargo, no se especifica en relación a este deber -ni al resto de deberes de entrega de información contenidos en esta orden- el momento en el que documento debe ser entregado, en particular, si es necesario que transcurra cierto tiempo desde la entrega y la efectiva suscripción del producto financiero, a modo de periodo de reflexión<sup>13</sup>. Este indicador de riesgo clasificará los productos financieros en

---

<sup>12</sup> Sujetas al texto refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de noviembre.

<sup>13</sup> Sería oportuna la regulación de tal extremo pues es práctica habitual de jueces y tribunales considerar que la entrega de información requerida (e.g. folleto de la emisión) en la adquisición de productos

las distintas clases expuestas a continuación, según su riesgo, y será representado gráficamente como sigue:



Asimismo, para la determinación de las clases se tendrá en cuenta las calificaciones del producto financiero, en su defecto del emisor, y en defecto de ambas, la del garante, emitidas por las Agencias de Calificación Externas registradas o certificadas, del siguiente modo (art. 6 de la Orden):

- a) Nivel 1: se refiere a las calificaciones crediticias iguales o superiores a la concedida al Reino de España a largo plazo por las Agencias de Calificación;
- b) Nivel 2: Se refiere a un rango específico de las calificaciones crediticias otorgadas a largo plazo por las Agencias de Calificación Externas equivalentes al grado de inversión (es decir, que como mínimo cuenten con una calificación BBB- o equivalente).

Pues bien, las clases en las que serán clasificados los productos financieros a través del indicador de riesgo son las siguientes:



**Clase 1.** Comprenderá los siguientes productos financieros:

- Depósitos bancarios en euros, incluidos los depósitos estructurados con garantía de devolución del principal recibido;

---

financieros no resulta satisfecha si ésta se produjo el mismo día de la contratación, pues no pudo dar tiempo al cliente al leerla y reflexionar sobre ella. Sirva como muestra la SAP de Ourense, sección 1ª, núm. 322/2014 de 30 julio (AC 2014\1509) según la cual: "Consta en autos un tríptico informativo de la emisión firmado por el actor el mismo día de la suscripción de las participaciones preferentes del año 2009, el cual no cumple la finalidad para la que la obligación de entrega se impuso a las entidades financieras. Esa finalidad no se cumple si se facilita en el mismo momento de suscribir el contrato pues ello es indicativo de que ni siquiera pudo ser leído, teniendo en cuenta además que se trata de un documento con un amplio contenido y términos muy técnicos que no son de fácil comprensión para cualquier persona".

- Los productos de seguros de vida ahorro en los que el tomador no asuma el riesgo de la inversión, incluidos los planes de previsión asegurados;
- Los planes de pensiones individuales y asociados con garantía individual<sup>14</sup>;
- Todos los instrumentos financieros en euros sin carácter subordinado que garanticen la devolución del 100 % del principal invertido con un plazo residual igual o inferior a 3 años. Asimismo, el instrumento financiero o, en su defecto, la entidad emisora o garante de estos compromisos deberá disponer de una calificación crediticia de nivel 1.

El art. 14 que cierra la sección 5ª de requisitos formales, establece –de forma algo desubicada en el contexto formal de la orden, por lo que lo introducimos en este apartado por considerarlo más apropiado estructuralmente-- la obligación de las entidades de incorporar una advertencia junto al indicador de riesgos de los depósitos bancarios que exponga la identidad del fondo de garantía de depósitos al que se encuentre adherida la entidad y el importe máximo que garantiza<sup>15</sup>.

2

**Clase 2.** Esta clase comprenderá a todos aquellos instrumentos financieros que (i) no tengan carácter subordinado; (ii) estén denominados en euros; (iii) cuenten con un compromiso de devolución del 100 % del capital invertido; pero (iv) cuyo plazo residual sea igual a inferior a 5 años. Asimismo, el instrumento financiero o, en su defecto, la entidad emisora o garante de estos compromisos deberá disponer de una calificación crediticia de nivel 2.

3

**Clase 3.** Esta clase comprenderá a todos aquellos instrumentos financieros que (i) no tengan carácter subordinado; (ii) estén denominados en euros; (iii) cuenten con un compromiso de devolución del 100 % del capital invertido; pero (iv) cuyo plazo residual sea superior a 5 años e igual o inferior a 10 años. Asimismo, el instrumento financiero o, en su defecto, la entidad emisora o garante de estos compromisos deberá disponer de una calificación crediticia de nivel 2.

4

**Clase 4.** En esta clase se incluirán:

<sup>14</sup> En virtud del artículo 77 del Reglamento de planes y fondos de pensiones, aprobado por el Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero.

<sup>15</sup> El Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito garantiza los depósitos en dinero con el límite de 100 000 € y, adicionalmente, los depósitos en valores u otros instrumentos financieros también con el límite de 100 000 €. Aquí puede observarse el listado de las entidades adheridas actualizado a 1 de junio de 2015: [http://www.fgd.es/es/entidades\\_credito.html](http://www.fgd.es/es/entidades_credito.html)

- Los instrumentos financieros que (i) no tengan carácter subordinado; (ii) estén denominados en euros; (iii) cuenten con un compromiso de devolución del 100 % del capital invertido; pero (iv) cuyo plazo residual sea superior a 10 años; (v) el instrumento financiero o, en su defecto, la entidad emisora o garante de estos compromisos deberá disponer de una calificación crediticia de nivel 2;
- Los instrumentos financieros que no tengan carácter subordinado, estén denominados en euros y los contratos financieros atípicos (art. 2.b de la orden) que (i) dispongan de un compromiso de devolución de al menos el 90 % del capital invertido; (ii) su plazo residual sea igual o inferior a 3 años; y (iii) el instrumento financiero o, en su defecto, la entidad emisora o garante de estos compromisos disponga de una calificación crediticia de nivel 2;
- Las participaciones y acciones de instituciones de inversión colectiva sujetas a esta orden<sup>16</sup>, los seguros de vida en los que el tomador asuma el riesgo de la inversión y los planes de pensiones individuales y asociados que cumplan uno de los siguientes requisitos:
  - o Que no estando expuestas al riesgo divisa y disponiendo de una política de inversión en renta fija con una evaluación crediticia del nivel 2, no hagan uso de instrumentos derivados;
  - o O, que no estando expuestas al riesgo divisa y disponiendo de una política de inversión en renta fija con una evaluación crediticia del nivel 2, tengan un objetivo de rentabilidad garantizado o que persiga recuperar al menos el 90 % de la inversión inicial.

5

**Clase 5.** En esta clase se incluirán:

- Los seguros de vida en los que el tomador asuma el riesgo de la inversión que no cumplan los requisitos de clase 4, a saber, (i) que hagan uso de instrumentos derivados; (ii) que no persigan recuperar al menos el 90 % de la inversión; (iii) que haya riesgo de divisa; o (iv) que no se disponga de política de inversión en renta fija con una evaluación crediticia de 2.
- El resto de productos previstos en el artículo 2.1 de la orden que no estén contenidos en otra clase, entre ellos podemos señalar:

---

<sup>16</sup> Las que no estén sujetas al Reglamento 583/2010/UE de la Comisión, de 1 de julio de 2010, ni a la Circular 2/2013, de 9 de mayo, de la CNMV. Es decir, IIC no armonizadas ni españolas.

- Las participaciones y acciones de instituciones de inversión colectiva sujetas a esta orden y los planes de pensiones individuales y asociados que no cumplan los requisitos de la clase 4 (no se entiende porque no se incluyeron estos productos en el primer tipo de instrumentos financieros incluidos en la clase 5, junto a los seguros de vida, como se hacía en la clase 4);
- Las acciones de sociedades y equivalentes;
- Las cuotas participativas de las cajas de ahorros y de la Confederación Española de Cajas de Ahorros;
- Los bonos, obligaciones y otros valores análogos;
- Las cédulas, bonos y participaciones hipotecarias;
- Los bonos de titulización;
- Los instrumentos del mercado monetario (como las letras del Tesoro, certificados de depósito y pagarés);
- Las participaciones preferentes;
- Las cédulas territoriales;
- Las cédulas y bonos de internacionalización.

6

**Clase 6.** Se incluirán en esta clase los “warrants” y demás valores negociables derivados y las compras de contratos de opciones (art. 2.1 j) LMV).

7

**Clase 7.** Finalmente, la clase de mayor riesgo estará integrada por los instrumentos financieros previstos en el artículo 2.2 a 8 de la LMV [los considerados específicamente complejos por el art. 79 bis. 8 a) II. ii. LMV], en síntesis:

- Contratos de opciones, futuros, permutas, acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de instrumentos financieros derivados relacionados con (i) valores, divisas, tipos de interés o rendimientos, u otros instrumentos financieros derivados, índices financieros o medidas financieras que puedan liquidarse en especie o en efectivo; (ii) materias primas; o (iii) con variables climáticas, gastos de transporte, autorizaciones de emisión o tipos de inflación u otras estadísticas económicas oficiales;
- Instrumentos financieros derivados para la transferencia del riesgo de crédito;
- Contratos financieros por diferencias;
- Otros contratos de instrumentos financieros derivados relacionado con activos, derechos, obligaciones, índices y medidas, que presentan las características de otros instrumentos financieros derivados, teniendo en cuenta, entre otras cosas, si se negocian

en un mercado regulado o sistema multilateral de negociación, se liquidan a través de cámaras de compensación reconocidas o son objeto de ajustes regulares de los márgenes de garantía.

- Cualquier otro producto financiero que implique un riesgo de pérdidas que excedan del coste de adquisición del producto.

**Cuadro nº 1. Esquema sintético clases de productos según el indicador de riesgo**

1	Hasta 3 años	Las clases "verdes" comprenden productos financieros no subordinados, denominados en euros, con garantía de devolución del 100% del capital invertido. El riesgo entre estas clases aumenta por el incremento del plazo residual.
2	Hasta 5 años	
3	De 5 a 10 años	
4	A grandes rasgos, capital garantizado 90 % de la inversión inicial y no implica derivados	
5	Capital garantizado 90 % y plazo residual >3años o <90%; derivados; riesgo divisa, otros.	
6	Warrants y demás valores negociables derivados (art. 2.1.j LMV)	
7	Productos complejos según art. 79 bis. 8 a) II. ii LMV, esto es, los previstos en el art. 2.2 a) 8 LMV o riesgo de pérdidas que excedan del coste del producto	

**Cuadro nº 2. Esquema relación clases de productos – nivel calificación crediticia del producto, o en su defecto, de la entidad emisora o garante**

1	Nivel 1 (art. 6.1 a) de la Orden)
2	Nivel 2 (art. 6.1 b) de la Orden)
3	Nivel 2 (art. 6.1 b) de la Orden)
4	Nivel 2 (art. 6.1 b) de la Orden)
5	n/a
6	n/a
7	n/a

#### 4.2. Alerta sobre la liquidez

El artículo 7 de la orden impone una obligación informativa adicional a la entrega del indicador de riesgo, a saber, la entrega de una alerta actualizada al momento de su entrega sobre las posibles limitaciones respecto a la liquidez y riesgos de venta anticipada del producto financiero, que será también representada gráficamente. Por su parte, el apartado segundo del artículo 7 establece las circunstancias que habrán de tomar en consideración las entidades para evaluar los riesgos de liquidez del producto, que son

combinadas en el artículo 8 para establecer las alertas que han de ser entregadas, según concurren unas u otras. En particular se facilitarán, según los casos, una o varias de las siguientes alertas:

- a) Cuando exista compromiso de devolución de todo o parte del capital invertido al vencimiento, y el emisor o un tercero ofrezcan un procedimiento alternativo de liquidez para el producto, habrá de alertarse:

*“ El compromiso de devolución del capital (o, en su caso, del xx% del capital) sólo es a vencimiento y la venta anticipada puede provocar pérdidas”.*

- b) Cuando se den las circunstancias anteriores en el ámbito de actuación de entidades aseguradoras o de entidades gestoras de fondos de pensiones, se indicará:

*“ El capital garantizado sólo es a vencimiento y la movilización o el ejercicio del derecho de rescate implica una penalización que puede provocar pérdidas”.*

- c) Cuando, en relación a productos no negociados en un mercado regulado, en sistemas multilaterales de negociación o en sistemas organizados de contratación, no exista compromiso de devolución del principal invertido y tampoco exista sistema alternativo de liquidez para el producto, se deberá informar al cliente que:

*“ La venta o cancelación anticipada no es posible o puede implicar pérdidas relevantes”.*

- d) Cuando, como en caso anterior, en relación a productos no negociados en un mercado regulado, en sistemas multilaterales de negociación o en sistemas organizados de contratación, no exista mecanismo alternativo de liquidez para el producto, pero sí exista compromiso de devolución de todo o parte del capital invertido al vencimiento, se entregará la siguiente alerta:

*“ El compromiso de devolución del capital (o, en su caso, del xx% del capital) solo es a vencimiento y la venta anticipada no es posible o puede implicar pérdidas relevantes”.*

- e) Cuando existan comisiones o penalizaciones por devolución anticipada de todo o parte el principal, por el reembolso de participaciones o acciones de IIC o por el rescate de productos de vida ahorro, las entidades deberán informar de que:

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

- f) Cuando existan plazos de preaviso mínimos para solicitar la devolución anticipada del capital, los reembolsos de participaciones o acciones de IIC o el rescate de productos de seguro de vida ahorro, se tendrá que alertar al cliente de que:

“🔒 El reembolso, rescate o la devolución anticipada de una parte o de todo el principal están sujetos a un plazo de preaviso mínimo relevante”.

- g) Finalmente, cuando el derecho consolidado no sea reembolsable hasta el acaecimiento de alguna contingencia o supuestos excepcionales de disposición anticipada en los planes y fondos de pensiones; o, en el caso de seguros de vida, se vincule el derecho de rescate al valor de mercado asignados, se habrá de advertir que:

“🔒 El capital garantizado sólo lo es a vencimiento y la movilización o el ejercicio del derecho de rescate sólo es posible en caso de acaecimiento de alguna de las contingencias o supuestos excepcionales de liquidez regulados en la normativa de planes y fondos de pensiones, o está vinculado al valor de mercado de los activos asignados y puede provocar pérdidas relevantes”.

### 4.3. Alerta sobre complejidad

En esta sección 4ª se regulan dos tipos de alertas en relación a la complejidad de los instrumentos financieros, una relativa a la complejidad del producto y otra relativa a la “especial” complejidad de ciertos productos financieros que la Orden no considera adecuados para minoristas.

- a) Alerta ordinaria sobre la complejidad

Las entidades deberán entregar la siguiente alerta cuando presten servicios de inversión o comercialicen productos complejos:

“! Producto financiero que no es sencillo y puede ser difícil de comprender”.

A efectos de esta orden, se entenderá que constituyen productos complejos los siguientes:

- Los productos complejos según el artículo 79 bis. 8 LMV, a saber, (i) aquellos para los que no existan posibilidades frecuentes de venta, reembolso u otro tipo de liquidación (sería el caso de las participaciones preferentes); (ii) aquellos que puedan comportar

pérdidas reales o potenciales que excedan del coste de adquisición del instrumento; (iii) instrumentos sobre los que no exista información suficiente sobre sus características a disposición del público; (iv) los valores que den derecho a adquirir o a vender otros valores negociables o que den lugar a su liquidación en efectivo, determinada por referencia a valores negociables, divisas, tipos de interés o rendimientos, materias primas u otros índices o medidas; y (v) los establecidos en el artículo 2. 2 a 8 LMV, en concreto, los establecidos en el artículo 2.4 LMV pues, como veremos, los establecidos en el artículo 2.2, 3, 5, 6, 7 y 8 LMV tendrán consideración de especialmente complejos;

- Los contratos financieros atípicos;
- Los depósitos estructurados;
- Los seguros de vida en lo que el tomador asuma el riesgo de la inversión cuando los activos afectos o los índices o activos que se hayan fijado como referencia para determinar el valor económico de sus derechos, sean considerados productos complejos de conformidad con los apartados anteriores.

b) Alerta sobre la especial complejidad

La alerta ordinaria sobre complejidad del producto será sustituida por las entidades cuando comercialicen o se presten servicios de inversión relativos a los productos considerados por la orden como especialmente complejos, por la siguiente alerta que no sólo llama la atención sobre la especial complejidad del producto sino que también emite un juicio de valor sobre su adecuación a los clientes minoristas:

 *Producto especialmente complejo, cuya adquisición por inversores no profesionales no se considera adecuada”.*

En concreto, deberá entregarse la mencionada alerta cuando se presten servicios de inversión o se comercialicen los siguientes productos:

- Los productos financieros contingentemente convertibles (CoCos), con exclusión de aquellos cuya conversión no dependa de la concurrencia de un *trigger*, sino que sean convertibles exclusivamente a discreción del cliente;
- Los instrumentos financieros representativos de deuda con una cláusula de contingencia relativa al nivel de solvencia del emisor, por la que puedan ser amortizados total o parcialmente automáticamente; o que en su emisión se prevea que no sean

recuperables los cupones sobre los que el emisor tenga la facultad discrecional de cancelar;

- Los bonos, obligaciones y otros valores negociables análogos [art. 2.1.c) LMV] que carezcan de compromiso de reembolso de, al menos, el 90 % de la inversión inicial, quedando la devolución de la cantidad restante a la evolución de uno o varios subyacentes, siempre que incorporen estructuras complejas que dificulten la comprensión de sus riesgos<sup>17</sup>;
- Los contratos financieros atípicos en los que la entidad de crédito no se comprometa a reembolsar un porcentaje igual o superior al 90 % del importe recibido, siempre que incorporen estructuras complejas que dificulten la comprensión de sus riesgos;
- Las instituciones de inversión colectiva con un objetivo concreto de rentabilidad, garantizado o no, a un plazo determinado, cuando a dicho plazo el objetivo fijado no sea igual o superior al 90 % de la inversión, quedando condicionada la consecución de dicho objetivo a la evolución de uno o varios subyacentes concretos y calculado con arreglo a un algoritmo, siempre que además incorporen estructuras complejas;
- Los contratos de opciones, futuros, permutas, acuerdos de tipos de interés a plazo; los instrumentos derivados para la transferencia del riesgo de crédito; y los contratos financieros por diferencias (art. 2.2, 3, 5, 6, 7 y 8 LMV<sup>18</sup>), siempre que incorporen estructuras complejas. Se excluyen aquellos derivados ofrecidos por la entidad para dar cobertura o minorar los riesgos financieros asumidos por otras posiciones u operaciones comerciales preexistentes (e.g. swaps de tipos de interés derivados de un contrato de préstamo).
- Aquellos que sean así calificados por el BdE, la CNMV, o la Dirección General de Seguros o Fondos de Pensiones, teniendo las entidades afectadas por la calificación un plazo máximo de 10 días para incorporar la alerta.

#### **4.4. Requisitos formales**

---

<sup>17</sup> De conformidad con el artículo 10.2 de la orden, se entenderá que existe una estructura compleja "cuando el subyacente o alguno de los subyacentes en caso de existir más de uno, no se negocien diariamente en un mercado en el que se difunda un precio diario obtenido a partir de operaciones de compraventa cruzadas entre partes independientes, o tratándose de instituciones de inversión colectiva, que no publiquen diariamente su valor liquidativo".

<sup>18</sup> Se excluyen los derivados del artículo 2.4 LMV pues son negociados en mercados regulados y sistemas multilaterales de negociación.

El indicador de riesgo y, en su caso, las alertas por liquidez y complejidad deberán incluirse: (i) en las comunicaciones publicitarias que incluyan información concreta sobre las características y riesgos de los productos; (ii) en las descripciones generales de la naturaleza y los riesgos de los productos financieros que deba entregarse previa la adquisición de los mismos<sup>19</sup> (art. 11 de la orden). Asimismo, las representaciones gráficas de las clases y alertas tendrán un tamaño adecuado al tamaño del documento, asegurando que sean claramente visibles y legibles, debiendo aparecer las figuras en la parte superior de la primera hoja de las comunicaciones publicitarias o información sobre el producto. Si no fuera posible trasladar las representaciones gráficas al cliente por el soporte utilizado, se le informará de la escala de riesgos, el número de la clase y el color asignado, así como de las alertas pertinentes (art. 12 de la orden). Por otro lado, cuando se contrate a distancia, se deberá facilitar al cliente el indicador de riesgos y las alertas antes de la contratación del producto, debiendo poder acreditarlo la entidad (art. 13 de la orden en relación con el art. 7 de la Ley 22/2007 de 11 de julio, sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores<sup>20</sup>).

## **5. Capítulo III. Otras advertencias en relación con determinados productos complejos**

Como indica el propio título del capítulo, en él se determina la obligación de las entidades de incluir advertencias adicionales en los documentos contractuales u órdenes de compra, cuando se presten servicios de inversión o se comercialicen productos complejos. En este sentido, el capítulo se estructura en tres secciones relativas a sendas advertencias, en particular: sección 1ª Advertencias en relación con productos financieros complejos (que desarrolla las advertencias por falta de adecuación del producto complejo a clientes minoristas); sección 2ª Advertencias sobre el valor razonable; y, sección 3ª Advertencias en relación con los escenarios de rentabilidad.

### **5.1. Advertencias en relación con productos financieros (especialmente complejos)<sup>21</sup>**

Las advertencias a incluir por las entidades en la documentación contractual u orden de compra relativa a productos especialmente complejos (art. 10 de la

---

<sup>19</sup> En particular, la información precontractual exigida en el artículo 64 RD 217/2008 de 15 de febrero; en el artículo 6 de la Orden EHA/2899/2011, de 28 de octubre, el artículo 105 del Reglamento de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados y el artículo 48 del Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones.

<sup>20</sup> Nótese que se extiende el ámbito de aplicación de la Ley 22/2007 vía orden ministerial ya que aquella resulta de aplicación a consumidores, pero la Orden es de aplicación a clientes minoristas que comprende a consumidores y no consumidores.

<sup>21</sup> Las advertencias de esta sección no estaban incluidas en la redacción del Proyecto de Orden de fecha 28 de mayo de 2015.

orden<sup>22</sup>), y que constituirán información contractual (art. 18 de la orden) varían en función de la relación en virtud de la cual se presten los servicios, esto es, según se esté prestando un servicio o no de asesoramiento financiero.

a) Sin asesoramiento: Cuando la entidad preste servicios de inversión distintos del asesoramiento<sup>23</sup> en relación con productos especialmente complejos, deberá incluir la siguiente advertencia, que deberá ser firmada por el cliente (art. 16 de la orden):

- Si se evalúa el producto conveniente

*“Advertencia: Está a punto de adquirir un producto que no es sencillo y que puede ser difícil de entender: (deberá identificarse el producto).”*

*“La adquisición de este producto por clientes no profesionales no se considera adecuada, debido a su complejidad. No obstante (nombre de la entidad) ha evaluado sus conocimientos y experiencia y considera que el mismo resulta conveniente para usted”.*

Asimismo, la entidad deberá recabar una expresión manuscrita del cliente que exprese lo siguiente:

*“Producto difícil de entender”<sup>24</sup>.*

- Si se evalúa el producto como no conveniente, se deberán entregar las siguientes advertencias:

- o *“Le informamos de que, dadas las características de esta operación XXX (deberá identificarse la operación), ZZZ (denominación de la entidad que presta el servicio de inversión) está obligada a evaluar la conveniencia de la misma para usted.*

*“En nuestra opinión esta operación no es conveniente para usted. Una operación no resulta conveniente cuando el cliente carece de los conocimientos y experiencia necesarios”*

---

<sup>22</sup> Las advertencias introducidas por la orden no resultarían de aplicación, por ejemplo, a las participaciones preferentes que no son consideradas como productos especialmente complejos según el artículo 10 de la orden.

<sup>23</sup> Ámbito de aplicación del test de conveniencia (art. 73 RD 217/2008 y art. 79 bis 7 LMV).

<sup>24</sup> Llama la atención que la expresión manuscrita no recabe ninguna manifestación del consentimiento, conocimiento o comprensión del cliente de la advertencia, al menos, del tipo *“he sido advertido, o comprendo que el producto es difícil de entender”*.

*para comprender la naturaleza y riesgos del instrumento financiero sobre el que va a operar”.*

Que será acompañada de la siguiente expresión manuscrita del cliente: *“Este producto es complejo y se considera no conveniente para mí”*. Todo ello de conformidad con la norma cuarta 4 de la Circular 3/2013, de 12 de junio de la CNMV.

- *“Advertencia: Está a punto de adquirir un producto que no es sencillo y que puede ser difícil de entender (deberá identificarse el producto).*

*La adquisición de este producto por clientes no profesionales no se considera adecuada, debido a su complejidad”.*

Impuesta por la orden en su artículo 16 en relación con su artículo 20 b).

- Si la evaluación de la conveniencia resulta imposible por falta de información, habrán de entregarse las siguientes advertencias:

- *“Le informamos de que dadas las características de esta operación XXX (deberá identificarse la operación), ZZZ (denominación de la entidad que presta el servicio de inversión) está obligada a evaluar la conveniencia de la misma para usted; es decir evaluar si, a nuestro juicio, usted posee conocimientos y experiencia necesarios para comprender la naturaleza y riesgos del instrumento sobre el que desea operar. Al no haber proporcionado 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”.*

Adicionalmente, se recabará la siguiente expresión manuscrita: *“Este es un producto complejo y por falta de información no ha podido ser evaluado como conveniente para mí”*. Todo ello de conformidad con la norma cuarta 2 y 3 de la Circular 3/2013, de 12 de junio de la CNMV.

- *“Advertencia: Está a punto de adquirir un producto que no es sencillo y que puede ser difícil de entender: (deberá identificarse el producto).*

*La adquisición de este producto por clientes no profesionales no se considera adecuada, debido a su complejidad”.*

Impuesta por la orden en su artículo 16 en relación con su artículo 20 c)<sup>25</sup>.

- b) Con Asesoramiento: Establece el artículo 17 de la orden, que cuando la entidad preste servicio de asesoramiento en relación a productos con especial complejidad “y evalúen la idoneidad de sus clientes”<sup>26</sup>, deberán incluir en la descripción relativa al ajuste de la recomendación a las características del inversor y sus objetivos de inversión (prevista en el art. 79 bis 6 LMV<sup>27</sup>) la siguiente advertencia:

*“Esta propuesta de inversión incluye los siguientes instrumentos financieros: (deberá identificarse los instrumentos) que no son sencillos y que pueden ser difíciles de entender.*

*La adquisición de estos instrumentos financieros por clientes no profesionales no se considerada adecuada, debido a su complejidad.*

*No obstante, (nombre de la entidad) ha evaluado positivamente la idoneidad de los mismos para Usted”<sup>28</sup>.*

- c) Exenciones: Con todo, no será necesario realizar las advertencias relativas a la falta de adecuación de los productos especialmente complejos a clientes minoristas establecidas en la Orden cuando hayan sido entregadas con anterioridad, al menos en dos ocasiones, referidas a

---

<sup>25</sup> Creemos que existe un error de redacción en los apartados b) y c) del artículo 20 de la orden *in fine*. En particular, en el artículo 20. b se afirma que “no resultará necesario recabar la expresión manuscrita referida en la norma cuarta.3 de la Circular 3/2013, de 12 de junio, bastando con recabar la expresión manuscrita contemplada la norma cuarta.4 de la Circular”, pero cada una resulta de aplicación a supuestos. La expresión manuscrita de la norma cuarta 3 manifiesta que no se ha podido evaluar la conveniencia, mientras que la de la norma cuarta 4 expone que se ha estimado que el producto no es conveniente, lo que es bien distinto. El error es más evidente en el art. 20 c) pues se afirma que “basta con recabar la expresión manuscrita referida en la norma cuarta.3 de la Circular 3/2013, de 12 de junio y no resultará necesario que se recabe la expresión manuscrita contemplada en la norma cuarta.3”, lo que es contradictorio. Considero que este artículo debería decir que no es necesaria en estos casos la expresión manuscrita del artículo 16.2 de la propia orden (“Producto difícil de entender”), pues ya resultan de aplicación las expresiones manuscritas -más intensas- de la Circular 3/2013.

<sup>26</sup> No se entiende esta suerte de forma condicional pues decir “y realice el test de idoneidad” es tanto como decir “cuando preste el servicio de asesoramiento”, ya que la realización del test de idoneidad no es eludible (como si puede serlo el test de conveniencia), en este sentido, el artículo 79 bis 6 LMV establece que cuando la entidad no obtenga la información relativa al test de idoneidad “no recomendará servicios de inversión o instrumentos financieros al cliente o posible cliente”. Considero que el artículo pretende decir que habrá de incluirse la advertencia allí establecida cuando la entidad evalúe positivamente la idoneidad del producto al perfil del cliente, es decir, cuando lo considere idóneo para el cliente.

<sup>27</sup> Introducida por el Real Decreto-ley 24/2012, de 31 de agosto.

<sup>28</sup> No se prevé la obligación de obtener una expresión manuscrita del cliente cuando se preste servicio de asesoramiento, incluso cuando en estos casos el producto sí es recomendado por la entidad.

productos de naturaleza y riesgos sustancialmente similares<sup>29</sup>, salvo que: (i) hayan transcurrido más de tres años desde la entrega de la última advertencia; o (ii) que la entidad deba informar de que el producto no es adecuado para el cliente o de que no ha podido evaluar la adecuación por no haber facilitado el cliente la información necesaria para realizar el test de conveniencia (servicios sin asesoramiento).

Por último, cuando la prestación del servicio o comercialización se realice vía telefónica, la entidad establecer los medios necesarios para que el cliente pueda grabar la expresión correspondiente antes de cursar la orden, debiendo la entidad conservar la dicha grabación (art. 20 a) de la orden).

## 5.2. Advertencias sobre el valor razonable

El artículo 21. 3 de la orden específica la definición de "valor razonable" que será manejada, en concreto, manifiesta que a efectos de la Orden se comprenderá por valor razonable *"el importe por el que puede ser intercambiado el producto financiero, entre partes interesadas, debidamente informadas y con los conocimientos necesarios, que realicen una transacción en condiciones de independencia mutua"*. Matizado qué se entenderá por valora razonable, debemos detenernos en los productos a los que se aplicarán las obligaciones establecidas en esta sección (art. 21.1 de la Orden), a saber:

- A los productos financieros especialmente complejos de conformidad con el art. 10 de la orden;
- A los contratos financieros atípicos;
- A los depósitos estructurados;
- A Los seguros de vida en lo que el tomador asuma el riesgo de la inversión cuando los activos afectos o activos que se hayan fijado como referencia para determinar el valor económico de sus derechos, sean algunos de los productos financieros a los que se refieren los apartados anteriores.

Pues bien, la primera obligación de las entidades en relación a aquellos productos es la utilización de metodologías generalmente aceptadas para realizar la estimación de su valor razonable, metodología que deberá ser consistente con la que utilizaría para valorar un producto similar si lo adquiriera por cuenta propia (art. 21. 4 de la orden).

---

<sup>29</sup> Tampoco se comprende bien este matiz, pues siendo todos ellos productos especialmente complejos (de lo contrario no se exigiría la advertencia) puede sostenerse que sus características y, especialmente, sus riesgos son similares –precisamente ello justifica que hayan sido clasificados conjuntamente por la orden.

Por otro lado, deberán incluir en la descripción general del producto y sus riesgos que deba entregarse, así como en el documento precontractual o en la orden de compra, una advertencia específica, cuando la diferencia entre el importe efectivo por el que el cliente vaya a realizar la transacción (incluidas comisiones) y la estimación realizada por la entidad del valor teórico del producto, supere el 5 % de este último, o el 0,6 % multiplicado por el número de años de vida del producto. En tal caso, el contenido de la advertencia será el siguiente:

*“Advertencia:*

*De acuerdo a la estimación del valor razonable realizada por (denominación de la entidad que haya realizado la estimación), este producto financiero (deberá identificarse el producto financiero) ofrece una rentabilidad inferior a la que le correspondería atendiendo al riesgo que incorpora. En consecuencia el valor razonable estimado de este producto es inferior, en más de un (deberá señalarse el porcentaje), del importe efectivo al que se va a realizar la transacción”.*

### **5.3. Advertencias en relación a los escenarios de rentabilidad**

Las obligaciones contenidas en esta sección resultarán de aplicación a los siguientes productos financieros:

- Los bonos, obligaciones y otros valores negociables análogos, representativos de deuda, recogidos en el artículo 2.1.c) LMV, cuando la totalidad o parte del importe a reembolsar o de su rendimiento quede condicionada a la evolución de uno o varios subyacentes concretos;
- A los contratos financieros atípicos;
- A los depósitos estructurados;
- A los seguros de vida en lo que el tomador asuma el riesgo de la inversión cuando los activos afectos o activos que se hayan fijado como referencia para determinar el valor económico de sus derechos, sean algunos de los productos financieros a los que se refieren las letras anteriores;
- Los contratos de opciones, futuros, permutas, acuerdos de tipos de interés a plazo; los instrumentos derivados para la transferencia del riesgo de crédito; y los contratos financieros por diferencias (art. 2.2, 3, 5, 6, 7 y 8 LMV<sup>30</sup>).

---

<sup>30</sup> Se excluyen los derivados del artículo 2.4 LMV pues son negociados en mercados regulados y sistemas multilaterales de negociación.

- Se excluyen aquellos derivados ofrecidos por la entidad para dar cobertura o minorar los riesgos financieros asumidos por otras posiciones u operaciones comerciales preexistentes.

Las estimaciones sobre los posibles resultados futuros de los productos deberán ajustarse a lo establecido en la Orden, no pudiendo incluirse en ni en la información precontractual ni en las comunicaciones publicitarias estimaciones distintas a las recogidas en el artículo 23 de la orden, y que pasamos a exponer (prohibición establecida en el art. 23.5 de la orden).

### 5.3.1. Escenarios sobre los posible resultados futuros del producto

Las entidades deberán incluir en los documentos de descripción general del producto y sus riesgos que deban entregarse, así como en el documento precontractual o en la orden de compra, una advertencia sobre los posibles resultados futuros del producto para cada uno de los escenarios propuestos y sus probabilidades de ocurrencia, además de una breve descripción de cada escenario, la fecha a que cada uno se refiere y el resultado futuro estimado del producto en dicho escenario (tanto en efectivo como en TAE). Se trata de entregar a los clientes los distintos escenarios posibles de rentabilidad y las probabilidades de producción de cada uno de ellos. Los escenarios establecidos y las advertencias que cada uno comporta son las siguientes (art. 23.1 a) a c) de la orden):

- a) *Escenario desfavorable*: correspondiente al percentil 10 de la distribución de probabilidades del resultado futuro estimado del producto a vencimiento, y se acompañará de la siguiente mención:

*“Se estima en un 10% la probabilidad de que la rentabilidad futura del producto sea inferior a la indicada en este escenario (si el producto no establece una rentabilidad mínima) / sea igual a la indicada (cuando el producto establezca una rentabilidad mínima)”.*

- b) *Escenario moderado*: correspondiente al percentil 50 de la distribución de probabilidad del resultado futuro estimado del producto a vencimiento, y se incorporará la siguiente aclaración:

*“Se estima en un 50% la probabilidad de que la rentabilidad futura del producto sea inferior a la indicada en este escenario (si el producto no establece una rentabilidad mínima) / sea igual a la indicada (cuando el producto establezca una rentabilidad mínima)”.*

- c) *Escenario favorable*: correspondiente al percentil 90 de la distribución de probabilidades del resultado futuro estimado del producto a vencimiento, que contendrá la siguiente mención:

*“Se estima en un 90% la probabilidad de que la rentabilidad futura del producto sea inferior a la indicada en este escenario (si el producto no establece una rentabilidad mínima) / sea igual a la indicada (cuando el producto establezca una rentabilidad mínima)”.*

#### *5.3.2. Advertencia sobre probabilidad de resultado negativo*

Adicionalmente se especificará la probabilidad de que el resultado futuro estimado del producto sea negativo al vencimiento, y se indicará el porcentaje de pérdida potencial máxima, a través de la siguiente advertencia estandarizada:

*“La probabilidad estimada de sufrir pérdidas es de un (deberá señalarse el porcentaje). La pérdida potencial máxima del producto (se seleccionará la alternativa aplicable al producto) es del (deberá señalarse el porcentaje) / es teóricamente ilimitada”.*

En cualquier caso, si la probabilidad de resultado negativo a vencimiento resulta en percentiles superiores a los previstos en la orden (90%, 50% o 10%), se adaptará el escenario al percentil superior aplicable, sustituyéndose aquellos porcentajes por los que resulten de aplicación al caso.

#### *5.3.3. Advertencia sobre la autoría y el carácter no garantizado de los escenarios*

A los escenarios y sus correspondientes menciones, así como a la advertencia sobre las probabilidades de obtener resultados negativos, se añadirá la siguiente mención relativa la autoría de los escenarios y simulaciones y a su falta de certeza:

*“La rentabilidad de los escenarios presentados corresponde a simulaciones efectuadas por (deberá señalarse el nombre de la entidad), no existiendo certeza sobre su ocurrencia. En dichas simulaciones no se han considerado los riesgos de crédito y liquidez que usted, como inversor/depositante, asume”.*

#### *5.3.4. Advertencia por eventuales compromisos financieros y obligaciones adicionales*

Cuando el cliente pueda verse obligado a asumir compromisos financieros y otras obligaciones, además del propio coste de adquisición del producto financiero, a la advertencia sobre autoría y carácter no garantizado de los escenarios deberá añadirse la siguiente:

*“Resulta posible que deban asumirse, además del coste de adquisición del producto, compromisos financieros y otras obligaciones adicionales”.*

#### 5.3.5. Gráfico sobre rentabilidades pasadas en términos de TAE

Adicionalmente, se complementarán los escenarios con un gráfico que represente las rentabilidades del producto financiero en el pasado (de haberse emitido con anterioridad), en términos de TAE (art. 23. 4 en relación con el apartado 6 del anexo de la orden). El gráfico se presentará con el siguiente título:

*«Representación gráfica de la rentabilidad histórica simulada del producto, en términos de TAE. Se advierte de que rentabilidades pasadas no presuponen rendimientos futuros».*

Para elaborar el gráfico se tendrán en cuenta las siguientes consideraciones:

- a) El gráfico se determinará mediante el método de simulación histórica observando:
  - El resultado a vencimiento que hubiera obtenido el producto si su lanzamiento se hubiera producido semanalmente durante un período de 10 años (siempre que este período sea suficientemente representativo de las distintas evoluciones de sus subyacentes a lo largo del tiempo);
  - Si el período anterior no fuera suficientemente representativo de las distintas evoluciones de sus subyacentes a lo largo del tiempo, deberá ampliarse el período de simulación, de forma que se muestren los comportamientos más positivos y negativos de los activos subyacentes, pasando por múltiples escenarios posibles;
  - Si el período de existencia de los subyacentes fuera inferior a 10 años, el gráfico se ajustará al período de existencia, advirtiéndose de ello.
- b) Se asumirá que las fechas de observación, en cada simulación histórica, comienzan el primer día hábil de cada semana, replicando a partir de esa fecha las restantes observaciones y fechas de pago del producto.
- c) Las series de precios deberán reflejar las características de los activos subyacentes que hayan de tenerse en cuenta para calcular el resultado del producto. En particular, si el resultado del producto está vinculado al comportamiento de los subyacentes sin

incluir el pago de dividendos, deberán emplearse series históricas que recojan el impacto de los dividendos en las referencias de precios.

*5.3.6. Metodología para la simulación de los posibles resultados futuros del producto (apartado 5 del anexo de la orden)*

Para la simulación de los posibles resultados futuros del producto se empleará el método Montecarlo, salvo que exista otro método numérico más adecuado a las características del producto, de acuerdo con las siguientes indicaciones:

- a) Como mínimo deberán realizarse 50 000 simulaciones, no obstante, deberán realizarse las que sean necesarias para mantener una estabilidad suficiente de los resultados en cada nueva simulación, de acuerdo con las características del instrumento.
- b) Los subyacentes y variables se valorarán a su valor de mercado y, de no ser posible, se deberán valorar mediante métodos técnicamente adecuados y aceptados generalmente en el sector financiero.
- c) Deberán utilizarse las superficies de volatilidad implícita para incorporar la asimetría y curtosis que caracteriza a la distribución de los rendimientos de los subyacentes.
- d) Se estimará la estructura temporal de los tipos de interés en base a los instrumentos financieros negociados en el mercado.

## **6. Capítulo IV. Normas de ordenación, disciplina y supervisión**

Establece el artículo 24 que de cara a los efectos sancionatorios, se considerará que las disposiciones de esta orden constituyen, según la naturaleza jurídica de las entidades que presten el servicio de inversión<sup>31</sup>:

- a) Normas de ordenación y disciplina de las entidades de crédito y de los establecimientos financieros de crédito de conformidad con lo dispuesto en el artículo 5.4 de la Ley 10/2014 de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito. De esta forma, el incumplimiento de las obligaciones impuestas en esta orden por las entidades de crédito y establecimientos financieros de crédito:

---

<sup>31</sup> Todo ello sin perjuicio del régimen específico establecido en la legislación general sobre consumidores y usuarios.

- Comportará una infracción muy grave de acuerdo con lo previsto en el artículo 92 x, consistente en el ejercicio de actos u operaciones con incumplimiento de las normas dictadas al amparo del artículo 5 (normativa de ordenación y disciplina) siempre que tales incumplimientos puedan considerarse especialmente relevantes por la reiteración de la conducta incumplidora, o por los efectos que pueda tener sobre la confianza de la clientela y la estabilidad del sistema financiero;
  - Constituirá una infracción grave en virtud del artículo 93 f), consistente en la conducta expuesta anteriormente, cuando no sea considerada especialmente relevante, salvo que revista carácter ocasional o aislado;
  - Asimismo, constituirá una infracción leve prevista en el artículo 94 cuando el incumplimiento revista carácter ocasional o aislado.
- b) Normas de ordenación y disciplina del mercado de valores de conformidad con lo dispuesto en el artículo 95 LMV, de forma que el incumplimiento de las obligaciones previstas en la orden por las entidades sujetas a la LMV:
- Se considerará una infracción muy grave prevista en el artículo 99 z) bis, relativa al incumplimiento de las obligaciones previstas en los artículos 79 y 79 bis LMV o el incumplimiento de la adopción de medidas o políticas de gestión de conflictos de interés o su inaplicación, cuando no tengan carácter aislado -en realidad este precepto no prevé como infracción muy grave el incumplimiento de normas de ordenación o disciplina, sino dos casos de incumplimiento específicos-;
  - En su caso, se calificará como infracción grave del artículo 100 t), integrando la conducta infractora de dicho precepto *“la inobservancia ocasional o aislada por quienes presten servicios de inversión de las obligaciones de gobierno corporativo y requisitos de organización previstas en el artículo 70 ter, así como de las obligaciones en materia de remuneraciones previstas en el 70 ter.dos o la inobservancia ocasional o aislada por quienes presten servicios de inversión de las obligaciones, reglas y limitaciones previstas en los artículos 70 quáter, 79, 79 bis, 79 ter, 79 quinquies y 79 sexies”* -por lo que, el tipo infractor tampoco incluye el incumplimiento de las normas de ordenación o disciplina--;
  - Constituirá una infracción leve en términos del artículo 101.1 en tanto que infracción de preceptos de obligada observancia comprendidos en normas de ordenación y disciplina del mercado de valores, siempre que no deba ser calificada como infracción grave o muy grave. En este sentido, parece que el incumplimiento sólo podría sancionarse como

infracción leve, salvo que se considere que la orden integra el artículo 79 bis LMV.

c) Normas de ordenación y supervisión de los planes y fondos de pensiones de conformidad con lo dispuesto en el artículo 35.1 b) del texto refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de noviembre, por lo que:

- Las entidades gestoras de fondos de pensiones incurrirán en una infracción muy grave por incumplimiento del deber de informar o de suministrar información suficiente, según lo previsto en el artículo 35.3 ñ, siempre que el número de afectados o la importancia de la información permita calificar el incumplimiento como especialmente relevante.
- Asimismo, comportará una infracción grave cuando el incumplimiento no pueda considerarse especialmente relevante (art. 35.4 ñ).
- Cuando el incumplimiento no pueda calificarse como infracción grave o muy grave, será considerado infracción leve de acuerdo con el artículo 35.5.c.

d) Normas de ordenación y supervisión de los seguros privados, de conformidad con lo dispuesto en el texto refundido de la Ley de ordenación y supervisión de los seguros privados de conformidad aprobado por el Real Decreto Legislativo 6/2004, de 29 de octubre.

En este caso, el incumplimiento por las entidades aseguradoras de las previsiones de esta orden constituirá una infracción grave prevista en el artículo 40.4 ñ) consistente en el incumplimiento del deber de veracidad informativa, o incumplimiento de las normas de reguladoras de la publicidad y deber de información de las entidades aseguradoras, cuando el incumplimiento no sea especialmente relevante<sup>32</sup>.

---

<sup>32</sup> Desconocemos el motivo por el que en este caso no se prevé que el incumplimiento pueda ser calificado como infracción muy grave (cuando fuera especialmente relevante, art. 40.3.ñ) o infracción leve (art. 40.5.c).