

COLEGIO UNIVERSITARIO DE ESTUDIOS FINANCIEROS MÁSTER EN ACCESO A LA PROFESIÓN DE ABOGADO

"LA DOCTRINA JUDICIAL SOBRE LA COMERCIALIZACIÓN DE PRODUCTOS FINANCIEROS COMPLEJOS"

Realizado por: Andrea de Lys Pérez González

Dirigido por: Prof. Pablo Táuler San Miguel

CUNEF (Colegio Universitario de Estudios Financieros)

MADRID, a 2 de febrero de 2018.



ÍNDICE

AGRADECIMIENTOS	5
SIGLAS Y ABREVIATURAS UTILIZADAS	6
INTRODUCCIÓN	7
CAPÍTULO 1. BREVE ANÁLISIS DE LA NORMATIVA DIRIGIDA A PROTECCIÓN DE LOS INVERSORES MINORISTAS	LA
1.1. INTRODUCCIÓN	8
1.2. EVOLUCIÓN DEL RÉGIMEN DE PROTECCIÓN DEL INVERSOR MINORISTA EN EL MERCADO DE VALORES ESPAÑOL	
1.2.1. La Ley del Mercado de Valores antes de MiFID I	9
1.2.2. La Ley del Mercado de Valores después de MIFID I	11
1.2.3. Régimen vigente: Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores	13
1.2.4. Algunos apuntes sobre MIFID II y el nuevo proyecto de la Ley del Mercado de Valores	13
1.3. CLASIFICACIÓN DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS: COMPLEJOS Y NO COMPLEJOS	. 16
1.4. TIPOLOGÍA DE CLIENTES: MINORISTA, PROFESIONAL Y CONTRAPARTE ELEGIBLE	20
1.5. APUNTES SOBRE LA DISTINCIÓN ENTRE COMERCIALIZACIÓN Y ASESORAMIENTO	22
1.6. OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN DE LAS ENTIDADES EN LA COMERCIALIZACIÓN DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS	
1.6.1. El deber de las Entidades de conocer a sus clientes	24
1.6.2. Alcance de la información a los clientes sobre los productos y servicios de inversión	27
1.6.3. La política de mejor ejecución	28



1.7. VALORACIÓN CRÍTICA Y CONCLUSIONES PARCIALES	29
CAPÍTULO 2. SUCINTA DESCRIPCIÓN DE LOS PRODUCTOS COMI COMERCIALIZADOS A CLIENTES MINORISTAS	PLEJOS
2.1. LAS PARTICIPACIONES PREFERENTES. NATURALEZA, CARACTERÍSTICAS Y RIESGOS ASOCIADOS	31
2.2. LAS PERMUTAS FINANCIERAS (SWAPS). NATURALEZA, CARACTERÍSTICAS Y RIESGOS ASOCIADOS	32
2.3. LOS PRODUCTOS ESTRUCTURADOS. NATURALEZA, CARACTERÍSTICAS Y RIESGOS ASOCIADOS	35
2.4. VALORACIÓN CRÍTICA Y CONCLUSIONES PARCIALES	36
CAPÍTULO 3. ANÁLISIS CRÍTICO DE LOS PRONUNCIAMI JUDICIALES SOBRE LA MATERIA	IENTOS
3.1. INTRODUCCIÓN	37
3.2. DESCRIPCIÓN GENERAL DE LA PROBLEMÁTICA GENERADA	38
3.3. CUESTIONES CONTROVERTIDAS PLANTEADAS EN LOS PROCEDIMIENTOS JUDICIALES DEL ORDEN CIVIL	
3.3.1. Fundamentos mantenidos en las demandas formuladas por los client	tes
3.3.1.1. El error como vicio del consentimiento	51
3.3.2. Fundamentos de defensa planteados por parte de las entidades finar	
3.3.2.1. Perfil del inversor	53
3.3.2.2. Caducidad de la acción	
3.3.2.3. Falta de legitimación pasiva	57
3.3.2.4. Confirmación del contrato viciado de anulabilidad	58
3.3.2.5. Elevada calificación crediticia	60
3.4. VALORACIONES CRÍTICAS Y CONCLUSIONES PARCIALES	61



CAPÍTULO 4. CONCLUSIONES FINALES Y FORMULACIÓN			
DE PROPUESTAS DE MEJORA DEL RÉGIMEN LEGAL VIGENTE	62		
ÍNDICES			
A) ÍNDICE DE LEGISLATIVO	66		
B) ÍNDICE DE SENTENCIAS	67		
C) ÍNDICE BIBLIOGRÁFICO	69		
D) ÍNDICE DE GRÁFICOS Y TABLAS	71		



AGRADECIMIENTOS

En estas líneas quiero expresar mi más sincero agradecimiento a todas aquellas personas que han hecho posible la realización de este Trabajo Fin de Máster.

Especialmente, a mi tutor, el profesor Pablo Táuler San Miguel, quien desde el principio creyó en mis posibilidades. Ha sido para mí la guía perfecta para realizar este trabajo. Su dedicación y apoyo han sido incondicionales.

A mi padre, la persona que nunca me ha fallado. Gracias a él y su cariño diario estoy hoy aquí y soy quien soy.

A mi madre, que me enseñó a valorar los pequeños momentos. Mi corazón siempre estará contigo.

Al resto de mi familia, que siempre están cuando más los necesito.

A mis amigos, la familia que no elegí y que me llenan de felicidad cada día.



SIGLAS Y ABREVIATURAS UTILIZADAS

CESR Comité Europeo de Valores.

CFPB Consumer Financial Protection Bureau.

CNMV Comisión Nacional del Mercado de Valores.

ESMA European Securities and Markets Authority.

FROB Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria.

FSA Autoridad de los Mercados Financieros en el Reino Unido.

LMV Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

MiFID I Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de

21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos

financieros.

MiFID II Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de

15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos

financieros.

MiFIR Reglamento 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de

15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos

financieros.

STS Sentencia del Tribunal Supremo.

TRLM Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se

aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.



INTRODUCCIÓN

A partir del año 2008 las entidades empezaron a comercializar de forma indiscriminada activos financieros de funcionamiento complejo, activos que, con el tiempo, ocasionaron multitud de pérdidas para los inversores que los adquirieron. Es el caso de las participaciones preferentes que fueron comercializadas de forma masiva por las entidades con el objetivo de reforzar sus recursos propios. O el caso de las permutas financieras (*swaps*) que se ofrecieron como un instrumento de cobertura de las posibles subidas del tipo de interés al que iba referenciado la hipoteca. Asimismo, las entidades comercializaron de forma generalizada productos estructurados como si de depósitos tradicionales se tratasen, cuando la realidad era muy diferente: su nivel de riesgo era mucho más elevado que el propio de un depósito tradicional.

En todos estos casos, los clientes creían estar contratando productos seguros, cuando la realidad es que estaban asumiendo un riesgo elevado que finalmente se materializó en numerosas pérdidas. El déficit de información por parte de las entidades financieras y la colocación de instrumentos financieros complejos no adecuados al perfil del inversor que los adquiría, dio lugar a una gran avalancha de reclamaciones administrativas y judiciales sin precedentes en nuestro país.

El objetivo de este trabajo será exponer, de forma sistematizada, la jurisprudencia del Tribunal Supremo en materia de contratación bancaria. Una jurisprudencia relativamente reciente que ha tenido que enfrentarse a una nueva realidad: la comercialización de productos complejos entre la clientela minorista.

Sin embargo, la doctrina judicial recaída en esta materia sería difícilmente comprensible si no realizáramos con carácter previo un breve recorrido por el marco legal aplicable a la comercialización de productos complejos. Por esta razón, el capítulo 1 se ocupa de la normativa dirigida a la protección de los inversores minoristas.

En el capítulo 2 realizaremos una sucinta descripción de las características de aquellos instrumentos que las entidades comercializaron masivamente: las participaciones preferentes, *swaps* y productos estructurados.

En el capítulo 3 conoceremos la doctrina del Alto Tribunal a través de los fundamentos mantenidos por los clientes y las entidades financieras.

Este trabajo finaliza con unas conclusiones y propuestas de mejora del régimen legal vigente.



CAPÍTULO 1. BREVE ANÁLISIS DE LA NORMATIVA DIRIGIDA A LA PROTECCIÓN DE LOS INVERSORES MINORISTAS

1.1. INTRODUCCIÓN

La crisis financiera surgida a partir del año 2008 puso de manifiesto la carencia de protección suficiente del inversor y la ausencia de controles efectivos. Ante esta situación, las autoridades no dudaron en reaccionar para adecuar la regulación bajo los principios de transparencia, confianza y protección del inversor por los fallos existentes en los mercados financieros. A partir de entonces, la protección de los inversores ha sido una de las cuestiones prioritarias en la agenda regulatoria europea.

La intención del legislador comunitario era dotar al sistema de una normativa común que armonizara el marco legal europeo para los mercados de instrumentos financieros. Recientemente, las medidas normativas utilizadas para mejorar la protección de los inversores han sido la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros, comúnmente conocida como MiFID II (en adelante, MiFID II) y el Reglamento 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros (en adelante, MiFIR).

No cabe duda de que el transcurso del tiempo ha ido mostrando la necesidad de proteger al inversor minorista no sólo por el beneficio que a él le puede repercutir sino en aras de garantizar la estabilidad de los mercados financieros. Todo lo más cuando el inversor es una pieza clave para dinamizar dicho mercado y asegurar su existencia. No nos debemos olvidar que "la confianza del consumidor en la industria de servicios financieros es la condición previa dominante para construir un mercado acertado".

Este capítulo pretende hacer un análisis sobre la normativa dirigida a la protección de los inversores minoristas en la comercialización de productos de inversión, tomando como eje principal la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, conocida como MiFID I (en adelante, MiFID I), la Directiva que provocó un auténtico cambio en la prestación de los servicios de inversión.

¹ Belando Garín, B. (2004) La protección pública del inversor en el Mercado de Valores. Madrid: Thomson Civitas, 28.



1.2. EVOLUCIÓN DEL RÉGIMEN DE PROTECCIÓN DEL INVERSOR MINORISTA EN EL MERCADO DE VALORES ESPAÑOL

1.2.1. La Ley del Mercado de Valores antes de MiFID I

El 27 de octubre de 1986 se produjo una auténtica revolución en la Bolsa londinense. El llamado *Big Bang* transformó el mundo financiero de la capital británica con una serie de medidas que consistieron básicamente en la creación de una agencia exterior –*Securities and Investment Borrad*- con el objeto de proteger a los clientes, la supresión de las comisiones fijas, la posibilidad de que las firmas extranjeras pudieran tener agencias de corretaje británicas y la introducción de una sustancial mejora en el sistema de contratación electrónica. La Bolsa de Londres se convertiría así no sólo en la capital financiera de Europa sino en una de las Bolsas más desarrolladas a nivel mundial.

El *Big Bang* español se plasmó en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (en adelante, LMV). La entrada en vigor de esta Ley supuso la creación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, la división de los mercados en "mercados primarios" y "mercados secundarios" y la posibilidad de sustituir los títulos físicos por anotaciones en cuenta de un registro. Además, se creó el Sistema de Interconexión Bursátil que permitió fijar un precio único para cada título en las cuatro Bolsas españolas. Por todo ello, no es de extrañar que la Ley del Mercado de Valores de 1988 sea considerada "un hito destacado en la historia bursátil española".

Diez años más tarde, se produciría otra de las reformas con mayor transcendencia en el mercado de valores español. La Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, implementó en España la Directiva de Servicios de Inversión (Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el campo de los valores negociables). El nuevo modelo europeo permitió la actuación transfronteriza mediante sucursales y que las entidades de crédito pudieran llevar a cabo la única actividad que les estaba vedada: la contratación bursátil.

La tercera gran reforma tuvo lugar, curiosamente, casi diez años después con la transposición de MiFID I a través de la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, que modificó la LMV. El objetivo de esta Directiva era claro: crear un mercado europeo integrado y eficiente que pudiera competir con otros mercados desarrollados. Y ello a través de la protección del inversor como medida para ganar su confianza³.

Aunque la Directiva de Servicios de Inversión y diversas normas nacionales⁴ ya hacían referencia a los deberes de conducta y de información exigibles en la comercialización de productos de inversión, no cabe duda de que éstos eran mucho más

² Hoyo Aparicio, A. (2007) La Bolsa en los años de la transición política, 1975-1988. *Economía y mercado de valores en la España contemporánea. La evolución de la Bolsa antes del big bang español, 1831-1988,* 142.

³ Moreno Espejo, A., y Buenaventura Canino, R. (2007) Directiva MiFID, reforma de la Ley del Mercado de Valores e implicaciones en el caso español. *Ekonomiaz, n.º* 66, 147.

⁴ A modo de ejemplo, cabe destacar la Orden Ministerial del Ministerio de Economía y Hacienda de 12 de diciembre de 1989 sobre tipos de interés y comisiones, normas de actuación, información a clientes y publicidad de las entidades de crédito y el Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios.



genéricos e imprecisos que los existentes a partir de la aplicación de MiFID I. Así lo ha reconocido el Tribunal Supremo cuando ha señalado que "la inclusión expresa en nuestro ordenamiento de la citada normativa MiFID, en particular, el nuevo artículo 79 bis. 3 de la Ley del Mercado de Valores (actualmente arts. 210 y siguientes del Texto Refundido de dicha Ley, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre), acentuó tales obligaciones y las sistematizó de un modo más completo"5.

En particular, las obligaciones a las que estaban sometidas las Empresas de Servicios de Inversión antes de la transposición de MiFID I, se pueden clasificar en dos grandes grupos:

a) Obligaciones de diligencia y transparencia:

- Comportarse con diligencia y transparencia en interés de sus clientes y en defensa de la integridad del mercado (art. 79.1.a) LMV pre-MiFID I).
- Organizarse de forma que se reduzcan al mínimo los riesgos de conflictos de interés y, en situación de conflicto, dar prioridad a los intereses de sus clientes, sin privilegiar a ninguno de ellos (art. 79.1.b) LMV pre-MiFID I).
- Desarrollar una gestión ordenada y prudente, cuidando de los intereses de los clientes como si fueran propios (art. 79.1.c) LMV pre-MiFID I).
- Disponer de los medios adecuados para realizar su actividad y tener establecidos los controles internos oportunos para garantizar una gestión prudente y prevenir los incumplimientos de los deberes y obligaciones que la normativa de Mercado de Valores les impone (art. 79.1.d) LMV pre-MiFID I).
- Garantizar la igualdad de trato entre los clientes, evitando primar a unos frente a
 otros a la hora de distribuir las recomendaciones e informes (art. 79.1.f) LMV preMiFID).

b) Obligaciones de información:

- Asegurarse de que disponían de toda la información necesaria sobre sus clientes y mantenerlos siempre adecuadamente informados (art. 79.1.e) LMV pre-MiFID I).
- Solicitar información a los clientes para su identificación, así como para conocer su situación financiera, experiencia inversora y objetivos de inversión (art. 4.1 del Anexo del RD 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios, en adelante, RD 629/1993).
- Ofrecer y suministrar a los clientes toda la información que pudiera ser relevante para la adopción de decisiones de inversión (art. 5.1 del Anexo del RD 629/1993).

⁵ España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª). Sentencia nº 26/2016 de 4 de febrero. Fundamento de Derecho Quinto.



- Ofrecer información clara, correcta, precisa, suficiente y entregada a tiempo para evitar su incorrecta interpretación, haciendo hincapié en los riesgos que cada operación conlleva, muy especialmente en los productos financieros de alto riesgo, de forma que el cliente conozca con precisión los efectos de la operación que contrata (art. 5.3 del Anexo del RD 629/1993).
- Entregar, a solicitud del cliente, el correspondiente ejemplar del documento contractual en que conste formalizada la operación suscrita (art. 7 de la Orden Ministerial del Ministerio de Economía y Hacienda 12 de diciembre de 1989).

Como podemos observar, la legislación española con anterioridad a la transposición de MiFID I se caracterizaba por una redacción amplia basada en el deber genérico de información. Aunque la Directiva de Servicios de Inversión señalaba expresamente entre sus Considerandos⁶ la necesidad de proteger al inversor teniendo en cuenta las distintas necesidades de protección de las diversas categorías de los inversores, lo cierto es que la normativa española pre-MiFID I no clasificaba a los clientes en minoristas y profesionales, ni diferenciaba entre productos complejos y no complejos.

1.2.2. La Ley del Mercado de Valores después de MIFID I

La Directiva MiFID I supuso una "pequeña revolución en los mercados de valores de la mayoría de los países comunitarios". Su contenido era tan relevante que tanto las empresas de servicios de inversión como las entidades de crédito tuvieron que cambiar su estructura de negocio. Y es que la Directiva imponía toda una serie de obligaciones formales y requisitos de organización para las empresas intermediarias en servicios de inversión.

Es cierto que la Directiva de Servicios de Inversión ya establecía las condiciones en que las empresas de inversión podían prestar determinados servicios. Sin embargo, la Directiva MiFID I supuso "varias vueltas de tuerca" en la organización de las entidades. Con ella, no sólo se ampliaron los servicios e instrumentos regulados por la norma, sino que se incrementó la protección al cliente, lo que se tradujo en una mayor información sobre el producto y en la obtención de información por parte del intermediario acerca del conocimiento y experiencia del inversor, lo que se conoce como el principio "know-yourclient" (KYC). Además, la normativa de transposición exigió la categorización de los clientes, la clasificación de los productos y la catalogación de los servicios que prestan las Empresas de Servicios de Inversión⁹. De hecho, la Ley 47/2007 introdujo en la LMV,

⁶ Así, se afirmaba que: "Considerando que uno de los objetivos de la presente Directiva es garantizar la protección de los inversores; que, a tal efecto, resulta conveniente tener en cuenta las distintas necesidades de protección de las diversas categorías de inversores y de su grado de especialización profesional". DOUE núm. 145, de 30 de abril de 2004, 3.

⁷ Valpuesta Gastaminza, E. (2016) Incumplimiento de la normativa comunitaria MIFID en cuanto a los deberes de información y evaluación del cliente: consecuencias en el ámbito contractual según la jurisprudencia española. Cuadernos de Derecho Transnacional, 8 (1), 272.

⁸ Ibídem.

⁹ Guillén, P., y López Alonso, L. (2017). Evolución legal en los deberes de conducta y de información en materia de contratación de productos de inversión. Actualidad Civil: Wolters Kluwer, 4.



entre otros nuevos preceptos, el artículo 78 bis relativo a las clases de clientes y el artículo 79 bis relativo a las obligaciones de información.

Aunque la Ley 47/2007 es la piedra angular de la transposición en España de MiFID I, lo cierto es que la mayoría de las obligaciones de conducta e información se concretaron con las normas que, a continuación, se detallan:

- Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión (en adelante, RD 217/2008);
- Circular 3/2013, de 12 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre el desarrollo de determinadas obligaciones de información a los clientes a los que se les prestan servicios de inversión, en relación con la evaluación de la conveniencia e idoneidad de los instrumentos financieros; y
- Orden 2316/2015, de 4 de noviembre, relativa a las obligaciones de información y clasificación de productos financieros.

Sea como fuere, el legislador nacional tuvo un grado de libertad reducido en la reforma ya que el legislador comunitario decidió regular con todo grado de detalle las cuestiones sobre las que versaba la Directiva y restringir, por tanto, la capacidad de los Estados miembros de establecer requisitos adicionales al margen de lo establecido en la citada norma. No obstante, su transposición al derecho nacional supuso una importante modificación de la LMV.

Una cuestión que ha suscitado una gran controversia ha sido la relativa a la entrada en vigor de la Ley 47/2007. Tras una primera lectura de su Disposición Transitoria pudiera parecer que la intención del legislador nacional era otorgar una moratoria hasta el 21 de junio de 2008 -seis meses después de la entrada en vigor de la Ley- para que las Empresas de Servicios de Inversión pudieran adaptar sus estatutos, programas de actividades y reglamentos internos de conducta a la nueva normativa. Sin embargo, el Tribunal Supremo¹¹ ha advertido que desde el momento de la entrada en vigor de la Ley, esto es, el 21 de diciembre de 2007, las entidades tenían la obligación de adaptar su estructura a la nueva normativa. Por tanto, aunque de la literalidad de la Disposición Transitoria se pudiera interpretar lo contrario, "las nuevas obligaciones fueron de aplicación de facto con la entrada en vigor de la Ley".

_

¹⁰ Disposición Transitoria de la Ley 47/2007: "Las entidades que presten servicios de inversión deberán adaptar sus estatutos, programas de actividades y reglamentos internos de conducta a lo dispuesto en esta Ley y en su normativa de desarrollo en el plazo de seis meses a partir de la entrada en vigor de esta Ley".

¹¹ A modo de ejemplo, podemos observar la STS nº 716/2014, de 15 de diciembre cuando señala en su Fundamento de Derecho Séptimo: "El periodo transitorio no podía afectar a las garantías de información que se reconocen al inversor si no tiene la consideración de inversor profesional".

¹² Cazorla, L. (2015) Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores en el BOE. *El Blog de Luis Cazorla*. Disponible en: http://luiscazorla.com/2015/10/el-texto-refundido-de-la-ley-del-mercado-de-valores-en-e-boe/



1.2.3. Régimen vigente: Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores

El 24 de octubre de 2015 se publicó en el Boletín Oficial del Estado el régimen actualmente vigente: el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (en adelante, TRLMV). El Decreto Legislativo llevó a cabo una "estricta labor de refundación, coordinación y armonización" de las diversas normas que habían modificado a la antigua LMV¹⁴. Sin embargo, con su aprobación, el legislador no sólo trató de integrar en una única norma las diversas leyes en materia de valores, sino también facilitar la futura adaptación de normas europeas en la materia, tales como el Reglamento (UE) n°. 596/2014, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado y, especialmente, la nueva regulación MiFID II que sustituye a MiFID I. De hecho, la propia Exposición de Motivos del Decreto Legislativo subraya lo siguiente (resaltado nuestro):

"En todo caso, este trabajo de refundición permite preparar la normativa del mercado de valores de cara a esas inminentes reformas, anticipando las futuras modificaciones y creando un texto que facilite la labor del legislador en el momento de la transposición de las normas europeas.

Con la introducción de nuevos capítulos y artículos y el cumplimiento de las directrices de técnica normativa se ha creado una estructura normativa más permeable a la incorporación del derecho europeo "15."

En definitiva, se utilizó la refundición del texto para reorganizar desde el punto de vista formal las reformas que *a posteriori* se iban a producir, lo que, en palabras de Luis Cazorla (2014), nos hace descubrir una nueva finalidad de la refundación legislativa: la anticipación de las futuras modificaciones ¹⁶.

1.2.4. Algunos apuntes sobre MIFID II y el nuevo proyecto de la Ley del Mercado de Valores

En el contexto de una de las peores crisis económicas vividas a nivel mundial, la Comisión Europea decide presentar en octubre de 2011 algunas propuestas de revisión de la Directiva MiFID I. Su objetivo era lograr unos mercados financieros más eficientes, resistentes y transparentes y reforzar así la protección de los inversores. En la Exposición de Motivos de la Directiva MiFID II se recogen los argumentos que llevaron al legislador comunitario a revisar la normativa (resaltado nuestro):

_

¹³ Ibídem.

¹⁴ La tabla de correspondencias con los artículos de la anterior ley se puede consultar en la página web del Tesoro: http://www.tesoro.es/sites/default/files/2015 11 13. Sleg7674. TRLMV Tabla de correspondencias.pdf

¹⁵ España. Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores. *Boletín Oficial del Estado*, 24 de octubre de 2015. Exposición de Motivos.

¹⁶ Cazorla, L. (2014) La refundición de la Ley del Mercado de Valores. *El Blog de Luis Cazorla*. Disponible en: http://luiscazorla.com/2015/09/la-refundicion-de-la-ley-del-mercado-de-valores/



"La crisis financiera ha dejado al descubierto algunos puntos débiles en el funcionamiento y la transparencia de los mercados financieros.

La evolución de los mercados financieros ha dejado clara la necesidad de fortalecer el marco regulador de los mercados de instrumentos financieros, también cuando la negociación tiene lugar en mercados extrabursátiles, con el fin de aumentar la transparencia, mejorar la protección de los inversores, reforzar la confianza, abordar los ámbitos no regulados y garantizar que se den a los supervisores las competencias necesarias para desarrollar sus cometidos "17".

Así las cosas, el 16 de abril de 2014, el Parlamento Europeo aprueba la Directiva MiFID II y su Reglamento MiFIR.

Si bien inicialmente se previó la transposición para el 3 de enero de 2017 (artículo 93.1 de la Directiva MiFID II), debido a la imposibilidad de los reguladores y de las Empresas de Servicios de Inversión de cumplir a tiempo con los requisitos técnicos exigidos por la normativa¹⁸, la fecha límite se extendió al 3 de enero de 2018. Finalmente, el Consejo de Ministros aprobó el 29 de diciembre de 2017 el Real Decreto- ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de mercado de valores que transpone la Directiva MiFID II al ordenamiento jurídico español en todo lo relativo a los centros de negociación.

No obstante, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, CNMV) ha publicado un Comunicado en el que recuerda el "efecto directo que pueden tener en ciertos casos las Directivas europeas conforme a la jurisprudencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea" Por todo ello, la CNMV entiende que las "entidades, infraestructuras y demás participantes del mercado deberán ajustar con carácter general su organización y actividades al conjunto de reglas y obligaciones emanadas del conjunto normativo MiFID II-MiFIR a partir del 3 de enero de 2018" Con ello, la CNMV considera plenamente aplicable la Directiva MiFID II desde el 3 de enero de 2018.

¹⁷ UE. Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativa a los mercados de instrumentos financieros. *Diario Oficial de la UE*, 31 de marzo de 2017. Exposición de Motivos.

¹⁸ Jonathan Hill, Commissioner for Financial Services, Financial Stability and Capital Markets Union said: "Given the complexity of the technical challenges highlighted by ESMA, it makes sense to extend the deadline for MiFID II. We will therefore give people another year to prepare properly and make the necessary changes to their systems".

¹⁹ CNMV (2018) Comunicado sobre la aplicación de MiFID II. Disponible en: http://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={91900d3e-a711-48c1-917c-d775ee0ccb33}

²⁰ Ibídem.



Los fallos detectados en los últimos años tanto en los mercados financieros como en las Empresas de Servicios de Inversión dieron lugar a que el legislador comunitario acometiera una reforma que, en palabras de Aguilar Alonso (2014), afecta principalmente "al régimen de autorización de las empresas de inversión, requisitos de organización y normas de conducta, proveedores de suministro de datos, estructura de mercado y medidas de protección al inversor"²¹.

Michel Barnier, ex Comisario de Mercado Interior de la UE, describe el espíritu de MiFID II de la siguiente forma (resaltado nuestro):

"Hará que la negociación organizada de los instrumentos financieros se desarrolle en plataformas de negociación multilaterales y bien reguladas. Se establecen también reglas de transparencia estrictas que prohibirán la negociación anónima de las acciones y de otros instrumentos que puedan ser obstáculo para la formación de precios.

Asimismo, las empresas de inversión deberán respetar normas más estrictas a fin de que los inversores puedan estar seguros de que los productos en los que invierten están adaptados a su perfil y que sus activos están bien protegidos "22".

Como podemos observar, las novedades introducidas por la Directiva responden a ámbitos muy diversos. Sin embargo, debido a que nuestro estudio se refiere exclusivamente a la comercialización de los productos complejos, debemos centrarnos en las normas de conducta y de protección del inversor que incorpora MiFID II.

De entre las medidas que regula la Directiva debemos destacar, en primer lugar, el proceso de aprobación de instrumentos financieros que las Empresas de Servicios de Inversión deberán llevar a cabo. En concreto, estas entidades deberán identificar el mercado final de clientes a los que se dirigirá el instrumento y, además, el proceso deberá "garantizar que el nivel de riesgo del instrumento es acorde con el perfil de riesgo del mercado destinatario y, por tanto, que la estrategia de comercialización del instrumento es adecuada"²³.

Es decir, la Empresa de Servicios de Inversión deberá especificar un mercado destinatario que identifique a los clientes finales, garantizar la evaluación de riesgos para el mercado destinatario y ser coherente con la estrategia de distribución prevista.

_

²¹ Aguilar Alonso, I (2014) La Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID II). *Foro de Actualidad Uría Menéndez*, 92. Disponible en: http://www.uria.com/documentos/publicaciones/4366/documento/fe01.pdf?id=5578

²² Extraído de: https://blog.bankinter.com/economia/-/noticia/2014/06/04/nueva-normativa-financiara.aspx

²³ Aguilar Alonso.: op. cit., 92.



Por otro lado, hasta la fecha, la información previa que se debe prestar al cliente es la misma con independencia de que el servicio sea de asesoramiento o no. Sin embargo, con MiFID II, la situación cambia. Además de la información general, deberá informarse al cliente de:

- "(i) Si el asesoramiento es independiente o no;
- (ii) si el asesoramiento está basado en un análisis amplio o restringido de instrumentos financieros y si se limita a instrumentos emitidos o facilitados por la entidad, por entidades con vínculos estrechos o por entidades con cualquier otro tipo de relación jurídica o económica;
- (iii) si se va a realizar un seguimiento de la idoneidad del producto; y
- (iv) cómo se ajusta la recomendación realizada a las preferencias, objetivos y demás características del cliente "24".

Cuando el asesoramiento en materia de inversión se preste de forma independiente, la Empresa de Servicios de Inversión estará obligada a "evaluar una gama suficiente de instrumentos financieros disponibles en el mercado que sea suficientemente diversificada en lo que respecta a sus tipos y a sus emisores o proveedores..." (artículo 24.7 Directiva MiFID II). Además, no podrá aceptar incentivos de terceros salvo los no monetarios de menor importe en la medida en que aumenten la calidad del servicio y se informe al cliente de ello. En el artículo 12 de la Directiva Delegada MiFID II²⁵ se establece una lista tasada de beneficios no monetarios menores que las empresas de servicios de inversión podrán recibir de terceros, tales como la documentación relativa a un instrumento financiero.

1.3. CLASIFICACIÓN DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS: COMPLEJOS Y NO COMPLEJOS

Tras la entrada en vigor de MiFID I, los productos de inversión se pueden clasificar en dos grandes grupos: productos complejos y no complejos. Esta distinción reviste de una especial relevancia en tanto que el nivel de protección y los requisitos de conveniencia se aplican de forma distinta en función de una categoría u otra. Por ejemplo, si una entidad presta el servicio de ejecución o recepción y transmisión de órdenes de clientes sobre instrumentos financieros no complejos, no será exigible el llamado test de

-

²⁴ Ibídem, 94.

²⁵ Unión Europea. Directiva Delegada (UE) 2017/593 de la Comisión de 7 de abril de 2016 por la que se complementa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que respecta a la salvaguarda de los instrumentos financieros y los fondos pertenecientes a los clientes, las obligaciones en materia de gobernanza de productos y las normas aplicables a la entrega o percepción de honorarios, comisiones u otros beneficios monetarios o no monetarios. *Diario Oficial de la Unión Europea*, 31 de marzo de 2017.



conveniencia, siempre y cuando se cumplan los requisitos previstos en el artículo 216 TRLMV²⁶.

Sin embargo, si el producto es complejo, la entidad siempre deberá evaluar la conveniencia y en el caso de que no resultara conveniente, la entidad sólo podrá tramitar la operación solicitada si previamente le advierte de ello (art. 214.3 TRLMV).

La Ley 47/2007 introdujo en el artículo 79 bis apartado 8 LMV (actual artículo 217 TRLMV) una lista de las características que deben reunir los instrumentos financieros para considerarse como no complejos:

- a) "Que existan posibilidades frecuentes de venta, reembolso u otro tipo de liquidación de dicho instrumento financiero a precios públicamente disponibles para los miembros en el mercado y que sean precios de mercado o precios ofrecidos, o validados, por sistemas de evaluación independientes del emisor.
- b) Que no impliquen pérdidas reales o potenciales para el cliente que excedan del coste de adquisición del instrumento.
- c) Que exista a disposición del público información suficiente sobre sus características. Esta información deberá ser comprensible de modo que permita a un cliente minorista medio emitir un juicio fundado para decidir si realiza una operación en ese instrumento".

Por lo tanto, la complejidad de un instrumento financiero vendrá determinada por dos elementos (resaltado nuestro):

"Por un lado, el mayor o menor **riesgo de liquidación** del instrumento (posibilidad de una liquidación rápida y del registro de pérdidas que excedan del principal de la inversión con dicha liquidación);

Por otro lado, la mayor o menor **dificultad de comprensión** del comportamiento financiero del instrumento (básicamente, la rentabilidad, valoración y liquidación de la inversión)"²⁷.

No obstante, el artículo 217.1 TRLM señala que, en todo caso, se considerarán como instrumentos financieros no complejos:

²⁶ El artículo 216 TRLMV señala lo siguiente (exención del análisis de la conveniencia): "Cuando la entidad preste el servicio de ejecución o recepción y transmisión de órdenes de clientes, con o sin prestación de servicios auxiliares, no tendrá que seguir el procedimiento descrito en el artículo 214 siempre que se cumplan las siguientes condiciones: a) que la orden se refiera a instrumentos financieros no complejos, b) que el servicio se preste a iniciativa del cliente, c) que la entidad haya informado al cliente con claridad de que no está obligada a evaluar la adecuación del instrumento ofrecido o del servicio prestado y que, por tanto, el cliente no goza de la protección establecida en el apartado anterior. Dicha advertencia podrá realizarse en un formato normalizado, y d) que la entidad cumpla lo dispuesto en el artículo 193.2.c)".

²⁷ Carrascosa Morales, A., y Guisasola Marrodan, B. (2008) Cuestiones prácticas en la aplicación de la MiFID, *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos* (2008), 194.



- a) "Las acciones admitidas a negociación en un mercado regulado o en un mercado equivalente de un tercer país.
- b) Los instrumentos del mercado monetario.
- c) Las obligaciones u otras formas de deuda titulizadas, salvo que incorporen un derivado implícito.
- d) Las participaciones de instituciones de inversión colectiva armonizadas a nivel europeo".

Por su parte, el artículo 217.3 TRLMV establece que no se considerarán instrumentos financieros no complejos:

a) "Los valores que den derecho a adquirir o a vender otros valores negociables o que den lugar a su liquidación en efectivo, determinada por referencia a valores negociables, divisas, tipos de interés o rendimientos, materias primas u otros índices o medidas".

Asimismo, el citado artículo incluye en sus apartados b) y c) a todo tipo de productos derivados, así como a los bonos, obligaciones y otros valores análogos, representativos de una parte de un empréstito, incluidos los convertibles o canjeables, que sean pasivos admisibles para la recapitalización interna.

Para facilitar la identificación de la complejidad de los productos financieros, el Comité Europeo de Valores²⁸ (en adelante, CESR) publicó en noviembre de 2009 un documento de preguntas y respuestas titulado "Q&A MiFID complex and non complex financial instruments for the purposes at the Diretive's appropriateness requirements" en el que se detalla en qué categoría deberían incluirse determinados productos financieros. Un año más tarde, la CNMV publicó su "Guía sobre la catalogación de instrumentos financieros como complejos y no complejos"²⁹.

En el Anexo I de la citada Guía se incluye un listado no exhaustivo de las dos grandes categorías de instrumentos financieros, que por su transcendencia se reproduce a continuación:

_

²⁸ La European Securities and Markets Authority (ESMA) o Autoridad Europea de Valores y Mercados, creada por el Reglamento de la UE nº 1095/2010, del Parlamento Europeo y del Consejo ha sustituido al Comité Europeo de Valores (CESR) con fecha 1 de enero del 2011.

²⁹ Disponible en: http://www.cnmv.es/docportal/guias_perfil/guiainstrumcomplejosnocomplejos.pdf



Tabla nº1. Listado no exhaustivo de instrumentos financieros complejos y no complejos

ANEXO 1.- LISTADO (NO EXAHUSTIVO) DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS COMPLEIOS Y NO COMPLEIOS.

INSTRUMENTOS NO COMPLEJOS	INSTRUMENTOS QUE DEBEN EVALUARSE BAJO LOS	INSTRUMENTOS COMPLEJOS		
	CRITERIOS DEL ARTÍCULO 79 BIS APARTADO 8 LETRA a)			
	PÁRRAFOS 2 y 3.			
1. ACCIONES				
(i) Acciones ordinarias de sociedades admitidas a	(i) Acciones que no estén admitidas a cotización en mercados	(i) Acciones convertibles.		
cotización en mercados regulados ⁵	regulados	(ii) Acciones privilegiadas convertibles o con un derecho de		
(ii) Acciones privilegiadas ordinarias de sociedades	(ii) Acciones admitidas a cotización en mercados de terceros	amortización anticipada (derivado implícito) y Participaciones		
admitidas a cotización en mercados regulados ⁶ .	países ⁷	preferentes.		
(iii) Derechos de suscripción preferente para adquirir	(iii) Certificados de depósito de acciones			
acciones que sean automáticamente no complejas.	(iv) Derechos de suscripción preferente para adquirir acciones			
	(u otros instrumentos) que no son automáticamente no			
	complejas.			
	(v) Acciones de instituciones de inversión colectiva no			
	armonizadas abiertas o cerradas.			
2. INSTRUMENTOS DEL MERCADO MONETARIO, BONOS Y OTRAS FORMAS DE DEUDA TITULIZADA				
(i) Instrumentos del mercado monetario que no	(i) Certificados de depósito respecto de bonos y otras formas	(i) Instrumentos del mercado monetario, bonos y otras		
incorporen un derivado implícito. Se incluyen:	de deuda titulizada.	formas de deuda titulizada que incorporen un derivado		
	(ii) Títulos de deuda de interés variable (floating rate notes)	implícito. Se incluyen:		
- Letras del Tesoro.	(iii) Determinados valores de deuda titulizada (Asset Backed			
- Certificados de depósito.	Securities o ABS), otros instrumentos estructurados y bonos	- Credit Linked Notes		

- Pagarés	estructurados con garantía de un grupo de activos.	 Instrumentos estructurados cuyo comportamiento está 	
		ligado al comportamiento de un índice de bonos.	
(ii) Bonos que no incorporen un derivado implícito.		 Instrumentos estructurados cuyo comportamiento está 	
Se incluyen entre otros:		ligado a al comportamiento de una cesta de acciones con	
		o sin gestión activa.	
- Bonos y obligaciones corporativas.		- Instrumentos estructurados con un nominal plenamente	
- Bonos del Tesoro.		garantizado y cuyo comportamiento está ligado al	
 Cédulas, bonos y participaciones hipotecarias. 		comportamiento de una cesta de acciones, con o sin	
		gestión activa.	
		- Bonos y obligaciones convertibles.	
		- Bonos que pueden amortizarse por el emisor antes de su	
		madurez (Callable Bonds).	
		 Bonos que permitan al tenedor obligar al emisor a 	
		recomprárselos en determinados momentos (Puttable	
		Bonds).	
		(ii) ABS (asset backed securities) y otros instrumentos	
		estructurados que incluyan un derivado o incorporen	
		estructuras que dificulten el entendimiento por parte del	
		inversor del riesgo vinculado al producto.	
		(iii) Bonos estructurados con garantía de un grupo de activos	
		(por ejemplo bonos de titulización hipotecaria o de créditos	
		públicos) que incluyan un derivado o que incorporen	
		estructuras que dificulten el entendimiento por parte del	
		inversor del riesgo vinculado al producto.	
	3. UCITS Y OTRAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA		



(i) Participaciones o acciones de IIC armonizadas	(i) Participaciones de fondos no armonizados		
	(ii) Acciones de instituciones de inversión colectiva no		
	armonizadas abiertas o cerradas.		
4. OTROS INSTRUMENTOS FINANCIEROS			
N/A	Otros instrumentos financieros que no estén específicamente	(i) Instrumentos financieros recogidos en los apartados 2 a 8	
	mencionados en el primer párrafo del artículo 79 bis apartado 8	del artículo 2 de la LMV (derivados, CFD).	
	letra a) de la LMV.		
		(ii) Valores que den derecho a adquirir o a vender otros	
		valores negociables o que den derecho a su liquidación en	
		efectivo determinada por a valores negociables, divisas,	
		tipos de interés o rendimientos, materias primas u otros	
		índices o medidas incluyendo:	
		- Warrants	
		- Covered warrants	

Fuente: Guía sobre la catalogación de instrumentos financieros como complejos y no complejos de la CNMV

Aunque de gran utilidad, ambos documentos fueron especialmente criticados por su extemporaneidad. Cuando las entidades tuvieron que adaptar su estructura a las exigencias de MiFID I, "no había más indicaciones ni directrices que las que aparecían en la propia Directiva sobre lo que serían productos no complejos"³⁰, lo que ocasionó una gran inseguridad jurídica a la hora de que las entidades procedieran a la clasificación de los instrumentos financieros.

1.4. TIPOLOGÍA DE CLIENTES: MINORISTA, PROFESIONAL Y CONTRAPARTE ELEGIBLE

Desde la entrada en vigor de la Ley 47/2007 las entidades deben clasificar a sus clientes en tres categorías: cliente minorista, cliente profesional y contraparte elegible. Sin lugar a dudas, "la segmentación de los clientes constituyó el eje sobre el que se estructuraron las obligaciones de conducta e información para garantizar que el nivel de protección proporcionado se ajustase a las características del inversor"³¹.

Los clientes minoristas se definen en el artículo 204 TRLMV como "todos aquellos que no sean profesionales". Es decir, se trata de una categoría residual en la que hay que clasificar a todo aquel que no haya sido categorizado como profesional o contraparte elegible. Al cliente minorista se le otorga el mayor nivel de protección frente a las entidades y al supervisor. La mayoría de las personas físicas y jurídicas se encuentran incluidas dentro de esta categoría debido a los estrictos requisitos que exige el TRLMV para ser considerado cliente profesional.

Por su parte, los **clientes profesionales** son aquellos a "quienes se les presume la experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente sus riesgos" (art. 205 TRLMV). De ahí

³⁰ Rodríguez Fernández de Castro, P. (2012) La reforma de la MiFID: protección del inversor, *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros (2012)*, 169.

³¹ López Alonso, L., y Guillén Monge, P.: op. cit., 4.



que el nivel de protección sea menor que el exigido para los clientes minoristas. Tienen la consideración de cliente profesional no sólo las entidades financieras, los bancos centrales o los Estados y las Administraciones regionales, entre otros, sino también los empresarios que reúnan, al menos dos, de las siguientes condiciones (artículo 205.2.c TRLMV):

- a) "Que el total de las partidas del activo sea igual o superior a 20 millones de euros;
- b) Que el importe de su cifra anual de negocios sea igual o superior a 40 millones de euros;
- c) "Que sus recursos propios sean iguales o superiores a 2 millones de euros".

Las contrapartes elegibles, sin embargo, son aquellos profesionales con el máximo conocimiento, experiencia y capacidad financiera en los mercados de valores. Es el caso de las empresas de inversión, entidades de crédito, entidades aseguradoras y fondos de pensiones, entre otros (art. 207 TRLMV). Son, en definitiva, los que tienen el menor grado de protección previsto en la ley. Esta categoría puede considerarse una sub-categoría de la categoría de clientes profesionales.

No obstante, dichas categorías no deben concebirse como "compartimentos estancos"³². La ley permite que los clientes puedan solicitar un cambio de clasificación ya sea de minorista a profesional; de profesional a minorista o contraparte elegible; o de contraparte elegible a minorista o profesional.

Por su importancia, debemos centrarnos en el primer supuesto. El artículo 206.2 TRLMV permite que los clientes minoristas soliciten ser tratados como profesionales siempre y cuando la entidad "efectúe la adecuada evaluación de la experiencia y conocimiento del cliente en relación con las operaciones y servicios que solicite y se asegure de que puede tomar sus propias decisiones de inversión y comprende sus riesgos". Para ello, la entidad deberá comprobar que cumple con dos de los siguientes requisitos (206.2 TRLMV):

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

20

³² Díaz Ruiz, E., y Ruiz Bachs, S. (2008): Transposición de MiFID en España. Guía Uría Menéndez, 21.



La transición de una categoría a otra es de gran relevancia ya que de no existir la posibilidad de que el cliente minorista pudiera solicitar su clasificación como profesional, el primero no podría acceder a servicios de inversión u operaciones que le estarían vedadas.

1.5. APUNTES SOBRE LA DISTINCIÓN ENTRE COMERCIALIZACIÓN Y ASESORAMIENTO

Una cuestión especialmente controvertida desde la entrada en vigor de MiFID I ha sido la relativa a la delimitación entre el servicio de asesoramiento y la comercialización de productos de inversión. Una cuestión especialmente confusa que llevó a CESR a publicar en el año 2010, un documento titulado "Question & Answers - Understanding the definition of advice under MiFID". El propósito de este documento no era otro que proporcionar los criterios para entender en qué casos nos encontramos ante la prestación del servicio de asesoramiento y en cuáles no. Ese mismo año, la CNMV publicó también una "Guía sobre la prestación del servicio de asesoramiento en materia de inversión".

Con anterioridad a la entrada en vigor de MiFID I, el asesoramiento en materia de inversión, lejos de considerarse un servicio independiente, se concebía como un servicio que se prestaba habitualmente en conjunción con otros. De hecho, durante la revisión de la Directiva de Servicios de Inversión, el Documento de Trabajo de los Servicios de la Dirección General de Mercado Interior señaló lo siguiente (resaltado nuestro):

"Su actual clasificación como servicio accesorio significa que el asesoramiento está "mezclado" con la realización de otros servicios de inversión. Esto es la antítesis del carácter "independiente" del asesoramiento en materia de inversión, que debe emprenderse en las mismas condiciones que otros servicios a fin de minimizar los conflictos de intereses".

A partir de la entrada en vigor de MiFID I, el asesoramiento se convierte en un servicio de inversión autónomo, que solo pueden ejercer las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito. Ello es de suma importancia ya que las normas a las que se somete la entidad son mucho más exigentes si se trata de un servicio de inversión y no de un servicio auxiliar.

El artículo 5.1.g) del RD 217/2008 -en consonancia con las directrices recogidas en el documento de CESR- recoge los requisitos que se deben cumplir para concluir que se presta el servicio de asesoramiento en materia de inversión:

 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.



- 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.
- Ser **personalizado**, es decir, presentarse explícita o implícitamente como idónea para esa persona basándose en una consideración de sus circunstancias personales.
- 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.
- 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.

De acuerdo con la CNMV, "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 acontecimientos 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" ³³.

Por tanto, la principal consecuencia asociada al servicio de asesoramiento en materia de inversión es que la entidad no puede recomendar productos que no sean idóneos para el cliente. Es decir, no sólo debe comprobar que el cliente comprende el producto, sino que se ajusta a su perfil de riesgo y a sus objetivos de inversión. En palabras de Vega Arjona (2010), el papel de la entidad debe ser "el de ayudar al cliente a tomar decisiones de inversión en todo su conjunto (patrimonial, fiscal, financiero...). No ayudar a una entidad a vender su producto. El auténtico asesor prima al cliente sobre el producto" ³⁴.

En este sentido, el artículo 142 TRLMV dispone que: "la comercialización de servicios de inversión y la captación de clientes no constituyen en sí mismas servicios de inversión sino actividades previas a cada uno de los servicios de inversión enumerados en los apartados precedentes, que podrán ser desarrolladas de forma separada a la prestación del servicio en sí". Así, quedan fuera del concepto de asesoramiento:

- a) "Las recomendaciones realizadas con carácter general y no individualizadas;
- b) Las recomendaciones que se divulgan exclusivamente a través de canales de distribución al público; y

³³ Extraído de: https://www.cnmv.es/portal/inversor/Asesoramiento.aspx

³⁴ Vega Arjona, P. (2010) El futuro del asesoramiento financiero en España, 2.



c) Las actividades comerciales y de marketing tendentes a la captación de clientes "35.

La distinción entre asesoramiento y comercialización no es una cuestión en absoluto baladí ya que, como hemos podido observar, las obligaciones de la entidad financiera difieren (resaltado nuestro):

"El asesoramiento personalizado está sometido a normas de conducta y criterios diferentes a la comercialización de productos financieros, y no deben confundirse los objetivos, condicionantes, deberes y responsabilidades de un vendedor con los de un asesor de inversiones porque el alcance de los deberes de lealtad hacia los clientes son muy diferentes" 36.

Precisamente, debido a que las normas de conductas son diferentes, las entidades deben ser sumamente cautelosas de no realizar verbalmente recomendaciones que los clientes pudieran percibir como asesoramiento ya que, de lo contrario, tendrían que cumplir con la normativa propia del servicio de asesoramiento en materia de inversión; una normativa que obliga a realizar el test de idoneidad, que supone una mayor exigencia en las obligaciones de transparencia.

1.6. OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN DE LAS ENTIDADES EN LA COMERCIALIZACIÓN DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS

1.6.1. El deber de las Entidades de conocer a sus clientes

El artículo 212 del TRLMV establece una de las normas de conducta que las entidades que presten servicios de inversión deberán cumplir respecto de sus clientes: "el deber general de las entidades de conocer a sus clientes", conocido como "know your-client". En concreto, la entidad deberá realizar determinadas pruebas al inversor para asegurarse de que "dispone de toda la información necesaria" (art. 212 TRLMV) con el objetivo de dar a cada cliente el producto más oportuno y adecuado a su situación personal.

La Directiva MiFID I concreta la forma de conseguir este objetivo con el test de conveniencia³⁷ (art. 213 TRLMV) y el test de idoneidad³⁸ (art. 214 TRLMV). Como veremos, ambos test tienen un alcance distinto en función del servicio que se vaya a prestar.

³⁵ Hernández Aler, G., y Nardis Creus, A. (2008) Claves para entender qué es y en qué consiste esta función a la luz de la nueva regulación. El asesor como servicio de inversión, 18.

³⁶ Comunicaciones de CNMV de 17 de julio de 2006 y 7 de mayo de 2009, relativas a la adaptación a la Markets in Financial Instruments Directive.

 $^{^{37} \} Un \ ejemplo \ de \ un \ test \ de \ conveniencia \ se \ puede \ observar \ en: \ \underline{https://www.r4.com/download/pdf/mifid/test_conveniencia.pdf}$

³⁸ Un ejemplo de un test de idoneidad se puede observar en: https://www.r4.com/download/pdf/mifid/test_idoneidad.pdf



Si se trata de un servicio distinto al de asesoramiento en materia de inversión o gestión discrecional de carteras (fundamentalmente, cuando la entidad se va a limitar a ejecutar una orden de inversión que le da el cliente), la entidad deberá realizar únicamente el test de conveniencia. Es decir, la entidad tendrá únicamente la obligación de recabar información sobre los conocimientos y experiencia del cliente en el ámbito de inversión correspondiente al tipo concreto de producto ofrecido o solicitado. En el caso de que el cliente no facilitara la información suficiente para realizar el citado análisis o se concluyera que el instrumento no es adecuado para él, la entidad deberá advertírselo, pero podrá prestarle el servicio o producto solicitado. No obstante, el artículo 216 TRLMV exonera a la entidad de realizar el test de conveniencia cuando:

- Se trate del servicio de ejecución o recepción y transmisión de órdenes;
- Sea un instrumento no complejo;
- Se preste a iniciativa del cliente;
- La entidad haya informado al cliente de que no está obligada a realizar la evaluación de la conveniencia del producto; y
- La entidad disponga de medidas administrativas y de organización adecuadas para evitar que los posibles conflictos de interés regulados en el artículo 195 perjudiquen a sus clientes (art. 193.2.c) TRLMV).

Sin embargo, cuando el servicio de inversión sea el de asesoramiento en materia de inversión o gestión discrecional de carteras, tendrá "la entidad financiera que preste estos servicios que realizar un examen completo del cliente, mediante el denominado test de idoneidad, que suma el test de conveniencia (conocimientos y experiencia) a un informe sobre la situación financiera (ingresos, gastos y patrimonio) y los objetivos de inversión (duración prevista, perfil de riesgo y finalidad) del cliente, para recomendarle los servicios o instrumentos que más le convengan"³⁹. En este caso, la entidad no podrá prestarle el servicio si no obtiene dicha información (art. 213.3 TRLMV).

Asimismo, resulta de merecida importancia destacar que la evaluación de la entidad no puede descansar en una autoevaluación del cliente. De acuerdo con la Guía de actuación para el análisis de la conveniencia y de la idoneidad de la CNMV, preguntas del tipo "¿considera que el producto es conveniente para usted?" o "¿conoce y entiende usted los riesgos del instrumento financiero?" no son en absoluto adecuadas, pues es la propia entidad la que, en base a la información recabada del cliente, tiene que formar su propia opinión.

En cualquier caso, para una mejor comprensión práctica de las anteriores consideraciones, ilustramos con la siguiente gráfica las distintas situaciones que contempla el TRLMV:

_

³⁹ España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª). STS nº 840/2013 de 20 de enero. Fundamento de Derecho Octavo.



Gráfico nº 1. Prestación de servicios de inversión sobre productos MiFID



Fuente: Guía informativa de la CNMV sobre sus derechos como inversor y la protección que le da MiFID

Asimismo, a título de ejemplo se pueden mencionar los siguientes supuestos:

- a) Un cliente acude a su sucursal para solicitar la compra de acciones de una empresa que cotiza en Bolsa. En este caso, la entidad no tiene la obligación de realizar el test de conveniencia ya que el producto no es complejo y el servicio de ejecución o recepción y transmisión de órdenes se realiza a iniciativa del cliente.
- b) Un cliente acude a su sucursal para informarse sobre la compra de acciones de la propia entidad tras haber recibido una llamada telefónica de la oficina ofreciéndoselo. En este caso, la entidad tendrá la obligación de realizar el test de conveniencia ya que, a pesar de ser un producto no complejo y tratarse del servicio de ejecución de órdenes, no es a iniciativa del cliente.
- c) Un cliente acude a su sucursal solicitando recomendaciones sobre una inversión que encaje con sus objetivos y situaciones personales. En este caso, el test que se deberá realizar es el de idoneidad ya que nos encontramos ante el servicio de asesoramiento en materia de inversión que exige, con independencia de que el producto sea o no complejo y sea o no a iniciativa del cliente, hacer el citado test.



1.6.2. Alcance de la información a los clientes sobre los productos y servicios de inversión

El deber de las empresas que prestan servicios de inversión de "mantener, en todo momento, adecuadamente informados a todos sus clientes" se recoge en los artículos 209 y ss del TRLMV. Dicha información debe ser "imparcial, clara y no engañosa" y deberá, versar, como mínimo sobre a) la entidad y los servicios que presta; b) los instrumentos financieros y la estrategia de inversión; y c) los centros de ejecución de órdenes y los gastos y costes asociados. Y todo ello con el objetivo de permitir a los clientes "comprender la naturaleza y los riesgos del servicio de inversión y del tipo específico de instrumento financiero que se ofrece, pudiendo, por tanto, tomar decisiones sobre las inversiones con conocimiento de causa" (art. 209.4 TRLMV).

Sobre el contenido y extensión de los deberes de información, se ha pronunciado el Tribunal Supremo (resaltado nuestro):

"Partiendo de la base de que profesionalidad y confianza son los elementos imprescindibles de la relación de clientela en el mercado financiero, en este tipo de contratos, es exigible un estricto deber de información: el cliente debe recibir de la entidad financiera una completa información sobre la naturaleza, objeto, coste y riesgos de la operación, de forma que le resulte comprensible, asegurándose de que el cliente entiende, sobre todo, los riesgos patrimoniales que puede llegar a asumir en el futuro" 40.

Por lo tanto, el cliente minorista tiene el derecho de conocer los concretos riesgos asociados al producto que contrata. De la misma forma que la entidad tiene la obligación de suministrar una información clara y comprensible. La CNMV⁴¹, consciente de la importancia que tiene la transparencia informativa en la prestación de servicios de inversión, propuso en el año 2014 incluir en la información precontractual y en la publicidad, un indicador gráfico con colores que le permitiera al inversor tener una aproximación del nivel de riesgo y complejidad del producto financiero en cuestión. El objetivo de la CNMV no era otro que facilitar que los clientes pudieran asociar el producto a un determinado nivel de riesgo.

Aunque la propuesta se plasmó en la Orden ECC/2316/2015, de 4 de noviembre, relativa a las obligaciones de información y clasificación de productos financieros, lo cierto es que la norma no estableció la obligatoriedad de utilizar la escala de colores. Las entidades, por tanto, tienen la opción de incluir una figura "piramidal" o una figura "numérica", como las que, a continuación, se representan:

⁴⁰ España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª). STS nº 633/2015, de 13 de noviembre. Fundamento de Derecho Undécimo.

⁴¹ CNMV. Consulta relativa a un sistema de clasificación de instrumentos financieros e identificación de productos especialmente complejos, 8 de septiembre de 2014.



Gráfico nº 2. "Semáforo del riesgo" y figura numérica



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

Indudablemente, la utilización obligatoria del conocido como "semáforo del riesgo" hubiera sido lo preferible. No obstante, la escala de números del 1 al 6 también es una medida adecuada para que el inversor pueda conocer, de forma sencilla, el nivel de riesgo que está asumiendo.

En cualquier caso, no debemos olvidar que las entidades no sólo tienen el deber de informar a los clientes con suficiente antelación y en términos comprensibles de los riesgos y características del producto financiero antes de su contratación, sino también de hacerlo a posteriori, sobre el servicio efectivamente prestado (art. 211 TRLMV). Por tanto, las entidades financieras no sólo deben cumplir con un alto estándar de transparencia en la información pre-contractual, sino también en la post-contractual.

1.6.3. La política de mejor ejecución

Con la llegada de MiFID I se eliminó el principio de concentración, que suponía un limitado acceso a la negociación de los activos financieros. Al mismo tiempo y como consecuencia de ello, la Directiva incluyó el principio de mejor ejecución y gestión de órdenes (art. 221 y ss TRLMV).

El principio de mejor ejecución no sólo busca proteger al inversor, sino mejorar el funcionamiento de los diferentes centros de ejecución. Dicho principio exige que las operaciones se ejecuten en las condiciones más favorables posibles. En palabras de Giménez Zuriaga (2009):

"La Best Execution incluye un gran número de factores, empezando por el precio de ejecución y la oportunidad de conseguir una mejora sobre dicho precio. Otros factores son la velocidad o la probabilidad de la propia ejecución. Para los inversores institucionales, el anonimato o la liquidez



pueden llegar a ser preocupaciones primordiales, por encima del propio precio. En cualquier caso, la calidad de la ejecución deberá siempre ser vista desde la perspectiva del cliente, no de la empresa "42".

Esta obligación deberá concretarse en una política de mejor ejecución⁴³ que las entidades deberán aprobar y revisar. Además, la normativa exige la comunicación a los clientes de los aspectos más relevantes de la política y de cualquier cambio importante que se realice sobre la misma.

1.7. VALORACIÓN CRÍTICA Y CONCLUSIONES PARCIALES

La Directiva MiFID I ha reforzado, sin lugar a dudas, el régimen de protección de los clientes, siendo la información y la transparencia, elementos clave del modelo europeo. La Directiva ha afectado de una manera muy importante al día a día de las entidades. Éstas han tenido que hacer un gran esfuerzo para adaptarse a un nuevo régimen jurídico que, en muchas ocasiones, ha generado una gran inseguridad jurídica. Un ejemplo de ello es la delimitación entre el servicio de asesoramiento en materia de inversión y la comercialización de productos de inversión. La normativa no es clara con respecto a la línea que separa ambas actividades, lo que se traduce en que sean los tribunales los que, en función de las circunstancias de cada caso, tengan que interpretar las normas de conducta, optando, en muchas ocasiones, por la opción más fácil (aquella que favorece al inversor).

Los supervisores han tenido que concretar algunos conceptos que la normativa MiFID I no desarrollaba con precisión (ej: catálogo de productos complejos y no complejos; test de conveniencia e idoneidad; delimitación entre la actividad de asesoramiento y comercialización, etc). A través de numerosas guías, la CNMV ha resuelto cuestiones que la normativa recoge de forma poco detallada, lo que facilita su cumplimiento por parte de las entidades. No obstante, parece lógico pensar que lo preferible hubiera sido que la propia normativa hubiera incluido con claridad las disposiciones sobre protección de los inversores.

En cualquier caso, con la Directiva MiFID I la necesidad de conocer al cliente es fundamental. Es cierto que, tradicionalmente, muchas entidades obtenían información de sus clientes (especialmente en banca privada) para ofrecer un servicio más competitivo. Sin embargo, con MiFID I la forma de obtener esa información se concreta y se eleva a norma a través del test de idoneidad y del test de conveniencia. Y ello, afortunadamente, sin restringir el principio de libertad de contratación que rige en nuestro ordenamiento jurídico ya que, aunque la entidad concluya que el producto no es adecuado para el inversor, la ley no impide su contratación. Lo que sí exige es que se le advierta previamente de ello. Esto es precisamente lo que muchas entidades han obviado,

⁴² Giménez Zuriaga, I. (2009) *Reflexiones sobre el alcance de la mejor ejecución de órdenes bajo la Directiva Europea MiFID*. El observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos (2009), 237.

⁴³ Un ejemplo de política de mejor ejecución se puede observar en la siguiente página web (política de mejor ejecución de BBVA): https://www.bbva.es/estaticos/mult/Resumen_Politica_de_ejecucion-31052012.pdf



permitiendo que inversores con desconocimiento y escasa experiencia inversora, accediesen a productos no adecuados para su perfil.

Como hemos podido observar, las entidades no sólo tienen la obligación de conocer al cliente sino de asegurarse de que recibe la información adecuada. Desde mi punto de vista, una información llena de tecnicismos nunca será útil si no se explica de una forma comprensible y clara. El objetivo debe ser que el inversor entienda las características y los riesgos del producto. Por esta razón, coincido con Zunzunegui Pastor (2006) cuando señala que "al igual que sucede en la relación médico-paciente, carece de sentido informar al inversor con detalles técnicos sólo al alcance y comprensión de los profesionales. La transparencia debe ser la necesaria para asegurar la correcta prestación del servicio. Lo que significa que la información debe ser la necesaria y nada más⁴⁴".

En efecto, tenemos que partir de la base de que la mayoría de los inversores minoristas carecen de los conocimientos necesarios para entender, con todo grado de detalle, la información que se recoge en los contratos financieros. En mi opinión, no deben ser únicamente las entidades financieras las que hagan un gran esfuerzo para asegurarse de que sus clientes conocen los productos en los que invierten, sino también, desde el poder legislativo, se debería hacer especial hincapié en mejorar la educación financiera de nuestros ciudadanos como forma para prevenir situaciones que, en estos últimos años, se han venido produciendo.

La CNMV y el Banco de España han sido especialmente conscientes de la necesidad de mejorar la cultura financiera de los ciudadanos⁴⁵. Es una realidad que los mercados financieros han ido aumentando su complejidad. Como consecuencia, los ciudadanos ya no sólo se limitan a invertir sus ahorros en productos tradicionales como los depósitos, préstamos o planes de pensiones, sino que tienen a su disposición un gran abanico de productos que, en muchas ocasiones, revisten de una gran complejidad. Probablemente, una mayor educación financiera de nuestros ciudadanos pudiera haber mitigado algunas situaciones que se han vivido en estos últimos años. No obstante, de lo que no cabe duda es que un mayor conocimiento financiero de los individuos reforzaría, en un futuro, la estabilidad del sistema financiero.

En cualquier caso, no nos debemos olvidar de que la llegada de MiFID II trae consigo una mayor protección del inversor. Se incrementan las obligaciones de transparencia y se potencia el servicio de asesoramiento en materia de inversión, lo que permitirá un mayor conocimiento del inversor. Supone, en definitiva, un cambio en el modelo relacional con los clientes cuyo éxito o fracaso tendremos la oportunidad de conocer en los próximos años.

⁴⁴ Zunzunegui Pastor, F. (2006) El consentimiento informado como objetivo de la protección del inversor. *Revisa de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales*, 10.

⁴⁵ Banco de España y CNMV (2013) *Plan de Educación Financiera 2013-2017*. Disponible en: http://www.cnmv.es/docportal/publicaciones/planeducacion/planeducacion13_17.pdf



CAPÍTULO 2. SUCINTA DESCRIPCIÓN DE LOS PRODUCTOS COMPLEJOS COMERCIALIZADOS A CLIENTES MINORISTAS

2.1. LAS PARTICIPACIONES PREFERENTES. NATURALEZA, CARACTERÍSTICAS Y RIESGOS ASOCIADOS

Las participaciones preferentes han sido uno de los productos complejos comercializados en masa por las entidades bancarias. Sin lugar a dudas, las más polémicas han sido las emitidas por Bankia. Sin embargo, otras emisiones como las del Grupo SOS-Cuétara han tenido también consecuencias similares.

La Sentencia del Tribunal Supremo de 8 de septiembre de 2014⁴⁶ describe en qué consisten las participaciones preferentes (resaltado nuestro):

"Las participaciones preferentes son valores atípicos de carácter perpetuo, que contablemente forman parte de los recursos propios de la sociedad que los emite, pero no otorgan derechos políticos al inversor y sí una retribución fija, condicionada a la obtención de beneficios. Esta remuneración se asemeja, de un lado, a la renta fija porque está predeterminada y no es cumulativa, y de otro a la renta variable en la medida en que depende de la obtención de suficientes beneficios.

El reseñado carácter perpetuo no impide que la entidad emisora se pueda reservar el derecho a amortizarlas a partir de los cinco años, previa autorización del supervisor".

De lo anterior, resulta que se trata de un producto híbrido entre la renta fija y la renta variable que, en caso de concurso de acreedores, tiene prelación frente a las acciones —de ahí su denominación—pero no frente al resto de la deuda. Además, su liquidez no está garantizada ya que depende de su venta en los mercados secundarios organizados.

Aunque es cierto que la legislación española no contemplaba la emisión de participaciones preferentes hasta el año 2003, su negociación en AIAF sí que estaba permitida desde 1998 en virtud de un Acuerdo del Consejo de la CNMV de 21 de octubre. En cualquier caso, la primera referencia a las participaciones preferentes en nuestro ordenamiento jurídico se produjo con la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero. Entre los recursos propios de las entidades de crédito, se incluyeron de forma expresa las participaciones preferentes. No obstante, fue con la promulgación de la Ley 19/2003, de 4 julio, sobre régimen jurídico de los movimientos de capital y las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales, cuando se establecieron los requisitos que tenían que cumplir las participaciones preferentes para su cómputo como recursos propios, y que son los siguientes:

..

⁴⁶ España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª). Sentencia nº 458/2014 de 8 de septiembre.



- Deben ser emitidas por entidades de crédito de España o la Unión Europea, o por filiales no residentes en paraísos fiscales.
- Los recursos captados han de invertirse de forma permanente en una entidad de crédito, quedando afectos a los riesgos de la misma y de su grupo, aplicándose, en su caso, a la compensación de pérdidas.
- Existencia de una remuneración predeterminada de carácter no acumulativo, cuyo devengo estará condicionado a la existencia de beneficios distribuibles.
- No otorgarán a sus titulares derechos políticos, ni tampoco derechos de suscripción preferente.
- Tendrán carácter perpetuo, si bien podrá acordarse la amortización anticipada a
 partir del quinto año desde la fecha de desembolso, previa autorización del Banco
 de España.
- Deberán cotizar en mercados secundarios organizados.
- En los supuestos de liquidación o disolución, darán derecho a percibir exclusivamente el reembolso de su valor nominal, junto con la remuneración devengada y no satisfecha que no hubiese sido objeto de cancelación, y se situarán, a efectos del orden de prelación de créditos, inmediatamente detrás de todos los acreedores y delante de los accionistas ordinarios y cuotapartícipes.
- En el momento de realizar una emisión, el importe nominal en circulación no podrá superar el 30% de los recursos propios básicos, incluido el importe de la propia emisión.

Se trata, en definitiva, de un producto financiero complejo, ya que sus caracteres son difíciles de comprender. Además, son instrumentos de elevado riesgo ya que se encuentran directamente vinculados a la solvencia de la entidad emisora.

2.2. LAS PERMUTAS FINANCIERAS (SWAPS). NATURALEZA, CARACTERÍSTICAS Y RIESGOS ASOCIADOS

Los *swaps* son productos financieros complejos y, por tanto, sujetos a la normativa MiFID, lo que implica el máximo nivel de protección. Además, son productos derivados, lo que significa que su valor deriva de otro activo o índice, llamado activo subyacente (bonos, divisas, materias primas, valores de renta fija, etc).

Desde la perspectiva de este trabajo, resulta de gran utilidad la definición de García Angulo (2012) que conceptúa el swap de la siguiente forma (resaltado nuestro):



"Aquel contrato cuyo objeto es el intercambio de unas liquidaciones que realiza el banco y otras que realiza el cliente, para entregar a la contraparte, ambos sobre una misma cantidad y cada uno de los contratantes aplicando un diferente tipo de interés (referenciado al Euribor) a esa cuantía común, y ello durante un plazo de tiempo determinado"⁴⁷.

No obstante, debemos advertir que existen diferentes tipos de permutas financieras o *swaps*. Sin embargo, nos centraremos en los *swaps* de tipos de interés, al ser los que más problemas han generado en sede judicial. Su funcionamiento general se puede resumir de la siguiente manera:

"El pagador fijo deberá realizar pagos con base en un determinado tipo de interés fijo que se pactará en el contrato, mientras que el pagador variable deberá realizar pagos según un tipo de interés variable que suele ser marcado por el Euribor, dependiendo de dicha referencia el montante de los pagos que deberá realizar"⁴⁸.

La desventaja de este tipo de contratos es que el cliente no podrá beneficiarse de la bajada de los tipos⁴⁹. Sin embargo, en un tipo de interés al alza, se limita el coste de financiación a un tipo máximo. Por tanto, hay dos razones por las que el pagador fijo puede decidir suscribir un *swap*: la disminución del riesgo del tipo de interés y las expectativas de que el euríbor subirá en un futuro⁵⁰.

Para una mayor comprensión de este producto financiero, procedemos a ilustrar el siguiente ejemplo:

La empresa X firma en el año 2008 un contrato de crédito por importe de 500.000 euros por el que pagaría al banco Y el euríbor más un 1% anual.

⁴⁷ García Angulo, B. (2012) Nulidad de los contratos swaps en la Jurisprudencia. Eola Ediciones, 40.

⁴⁸ Baz Barrios, S. (2013) La problemática de los *swaps* o contratos de permuta financiera. *Revista CESCO del Derecho del Consumo*, 458.

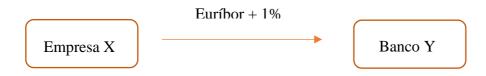
⁴⁹ López Jiménez, J.M. (2012) Swaps: entre la cobertura de riesgos y la especulación. *Revista Sepin*, 5.

⁵⁰ Fernández, P. (2016) Algunos swaps de tipo de interés. Revista 6/2016 de IESE Business School – Universidad de Navarra, 3.



Gráfico nº 3. Crédito de la empresa X con el banco Y en el año 2008.

Crédito: 500.000 euros a 15 años.

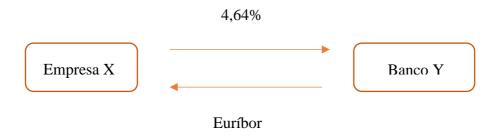


Fuente: Elaboración propia

Sin embargo, debido a la incertidumbre de cómo evolucionará el tipo de interés, la empresa X decide, asimismo, firmar un contrato de *swap*. En virtud de este contrato, la empresa X tendrá que realizar anualmente una serie de pagos equivalentes al 4,64% (tipo de interés acordado) a cambio de recibir el euríbor por parte del Banco Y.

Gráfico nº 4. Swap de la empresa X con el banco Y en el año 2008.

Swap: 500.000 euros a 15 años.



Fuente: Elaboración propia

Por tanto, por el crédito, la empresa X pagará el euríbor más el 1% anual; por el *swap* pagará el 4,64% y recibirá del banco Y el euríbor. En consecuencia, el resultado neto que tendrá que pagar la empresa X es del 4,64% más el 1%.

Mediante este *swap*, el cliente que, en un principio, asumía unos intereses variables en la financiación obtenida, pasa a asumir unos intereses a tipo fijo. Con ello, disminuye su riesgo de tipo de interés ya que no tendrá la incertidumbre de cuánto pagará debido a la evolución del euríbor. Sin embargo, nunca podrá llegar a beneficiarse de una bajada de los tipos de interés.



2.3. LOS PRODUCTOS ESTRUCTURADOS. NATURALEZA, CARACTERÍSTICAS Y RIESGOS ASOCIADOS

Otros de los productos que han proliferado en los últimos años han sido los productos estructurados, los cuales han sido ofrecidos a numerosos ahorradores. Según la CNMV, un producto estructurado es:

"Activo que se forma combinando dos o más instrumentos financieros, generalmente productos de renta fija e instrumentos derivados. La parte de renta fija suele cumplir la función de proteger un porcentaje determinado del capital invertido a vencimiento, mientras que con la contratación del instrumento o instrumentos derivados se persigue aprovechar la evolución (al alza o a la baja) de uno o varios activos subyacentes. La posición adoptada en derivados les otorga una gran versatilidad y no sólo permite su utilización como productos de inversión, sino también como instrumentos de cobertura. Aunque surgen de la combinación de otros productos, son instrumentos financieros con características de rentabilidad y riesgo propias. Por este motivo, es posible encontrar bajo esta denominación productos totalmente diferentes en cuanto a rendimiento potencial y posibilidad de pérdida del capital invertido "51.

Los primeros productos estructurados surgieron en los años 80 y se caracterizaron por tener como activo subyacente únicamente un índice de tipos de interés (por ejemplo, el LIBOR). Con la segunda generación de estructurados, se amplió el abanico de subyacentes y se permitió la combinación de distintos activos subyacentes. La tercera generación está formada por estructurados ligados a múltiples mercados financieros distintos (índices bursátiles, índices de renta fija, tipos de cambio, etc).

Observemos el siguiente ejemplo⁵²:

- Bono estructurado emitido por Bankinter, S.A., que devuelve el 80% del Importe Nominal de Inversión. El 20% restante se invierte en una estructura sin el capital garantizado cuya rentabilidad y capital están referenciados al comportamiento del índice IBEX 35.
- Importe nominal: 100.000 euros
- Importe mínimo de inversión: 100.000 euros.

⁵¹ Extraída del Glosario Financiero de la página web de la CNMV: http://www.cnmv.es/Portal/Inversor/Glosario.aspx?id=0&letra=P&idlng=1

⁵² Obsérvese las Condiciones Finales de la 140^a Emisión de Bonos Estructurados de Bankinter, S.A., septiembre 2017: https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={9d4dad87-5abf-4db5-8b63-25553f9eb88c}



- Tipo de interés fijo: El 19 de septiembre de 2018, el inversor recibirá un cupón fijo del 1,70% sobre el 80% del importe nominal de inversión Adicionalmente, el inversor recibirá en esa fecha el 80% del importe nominal de inversión. Por tanto, la entidad garantiza al inversor la recuperación del 80% del nominal invertido más un cupón del 1,70%, es decir, 81.360 euros.
- Tipo de interés con estructura ligada a un subyacente: Aplicable al 20% del importe nominal de inversión. En este caso, el tipo de subyacente es el IBEX 35, de tal manera que, en función de la evolución de este índice, el inversor recibirá o no un cupón sobre el 20% del nominal invertido y recuperará o no el citado nominal. Así las cosas:
 - → Si el precio de cierre del subyacente, en cada fecha de observación, es igual o superior a su nivel inicial, el inversor recibirá en la fecha de liquidación correspondiente un cupón del 1,70% (multiplicado por el número de periodos transcurridos) sobre el 20% del importe nominal de inversión y la estructura se cancelará abandonándose el 20% del importe nominal de inversión. En caso contrario, el inversor no recibirá cupón y la estructura continuará un periodo más.
 - → A vencimiento, si no ha habido cancelación anticipada: si el nivel final del subyacente está por debajo del 75% de su nivel inicial, el inversor recuperará el 20% del importe nominal de inversión minorado por la caída del subyacente desde su nivel inicial (por tanto, con pérdida de capital). De lo contrario, el inversor recuperará el 20% del importe nominal de inversión, sin pérdida de capital.

Por tanto, en la mayoría de los casos, los estructurados combinan el potencial de revalorización de la renta variable con la seguridad que ofrecen las inversiones fijas. En otras palabras: son productos que, generalmente, permiten invertir en activos financieros de riesgo, pero con la parcial o total garantía de recuperación del capital inicial invertido.

2.4. VALORACIÓN CRÍTICA Y CONCLUSIONES PARCIALES

Las participaciones preferentes, *swaps* y productos estructurados son productos complejos y, por tanto, de difícil comprensión. Aun así, fueron comercializados de forma masiva entre los clientes minoristas; clientes que, en la mayoría de las ocasiones, no tenían la formación necesaria para entender sus características y riesgos.

Es cierto que la normativa no prohíbe que este tipo de inversores adquieran productos complejos, incluso cuando la entidad comercializadora considere que no es adecuado para su cliente. Sin embargo, debido a que este tipo de inversores no siempre tienen los conocimientos y experiencia necesarios para comprender la naturaleza de un producto de estas características, resulta de especial relevancia que las entidades actúen con la máxima diligencia y transparencia en su comercialización. Especialmente, cuando en estos últimos años, los productos bancarios más tradicionales ya no ofrecen la



rentabilidad esperada por los inversores y éstos demandan instrumentos que entrañan un mayor riesgo a cambio de una mayor rentabilidad.

Por esta razón, ahora más que nunca, las entidades deben extremar su cuidado en la comercialización de tales productos y asegurarse de que los inversores son plenamente conscientes de los riesgos que asumen si deciden invertir sus ahorros en productos de este tipo (riesgo de mercado, riesgo de liquidez, riesgo de crédito, etc).

Las entidades, sin lugar a dudas, tienen que hacer un gran esfuerzo con el objetivo de lograr que sus medios organizativos y procesos sean una garantía suficiente de una gobernanza adecuada de los productos ofrecidos a sus clientes. Sin lugar a dudas, estas exigencias conllevan elevados costes pero, al mismo tiempo, reducirán responsabilidades frente a los supervisores y los clientes, contribuyendo así a la estabilidad financiera.

CAPÍTULO 3. ANÁLISIS CRÍTICO DE LOS PRONUNCIAMIENTOS JUDICIALES SOBRE LA MATERIA

3.1. INTRODUCCIÓN

Las entidades financieras han comercializado masivamente productos financieros de elevada complejidad. La mayoría de los inversores no tenían conocimientos ni experiencia en materia financiera, lo que ha provocado una gran avalancha de reclamaciones administrativas y judiciales sin precedentes en nuestro país. Aunque las participaciones preferentes, los *swaps* y los productos estructurados son productos financieros totalmente legítimos, se han producido irregularidades en su forma de comercialización. De ahí, la gran polémica surgida en los últimos años en torno al sistema financiero español y su falta de diligencia.

Los Juzgados de Primera Instancia y las Audiencias Provinciales han dictado multitud de sentencias en relación con la comercialización de productos complejos entre la clientela minorista. Asimismo, el Tribunal Supremo ha tenido la oportunidad de fijar doctrina a través de diversas resoluciones que plantean cuestiones jurídicas de suma importancia, tales como la incidencia del incumplimiento de las obligaciones de información, la falta de legitimación pasiva de la entidad bancaria o la caducidad de la acción de anulabilidad.

En cualquier caso, no cabe duda de que nuestros jueces y tribunales han tenido que familiarizarse con la litigiosidad sobre esta clase de productos; productos que hasta hace unos años les eran prácticamente ajenos.



3.2. DESCRIPCIÓN GENERAL DE LA PROBLEMÁTICA GENERADA

Hasta el año 2007, Estados Unidos experimentó un periodo de expansión del sector inmobiliario especialmente significativo. Durante esos años, los bancos norteamericanos decidieron comercializar un tipo especial de hipoteca de alto riesgo: las hipotecas *subprime*; una clase de hipotecas concedidas a prestatarios con calificación crediticia baja y con condiciones que, en muchos casos, incrementaban el riesgo. La Reserva Federal de los Estados Unidos aumentó de forma progresiva los tipos de interés y el incremento de las cuotas de esta clase de créditos provocó una elevada tasa de morosidad y con ello, un elevado nivel de ejecuciones. Lo anterior, unido a la finalización del ciclo económico expansivo, ocasionó que los principales mercados de financiación, especialmente los interbancarios, se paralizaran. Se produjo, así, un importante endurecimiento en las condiciones de financiación al sector privado.

En el año 2008, se produjeron dos acontecimientos que supondrían el estallido de una de las mayores crisis financieras a nivel mundial: la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers y la nacionalización por parte del Gobierno estadounidense de la mayor aseguradora mundial, American International Group (AIAG). Ambos acontecimientos provocaron "un salto cualitativo en los temores de los inversores, que situó al sistema financiero de ese país al borde del colapso y que se reflejó en un aumento súbito de las primas de riesgo en los mercados internacionales, una caída pronunciada de las cotizaciones bursátiles y un repunte muy intenso de la volatilidad"⁵³. Además, durante la época expansiva, las hipotecas subprime habían sido titulizadas y vendidas a importantes inversores a escala mundial, como bancos de inversión o grandes aseguradoras, que tuvieron que asumir el riesgo de impago por parte de los prestatarios. Debido a la escasa información sobre la identidad de los tenedores finales de esos riesgos, se produjo una elevada desconfianza inversora en los mercados financieros.

En España, los recursos propios de las entidades financieras empezaron a deteriorarse. Como consecuencia del cierre del mercado interbancario, las entidades comenzaron a plantearse medios alternativos para obtener financiación. La alternativa ganadora fue, sin lugar a dudas, la emisión de participaciones preferentes: un producto que no sólo les proporcionaba la financiación necesaria, sino que se contabilizaba como recursos propios.

Hasta el año 2008, la comercialización de participaciones preferentes se destinó, fundamentalmente, a inversores institucionales. Sin embargo, a partir de ese año, debido a la subida de tipos de interés del Banco Central Europeo, los inversores institucionales decidieron acudir a otras inversiones más atractivas como la renta fija. Por este motivo y teniendo en cuenta la dificultad de obtener financiación mediante otras vías, las entidades financieras ampliaron la comercialización de las participaciones preferentes a la clientela minorista.

No debemos olvidar que, en ese momento, la Directiva MiFID I ya se encontraba en vigor y con ella, la obligación por parte de las entidades financieras de comprobar la

⁵³ Banco de España (2017) Informe sobre la crisis financiera y bancaria en España, 69.



adecuación del producto con el perfil de cada uno de los clientes. Precisamente, ese fue el problema: muchos de los inversores que adquirieron este producto, no tenían los conocimientos necesarios para poder comprender sus riesgos. Ello, unido a la falta de información por parte de las entidades financieras, provocó que la mayoría de las participaciones preferentes que se comercializaron no fueran idóneas para el perfil del inversor que las adquiría.

Con el tiempo, las entidades dejaron de ser solventes y muchos de los clientes vieron amenazados sus ahorros, lo que provocó una gran avalancha de reclamaciones administrativas ante la CNMV. Como se puede observar en el gráfico número 5, el Servicio de Reclamaciones de la CNMV empieza a recibir en el año 2012 una importante oleada de quejas con respecto a este producto. En el año 2013, el aumento es más que significativo.

4.636 5000 4000 2.550 3000 2000 1.331 1000 284 191 185 2010 2011 2012 2013 2014 2015 ■ Evolución del número de reclamaciones sobre participaciones preferentes ante la CNMV

Gráfico nº 5. Evolución del número de reclamaciones sobre participaciones preferentes ante la CNMV

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de las Memorias anuales de reclamaciones y consultas de CNMV durante los años 2010 a 2015 ⁵⁴.

Las reclamaciones se centraban en la mayoría de los casos "en la disconformidad del cliente con la información facilitada por la entidad en el momento de la contratación del producto"⁵⁵. Así, "muchos reclamantes creían contratar imposiciones a plazo o productos con total disponibilidad o liquidez sin pérdida del importe invertido"⁵⁶. Además, las entidades no pudieron acreditar la obtención de información sobre la experiencia y conocimiento de los inversores en la fase previa a la adquisición del

⁵⁴ Memorias anuales de reclamaciones y consultas de CNMV durante los años 2010 a 2015. Disponible en: https://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/PublicacionesGN.aspx?id=23

⁵⁵ CNMV (2012) Atención de reclamaciones y consultas de los inversores. Memoria 2012. Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/Memoria_reclamaciones.pdf

⁵⁶ Ibídem.



producto, lo que contraviene, como sabemos, la obligación de las entidades de conocer a sus clientes⁵⁷.

Sin embargo, no sólo fueron las participaciones preferentes los únicos productos complejos que las entidades comercializaron entre la clientela minorista. Otros productos como los *swaps* se contrataron, también, de una forma masiva.

Los *swaps* provocaron una multitud de demandas con la finalidad de obtener su declaración de nulidad, debido a la falta de información por parte de las entidades financieras que comercializaron el producto.

La Ley 36/2003, de 11 de noviembre, de Medidas de Reforma Económica recomendaba a las entidades bancarias ofrecer mecanismos de cobertura del riesgo de variación de los tipos de interés. Sin embargo, no fue hasta el año 2008 —curiosamente cuando el euríbor se encontraba en sus máximos históricos—cuando se empezó a comercializar este producto de forma masiva. En la mayoría de los casos, se comercializó como un contrato vinculado a la hipoteca que funcionaba como un seguro anti subida de tipos, lo que resultaba más que interesante para los clientes de las entidades. Sin embargo, lo que probablemente no esperaban los inversores es que, precisamente, a partir de ese año, los tipos comenzaran a bajar y si "los tipos de interés suben, el cliente gana; pero si los tipos de interés bajan, el cliente pierde"58.

En el siguiente gráfico se puede observar el descenso significativo del euríbor a partir del año 2008: el año en el que las entidades empezaron a comercializar de forma masiva los *swaps*.

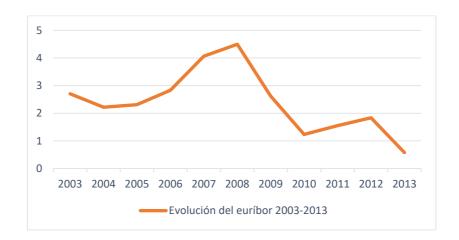


Gráfico nº 6. Evolución del euríbor entre los años 2003 y 2013

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del Banco de España

⁵⁷ Ibídem.

⁵⁸ Fernández, P op.cit., 5.



Al igual que con las participaciones preferentes, la CNMV recibió un gran número de reclamaciones por la inadecuada comercialización de los *swaps*. Como podemos observar en el gráfico 7, los años 2011 y 2012 fueron significativos en lo que respecta al número de reclamaciones sobre permutas financieras que se presentaron ante la CNMV.



Gráfico nº 7. Evolución del número de reclamaciones sobre permutas financieras ante la CNMV

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de las Memorias anuales de reclamaciones y consultas de CNMV durante los años 2010 a 2015 ⁵⁹.

La mayoría de las reclamaciones ponían en evidencia dos cuestiones: la falta de adecuación del producto al inversor y la falta de información suficiente sobre las características y riesgos de la operación en la información contractual. Es decir, la falta de diligencia por parte de las entidades en la comercialización de este tipo de productos.

Asimismo, la comercialización en masa de productos estructurados generó una gran avalancha de reclamaciones administrativas y demandas judiciales. Muchos de ellos fueron ofrecidos entre la clientela minorista como una alternativa a los depósitos tradicionales. Precisamente, esto es lo que "ha sido objeto de innumerables críticas por parte de los ahorradores—ya que- se les había asegurado que su dinero estaba totalmente protegido" 60. En sede judicial, como veremos, se ha demostrado que estos productos no siempre fueron comercializados entre perfiles idóneos.

Sea como fuere, la comercialización inadecuada de las participaciones preferentes, swaps o productos estructurados, no sólo generó un daño importante en

⁵⁹ Disponible en: https://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/PublicacionesGN.aspx?id=23

⁶⁰ Extraído de: http://financialred.com/alternativas-a-los-depositos-tradicionales/



aquellos inversores que perdieron sus ahorros, sino también en la reputación de las entidades financieras. Se produjo "un daño reputacional en todo el sistema bancario español en general, independientemente de que las entidades financieras hubieran comercializado el producto o no, o que las que lo ofrecieron, hayan propuesto soluciones para devolver la inversión a sus clientes"⁶¹. De hecho, "una encuesta entre los consumidores de toda la UE mostró que confían menos en los servicios financieros que en cualquier otro sector de actividad"⁶².

El daño reputacional de las entidades financieras se unió al daño económico que tuvieron que soportar. La mayoría de ellas perdieron una parte muy importante de su clientela, lo que provocó una disminución notable de su volumen de negocio. Además, la CNMV decidió imponer sanciones de elevada cantidad a diversas entidades por la comercialización inadecuada de productos complejos.

Un ejemplo de ello fue la sanción impuesta en el año 2014 al Banco Santander por la comisión de una infracción muy grave debido al "incumplimiento de las obligaciones de información establecidas en el apartado 6 del artículo 79 bis) del mismo texto legal (LMV), por no obtener la información necesaria de clientes asesorados en el proceso de suscripción de la emisión de Participaciones Preferentes Serie X que le permitiera evaluar la idoneidad del producto, así como, por haber cometido deficiencias significativas en la evaluación de la idoneidad realizada para determinados clientes que suscribieron dichos valores en el ámbito del servicio de asesoramiento en materia de inversiones"⁶³. La multa ascendió al importe de 1 millón de euros.

En el año 2015, la CNMV sancionó a La Caixa con una multa de 3 millones de euros "por no obtener la información necesaria sobre sus clientes para la evaluación de la conveniencia, así como por haber cometido deficiencias significativas en la valoración de la misma, y haber intermediado operaciones sin advertir sobre su no conveniencia o incongruencia con sus objetivos de inversión, en el procedimiento de comercialización de determinados productos financieros complejos"⁶⁴.

Asimismo, en el año 2016, se publicó en el Boletín Oficial del Estado la sanción impuesta a Bankinter por la "no realización del test de conveniencia o su realización inadecuada a los clientes que contrataron permutas de tipos de interés entre el 1 de enero de 2008 y el 31 de enero de 2009"⁶⁵. En este caso, la entidad tuvo que satisfacer una multa por importe de 4 millones de euros. Esta entidad fue sancionada, también, con una

⁶¹ Reinoso Díez, B. (2014) Causas y consecuencias de la comercialización de participaciones preferentes por las entidades financieras españolas. Trabajo Fin de Máster. ICADE, 46.

⁶² Exposición de Motivos de la Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 1286/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista empaquetados y los productos de inversión basados en seguros, en lo que respecta a su fecha de aplicación.

⁶³ BOE. 22 de marzo de 2014. Sec. III. Página 25061. Disponible en: http://boe.es/boe/dias/2014/03/22/pdfs/BOE-A-2014-3111.pdf

⁶⁴ BOE. 28 de noviembre de 2016. Sec. III. Página 112662. Disponible en: http://boe.es/boe/dias/2015/11/28/pdfs/BOE-A-2015-12925.pdf#BOE

⁶⁵ BOE. 4 de octubre de 2016. Sec. III. Página 71031. Disponible en: https://www.boe.es/boe/dias/2016/10/04/pdfs/BOE-A-2016-9109.pdf



multa por importe de 100.000 euros debido a "la evaluación de la conveniencia en operaciones de compra de clientes minoristas, sobre instrumentos financieros complejos (bonos estructurados)"⁶⁶.

Son solo algunos ejemplos de cómo el descontento por parte de los inversores en relación a las malas prácticas en la comercialización de productos complejos, se volvió en contra de las propias entidades comercializadoras. Ahora son éstas las que, sin lugar a dudas, tienen que esforzarse en recuperar la confianza de sus clientes y evitar las consecuencias negativas que se deriven de una mala comercialización de un producto financiero⁶⁷.

3.3. CUESTIONES CONTROVERTIDAS PLANTEADAS EN LOS PROCEDIMIENTOS JUDICIALES DEL ORDEN CIVIL

3.3.1. Fundamentos mantenidos en las demandas formuladas por los clientes

3.3.1.1. El error como vicio del consentimiento

El fundamento por excelencia mantenido por los clientes en las demandas formuladas contra las entidades bancarias es, sin lugar a dudas, el error como vicio del consentimiento. La STS 840/2013 de 20 de enero⁶⁸ y la STS 460/2014 de 10 de septiembre⁶⁹ recogen la jurisprudencia tradicional en esta materia en lo que a la comercialización de productos financieros complejos se refiere.

Naturalmente, el deber de información de las entidades bancarias se encuentra íntimamente relacionado con el error. De una buena información dependerá que se forme un consentimiento libre y exento de vicios. Por esta razón, el Tribunal Supremo hace especial hincapié en las obligaciones de información exigibles a este tipo de entidades, obligaciones que tienen su origen en uno de los principios generales del Derecho Civil: el deber de actuar conforme a las exigencias de la buena fe (art. 7 del Código Civil).

El Alto Tribunal, consciente de la desproporción existente entre las entidades bancarias y los inversores no profesionales, parte de la idea de la asimetría informativa en la contratación de productos financieros complejos (resaltado nuestro):

6

⁶⁶ Ibídem.

⁶⁷ Para una mayor información sobre las sanciones impuestas por la CNMV, se puede consultar el registro público de sanciones, accesible en: https://www.cnmv.es/Portal/Consultas/RegistroSanciones/verRegSanciones.aspx

⁶⁸ España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª). Sentencia nº 840/2013 de 20 de enero. Se trata de una sentencia en la que el Tribunal Supremo se pronuncia sobre el error como vicio del consentimiento en un *swap* de inflación firmado entre la entidad Marbres Togi, S.L., y la Caixa d'Estalvis del Penedés el 13 de junio de 2008.

⁶⁹ España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª). Sentencia nº 460/2014 de 10 de septiembre. En este caso, el Tribunal Supremo se pronuncia sobre el error vicio en productos estructurados comercializados por el Banco Espirito Santo, S.A., Sucursal de España a treinta y un clientes durante los años 2005 a 2007). Los bonos eran emitidos por una tercera entidad (Lehman Brothers Treasury Co, en unos casos, y el banco islandés Kaupfthing, en otros) y su rentabilidad dependía de la evolución de unos valores subyacentes, que son empresas distintas de la entidad emisora. La recuperación de las cantidades dependía no sólo de la evolución del valor subyancente sino también de la solvencia del emisor.



"Ordinariamente existe una desproporción entre la entidad que comercializa servicios financieros y su cliente, salvo que se trate de un inversor profesional. La complejidad de los productos financieros propicia una asimetría informativa en su contratación, lo que ha provocado la necesidad de proteger al inversor minorista no experimentado en su relación con el proveedor de servicios financieros.

Como se ha puesto de manifiesto en la doctrina, esta necesidad de protección se acentúa porque las entidades financieras al comercializar estos productos, debido a su complejidad y a la reseñada asimetría informativa, no se limitan a su distribución sino que prestan al cliente un servicio que va más allá de la mera y aséptica información sobre los instrumentos financieros, en la medida en que ayudan al cliente a interpretar esta información y a tomar la decisión de contratar un determinado producto "70".

Precisamente, esta asimetría informativa es la que ha dado lugar a numerosas prácticas irregulares. En la mayoría de las ocasiones, "la contratación se ha basado en la confianza que el cliente de toda la vida mantenía con su banco y con los empleados del mismo" ⁷¹. Por este motivo, "la exigencia ha de ser mucho mayor, exigencia que, (...), tiene su última razón de ser en la buena fe contractual" ⁷².

La STS 840/2013 de 20 de enero concreta los deberes de información de las entidades comercializadoras tras la entrada en vigor de la normativa MiFID I. El Alto Tribunal recuerda que la descripción de estos deberes se prevé en el artículo 79 bis LMV (actual artículo 209 TRLMV) y en el artículo 64 del Real Decreto 217/2008.

Este último artículo regula de una manera detallada el deber de información sobre los instrumentos financieros y especifica que la entidad debe "proporcionar a sus clientes (...) una descripción general de la naturaleza y riesgos de los instrumentos financieros, teniendo en cuenta, en particular, la clasificación del cliente como minorista o profesional". Y aclara que esta descripción debe "incluir una explicación de las características del tipo de instrumento financiero en cuestión y de los riesgos inherentes a ese instrumento, de una manera suficientemente detallada para permitir que el cliente pueda tomar decisiones de inversión fundadas"⁷³.

7

⁷⁰ España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª). Sentencia nº 840/2013 de 20 de enero. Fundamento de Derecho Sexto.

⁷¹ Vázquez García, D. (2015) Contratación de productos bancarios complejos: examen de la reciente jurisprudencia de la Sala Primera del Tribunal Supremo. *Diario La Ley*, 17.

⁷² Ibídem

⁷³ España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª). Sentencia nº 840/2013 de 20 de enero. Fundamento de Derecho Séptimo.



Por lo tanto, no basta - en contra de la tesis defendida por la audiencia provincial⁷⁴-que el cliente minorista tenga conocimiento de que, al estar contratando un producto de inversión, existe un nivel de riesgo elevado, sino que es necesario que la entidad ponga de manifiesto con detalle los riesgos concretos de la inversión. En efecto (resaltado nuestro):

"Es preciso conocer cuáles son esos riesgos, y la empresa de servicios de inversión está obligada a proporcionar una información correcta sobre los mismos no solo porque se trate de una exigencia derivada de la buena fe en la contratación, sino porque lo impone la normativa sobre el mercado de valores, que considera que esos extremos son esenciales y que es necesario que la empresa de inversión informe adecuadamente sobre ellos al cliente".

No obstante, el Tribunal Supremo advierte de que la información sobre los posibles riesgos será insuficiente si la pérdida de la inversión se produce finalmente por un riesgo distinto de los previstos en la documentación ofrecida al cliente. Un ejemplo de ello lo podemos observar en la STS 460/2014 de 10 de septiembre. En este caso, la entidad informó al inversor sobre las posibles evoluciones de los subyacentes a los que estaba referenciado el bono estructurado, pero no sobre la posible insolvencia del emisor, que fue lo que finalmente sucedió. Por esta razón, el Tribunal declaró que la información facilitada por la entidad fue insuficiente ya que, aunque se informó de los riesgos derivados de la evolución del subyacente, no se informó sobre el emisor y los riesgos asociados al mismo⁷⁶.

En cualquier caso, la información ha de suministrarse con la suficiente antelación para que el inversor pueda formar adecuadamente su consentimiento. De hecho, no se cumplirá este requisito:

"Cuando tal información se ha omitido en la oferta o asesoramiento al cliente en relación a tal servicio o producto, y solo se facilita en el momento mismo de firma del documento contractual, inserta dentro de una reglamentación contractual

⁷⁴ Señala el Tribunal Supremo, en su sentencia nº 460/2014 de 10 de septiembre, que: "En el caso objeto del recurso, la tesis de la audiencia provincial consiste en que basta para excluir la existencia de un error esencial con que el cliente sea consciente de que está contratando un producto que, al consistir en una inversión, conlleva un alto nivel de riesgo, aunque ignore los detalles del mismo por las omisiones en la información facilitada por la empresa que opera en el mercado de inversión. Tal tesis no puede admitirse".

⁷⁵ España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1 ª). Sentencia nº 460/2014 de 10 de septiembre. Fundamento de Derecho Tercero.

⁷⁶ En este sentido, el Tribunal Supremo, en contra de la tesis de la audiencia provincial, señala: "No se acepta la tesis de la audiencia sobre la irrelevancia de que el riesgo determinante en la prestación del consentimiento por los demandantes (la evolución del activo subyacente, emitido por una empresa conocida y de prestigio) fuera distinto al riesgo finalmente acaecido y que determinó la pérdida de la inversión (la insolvencia de la entidad emisora del producto, cuya identidad no era suficientemente conocida por los demandantes, y la carencia de un fondo de garantía), y que el desconocimiento de esos aspectos esenciales del riesgo (que el emisor del producto era una entidad diferente de aquella a la que el cliente podía asociar razonablemente el riesgo -BES o BES Vida, como empresa con la que contrataba, o BBVA y otras empresas conocidas y de reconocida solvencia que emitían el activo subyacente-, que el resultado de la inversión fuera ligado a la solvencia de ese emisor y que no existiera cobertura por ningún fondo de garantía) no constituye un error esencial sobre el objeto y las condiciones del contrato".



que por lo general es extensa"77.

Esta afirmación rechaza de una manera tajante las alegaciones de algunas entidades financieras relativas a que los inversores pudieron conocer los riesgos en el momento de la firma del contrato. Está claro que, en ese momento, el cliente no puede llevar a cabo un análisis adecuado y profundo sobre la documentación, por lo que los riesgos deben ponerse en conocimiento del cliente desde el primer contacto. Máxime, cuando el inversor no tiene la capacidad para comprender una documentación tan técnica como la que se presenta cuando se comercializa un producto complejo.

Además, las entidades deben tener en cuenta que la "obligación de información que establece la normativa legal (...) es una obligación activa, no de mera disponibilidad" puesto que "sin conocimientos expertos en el mercado de valores, el cliente no puede saber qué información concreta ha de demandar al profesional"78.

Parece lógico que sea la empresa de servicios de inversión y no el cliente, la que tenga la obligación de suministrar la información que le impone la normativa de valores. El cliente, por sí mismo, no tiene los conocimientos para averiguar qué cuestiones son las relevantes y qué preguntas debe formular a la entidad. No le es, además, jurídicamente exigible.

Por su parte, fórmulas genéricas, predispuestas y estereotipadas como: "declaro tener los conocimientos necesarios para comprender las características del producto (...) y acepto expresamente el riesgo de la inversión realizada en el mismo...", han sido expresamente declaradas inválidas por parte del Tribunal Supremo⁷⁹. Parece razonable que una cláusula de esta clase no pueda suponer, en ningún caso, el reconocimiento por parte del inversor del cumplimiento de las obligaciones de información por parte de la entidad. Se tiene que precisar qué riesgos asume el cliente cuando decide invertir en un producto de esta clase.

En cualquier caso, para determinar qué tipo de información ha de proporcionársele al cliente y salvar así el desequilibrio de información que podría viciar el consentimiento por error, la normativa MiFID I impone a la entidad financiera el deber de realizar el test de conveniencia y el test de idoneidad, según el servicio que se preste. El Tribunal

⁷⁷ España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª). Sentencia nº 460/2014 de 10 de septiembre. Fundamento de Derecho Tercero.

⁷⁸ España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª). Sentencia nº 244/2013 de 18 de abril. Fundamento de Derecho Séptimo. Se trata de una sentencia en la que se solicita una indemnización ante el cumplimiento negligente del contrato de gestión discrecional de carteras al adquirir participaciones preferentes de la entidad "Lehman Brothers Holdings Inc" cuando los inversores habían optado por un perfil de riesgo muy bajo. En este caso, la entidad alega que "la empleada del banco se ofreció a facilitar los datos que se le pidiera" como argumento para defender el cumplimiento del estándar de información exigido. El Tribunal Supremo rechaza este

⁷⁹ España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª). Sentencia nº 769/2014 de 12 de enero. Fundamento de Derecho Séptimo. En este sentido, el Tribunal Supremo señala: "Se trata de menciones predispuestas por la entidad bancaria, que consisten en declaraciones no de voluntad sino de conocimiento que se revelan como fórmulas predispuestas por el profesional, vacías de contenido real al resultar contradichas por los hechos". Y añade "la normativa que exige un elevado nivel de información en diversos campos de la contratación resultaría inútil si para cumplir con estas exigencias bastara con la inclusión de menciones estereotipadas predispuestas por quien está obligado a dar la información".



Supremo realiza la distinción de ambas exigencias normativas, distinguiendo la finalidad de cada una de ellas:

"La entidad financiera debe realizar al cliente un test de conveniencia, conforme a lo previsto en el art. 79 bis. 7 LMV (arts. 19.5 Directiva 2004/39/CE), cuando se prestan servicios que no conllevan asesoramiento. Se entiende por tales, los casos en que el prestatario del servicio opera como simple ejecutante de la voluntad del cliente, previamente formada. Este test valora los conocimientos (estudios y profesión) y la experiencia (frecuencia y volumen de operaciones) del cliente, con la finalidad de que la entidad pueda hacerse una idea de sus competencias en materia financiera. Esta evaluación debe determinar si el cliente es capaz de comprender los riesgos que implica el producto o servicio de inversión ofertado o demandado, para ser capaz de tomar decisiones de inversión con conocimiento de causa".

(...)

"El test de idoneidad opera en caso de que se haya prestado un servicio de asesoramiento en materia de inversiones o de gestión de carteras mediante la realización de una recomendación personalizada. La entidad financiera que preste estos servicios debe realizar un examen completo del cliente, mediante el denominado test de idoneidad, que suma el test de conveniencia (conocimientos y experiencia) a un informe sobre la situación financiera (ingresos, gastos y patrimonio) y los objetivos de inversión (duración prevista, perfil de riesgo y finalidad) del cliente, para recomendarle los servicios o instrumentos que más le convengan"80.

Por tanto, la entidad deberá asegurarse, por un lado, de que el producto ofrecido es conveniente para el inversor. Para ello, tendrá en cuenta los conocimientos y experiencia del cliente en materia financiera. Por otro lado, para el caso de que haya asesoramiento financiero, la entidad no sólo deberá evaluar la capacidad de comprensión del inversor sino también su situación financiera y objetivo de inversión. De esta manera, podrá decidir qué tipo de productos financieros debe recomendar al inversor y cuáles no.

Llegados a este punto, debemos plantearnos cuál es la incidencia de la infracción por parte de la entidad financiera de los deberes de información en la válida formación del contrato y, por tanto, en la posible apreciación de error. Para ello, el Tribunal Supremo en su STS 840/2013 de 20 de enero realiza un recorrido por la jurisprudencia tradicional del error como vicio del consentimiento. En concreto, realiza una definición del concepto del error-vicio en los siguientes términos (resaltado nuestro):

80 España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª). Sentencia nº 840/2013 de 20 de enero. Fundamento de Derecho Octavo.



"Hay error vicio cuando la voluntad del contratante se forma a partir de una **creencia inexacta**. Es decir, cuando la representación mental que sirve de presupuesto para la realización del contrato es equivocada o errónea"⁸¹.

Para que quepa hablar de error vicio es necesario que la **representación equivocada merezca tal consideración**, es decir, "que se muestre para quien afirma haber errado, como suficientemente segura y no como una mera posibilidad dependiente de la concurrencia de inciertas circunstancias"⁸².

Además, el error debe ser **esencial**, es decir, debe "proyectarse, precisamente, sobre aquellas presuposiciones (...) que hubieran sido la causa principal de su celebración, en el sentido de causa concreta"⁸³. Es decir, el error debe recaer sobre aquellas circunstancias que hubiesen sido determinantes para la celebración del contrato.

Asimismo, la representación equivocada debe presentarse como **razonablemente** cierta, de modo que:

"Difícilmente cabrá admitirlo cuando el funcionamiento del contrato se proyecta sobre el futuro con un acusado componente de aleatoriedad, ya que la consiguiente incertidumbre implica la asunción por los contratantes de un riesgo de pérdida, correlativo a la esperanza de una ganancia" 84.

Por último, también debemos tener en cuenta que el error invalidante del contrato debe ser **excusable**, es decir, no debe ser imputable a quien lo sufre. En este sentido, el Tribunal Supremo señala que el error como vicio no se puede apreciar si el "ignorante o equivocado (...), con el empleo de la diligencia que era exigible en las circunstancias concurrentes, habría conocido lo que al contratar ignoraba". Ello se debe a que la otra parte también debe ser merecedora de protección al confiar en la apariencia que genera una relación negocial basada en una libre declaración de voluntad.

A partir de las anteriores consideraciones, el Tribunal Supremo fija doctrina en la incidencia del incumplimiento de los deberes de información en la apreciación del error vicio del consentimiento⁸⁶ (resaltado nuestro):

83 Ibídem.

⁸¹ España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª). Sentencia nº 840/2013 de 20 de enero. Fundamento de Derecho Undécimo..

⁸² Ibídem.

⁸⁴ Ibídem.

⁸⁵ Ibídem.

⁸⁶ El Tribunal Supremo fija doctrina en esta materia, por primera vez, en la STS nº 840/2013 de 20 de enero (*swap* de inflación). Esta sentencia fue firmada por el Pleno de la Sala de lo Civil del Tribunal Supremo por lo que parece lógico entender que tenía como objetivo la unificación de la doctrina del Alto Tribunal. De hecho, la citada doctrina jurisprudencial se confirma con posterioridad en



"Por sí mismo, el incumplimiento de los deberes de información no conlleva necesariamente la apreciación de error vicio, pero no cabe duda de que la previsión legal de estos deberes, que se apoya en la asimetría informativa que suele darse en la contratación de estos productos financieros con clientes minoristas, puede incidir en la apreciación del error".

Es decir, el deber de información es una garantía del adecuado conocimiento del producto por parte del inversor, de tal manera que su infracción podría derivar en un error del consentimiento. Sin embargo, no debe implicar automáticamente un error ya que "pudiera darse el caso de que ese cliente en concreto ya conociera el contenido de esta información" De hecho, recientemente, el Tribunal Supremo ha desestimado la nulidad de un contrato de swap no porque hubiera quedado acreditado que el banco cumplió con los deberes que le imponía la normativa MiFID (ya que, entre otras cosas, no se declara cumplido el deber de recabar el test de idoneidad) sino porque los administradores ya estaban informados sobre el producto y sus riesgos, al haber concertado previamente otro swap muy similar 88. Por tanto, de la jurisprudencia del Tribunal Supremo se concluye que (resaltado nuestro):

"Lo que vicia el consentimiento por error es la falta de conocimiento del producto y de los concretos riesgos asociados al mismo, que determina en el cliente minorista que lo contrata, una representación equivocada sobre el objeto del contrato, pero no el incumplimiento por parte de la entidad financiera del deber de informar previsto en el artículo 79 bis 3 LMV"89.

Además, la Sala realiza una afirmación, desde mi punto de vista, de suma importancia, al señalar lo siguiente:

las STS 384/2014 de 7 de julio (*swaps* de tipo de interés), STS 385/2014, de 7 de julio (*swaps* de tipo de interés), STS 387/2014, de 8 de julio (*swaps* de tipo de interés) y en la STS 460/2014, de 10 de septiembre (bonos estructurados), entre otras.

La doctrina judicial sobre la comercialización de productos financieros complejos

⁸⁷ España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª). Sentencia nº 840/2013 de 20 de enero. Fundamento de Derecho Duodécimo.

⁸⁸ España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª). Sentencia nº 32/2017 de 19 de enero. En esta sentencia, el contrato de swap fue objeto de la acción de nulidad por error vicio, ocasionado por un defecto de información. En la demanda se denunciaba el incumplimiento de los deberes de información y el incumplimiento de la exigencia de recabar el test de idoneidad. Finalmente, se desestima el recurso de casación y extraordinario por infracción procesal en base a la siguiente argumentación: "Es cierto que el incumplimiento del deber de información respecto de la contratación del swap de Domosur no conlleva necesariamente la apreciación del error vicio, sino que hace que tal error se presume. Esta presunción no impide que pueda demostrarse que, a pesar de no haber quedado acreditado el cumplimiento de los deberes de información, los administradores que prestaron el consentimiento por Domosur conocían las características del producto y los concretos riesgos que conllevaba. Y eso es lo que declara probado la sentencia de apelación, mediante una prueba de presunciones, a la vista de la información que consta fue recibida por ellos al contratar otro swap para otra sociedad de la que también eran administradores (Albar). El tribunal presume que si un mes antes habían sido informados sobre las características de un swap y sobre los concretos riesgos que conllevaba su contratación, al tiempo de contratar este segundo swap y a eran conocedores de las características del swap y de sus riesgos, por lo que no prestaron su consentimiento con error vicio".

⁸⁹ España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª). Sentencia nº 840/2013 de 20 de enero. Fundamento de Derecho Duodécimo.



"El deber de información que pesa sobre la entidad financiera incide directamente en la concurrencia del requisito de excusabilidad del error, pues si el cliente minorista estaba necesitado de esa información y la entidad financiera estaba obligada a suministrársela de forma comprensible y adecuada, entonces el conocimiento equivocado sobre los concretos riesgos asociados al producto financiero complejo contratado en que consiste el error le es excusable al cliente" "90".

Como sabemos, la normativa de mercado de valores impone a una de las partes el deber de informar detallada y claramente a la contraparte los riesgos en la contratación de productos y servicios de inversión para que el inversor pueda adoptar una decisión inversora fundada. Por tanto, resulta lógico que, si se produce esa omisión o la información facilitada es inexacta, incompleta o sin antelación suficiente, el error ha de considerarse excusable porque es el inversor el que merece la protección del ordenamiento jurídico frente al incumplimiento por parte de la entidad de la obligación que le impone la normativa vigente.

Al margen de lo anterior, el Tribunal Supremo ha querido fijar doctrina también sobre las consecuencias derivadas de la omisión del test de conveniencia e idoneidad. Señala el Alto Tribunal que la omisión del test no implica automáticamente la existencia de un error en el consentimiento, pero sí una presunción que la entidad bancaria tiene que destruir (resaltado nuestro):

"En caso de incumplimiento de este deber, lo relevante para juzgar sobre el error vicio no es tanto la evaluación sobre la conveniencia de la operación, en atención a los intereses del cliente minorista que contrata el swap, como si al hacerlo tenía un conocimiento suficiente de este producto complejo y de los concretos riesgos asociados al mismo. La omisión del test que debería recoger esta valoración, si bien no impide que en algún caso el cliente goce de este conocimiento y, por lo tanto, no haya padecido error al contratar, lleva a presumir en el cliente la falta del conocimiento suficiente sobre el producto contratado y sus riesgos asociados que vicia el consentimiento. Por eso la ausencia del test no determina por sí la existencia del error vicio, pero sí permite presumirlo" 91.

-

⁹⁰ Ibídem.

⁹¹ España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª). Sentencia nº 840/2013 de 20 de enero. Fundamento de Derecho Decimotercero. En esta sentencia, el Tribunal Supremo advierte que no ha quedado acreditada la realización del test de idoneidad (se trataba de un servicio de asesoramiento en materia de inversión y el representante de la entidad demandante, un inversor minorista). El Tribunal Supremo aprecia el error vicio y acuerda la anulación del contrato de swap debido a la falta de información sobre los concretos riesgos asociados al producto financiero ("queda probado que el cliente minorista que contrata el swap de inflación no recibió esta información y fue al recibir la primera liquidación cuando pasó a ser consciente del riesgo asociado al swap contratado") y la ausencia del test de idoneidad ("en un caso como el presente, en que el servicio prestado fue de asesoramiento financiero, el deber que pesaba sobre la entidad financiera no se limitaba a cerciorarse de que el cliente minorista conocía bien en qué consistía el swap que contrataba y los concretos riesgos asociados a este producto, sino que además debía haber evaluado que en atención a



En resumidas cuentas: si se incumple la obligación de información, por ese solo hecho no se puede concluir necesariamente que concurre error en el consentimiento. El conocimiento o desconocimiento del producto se determinará en base a los hechos probados en la sentencia, entre los que lógicamente se encuentra dicho incumplimiento, que puede incidir en la apreciación del error. Por su parte, si se incumple la obligación de realizar el test de conveniencia o el de idoneidad, también es posible que el inversor conozca el producto. Ahora bien, su omisión da lugar a que se presuma la falta de conocimiento suficiente sobre el producto contratado y, por tanto, el Tribunal Supremo presuma que haya error.

3.3.1.2. Resolución contractual

Aunque sin lugar a dudas, los clientes han optado por el error como vicio del consentimiento como fundamento para la defensa de sus intereses, lo cierto es que, en algunas ocasiones y, normalmente, con carácter subsidiario, han solicitado la resolución del contrato por incumplimiento de los deberes de información de la entidad demandada.

Una reciente sentencia del Tribunal Supremo rechaza, sin embargo, tal posibilidad. Se trata de la STS de 13 de septiembre de 2017, en la cual el Alto Tribunal se opone a que el incumplimiento de los deberes de información genere la resolución del contrato. Por su importancia, trascribimos la parte de la sentencia en la que se hace referencia a esta afirmación (resaltado nuestro):

"Sin perjuicio de que la falta de información pueda producir una alteración en el proceso de formación de la voluntad que faculte a una de las partes para anular el contrato, lo cierto es que tal enfoque no se vincula con el incumplimiento de una obligación en el marco de una relación contractual de prestación de un servicio de inversión, sino que se conecta con la fase precontractual de formación de la voluntad previa a la celebración del contrato, e incide sobre la propia validez del mismo, por lo que el incumplimiento de este deber no puede tener efectos resolutorios respecto del contrato, ya que la resolución opera en una fase ulterior, cuando hay incumplimiento de una obligación contractual" 22.

Por lo tanto, el Tribunal Supremo admite, una vez más, que el incumplimiento de los deberes de información puede propiciar que la demandante no conociera los riesgos inherentes al producto y, por tanto, su consentimiento resultara viciado por error, lo que generaría la anulabilidad del contrato. Sin embargo, lo que rechaza de una manera tajante es la apreciación de la resolución del contrato por incumplimiento, en los términos

-

su situación financiera y al objetivo de inversión perseguido, era lo que más le convenía") lo que hace presumir la falta de conocimiento por parte del inversor del producto contratado, sin que la entidad fuera capaz de demostrar lo contrario.

⁹² España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª). STS nº 491/2017 de 13 de septiembre de 2017. Fundamento de Derecho Tercero.



previstos en el artículo 1124 del Código Civil, "dado que el incumplimiento, por su propia naturaleza, debe venir referido a la ejecución del contrato, mientras que aquí el defecto de asesoramiento habría afectado a la prestación del consentimiento"⁹³.

Se trata de una afirmación que el Tribunal Supremo ya manifestó en el año 2016 con ocasión de un contrato de *swap*. En esa sentencia, sus palabras no pudieron ser, desde mi punto de vista, más claras:

"Un posible error en el consentimiento por déficit informativo podría dar lugar a la nulidad del contrato, conforme a los arts. 1.265, 1.266 y 1.301 CC; pero no a una resolución del mismo por incumplimiento, en los términos del art. 1.124 CC, dado que el incumplimiento, por su propia naturaleza, tiene que ser posterior a la celebración del contrato, mientras que aquí la falta de información se habría producido con anterioridad." 94.

3.3.1.3. Acción de indemnización de daños y perjuicios

La acción de indemnización de daños y perjuicios ha sido solicitada también con cierta frecuencia por parte de los clientes.

El Tribunal Supremo, a diferencia de lo mantenido con respecto a la resolución contractual, sí admite que, del incumplimiento de los deberes de información, se pueda derivar una acción de indemnización por daños y perjuicios. Ahora bien, resulta fundamental que de dicho incumplimiento se hubiera derivado el perjuicio que se pretende sea indemnizado. Así lo reconoce el Alto Tribunal en diversas sentencias⁹⁵. A modo de ejemplo, se puede observar la STS 398/2015 de 10 de julio cuando señala que (resaltado nuestro):

"No cabe descartar que el incumplimiento grave de aquellos deberes y obligaciones contractuales de información al cliente y de diligencia y lealtad respecto del asesoramiento financiero pueda constituir el título jurídico de imputación de la responsabilidad por los daños sufridos por los clientes como consecuencia de la pérdida, prácticamente total, de valor de las participaciones preferentes, aunque lógicamente es preciso justificar en qué consiste la relación de causalidad" ⁹⁶.

En consecuencia, conforme a esta jurisprudencia, puede ejercitarse una acción de indemnización de daños y perjuicios basada en el incumplimiento de los deberes de

⁹³ Ibídem.

⁹⁴ España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª). STS nº 479/2016 de 13 de julio de 2016. Fundamento de Derecho Cuarto.

 $^{^{95}}$ En este sentido, se pueden observar las STS nº 754/2014 de 30 de diciembre, STS nº 397/2015 de 13 de julio y STS nº 244/2013, de 18 de abril.

⁹⁶ España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª). STS nº 398/2015 de 10 de julio de 2015. Fundamento de Derecho Décimo.



información, siempre y cuando exista una relación de causalidad entre el incumplimiento y el perjuicio acaecido.

No debemos olvidar que, en algunos casos, la acción para la anulación del contrato puede haber caducado debido al transcurso del plazo de 4 años previsto en el artículo 1301 del Código Civil. En esos casos, una buena alternativa podría ser, sin lugar a dudas, la acción de indemnización de daños y perjuicios cuyo plazo de prescripción es superior al previsto para la acción de anulabilidad.

3.3.2. Fundamentos de defensa planteados por parte de las entidades financieras

3.3.2.1. Perfil del inversor

Es jurisprudencia reiterada que, para obviar la apreciación del error como vicio del consentimiento cuando la entidad ha incumplido con su obligación de información, se tenga que acreditar la cualidad de profesional o cliente experimentado. Por tanto, es usual que las entidades financieras pretendan demostrar que el inversor tenía experiencia en materia financiera para evitar la anulabilidad del contrato por error como vicio del consentimiento. Y ello es así porque el artículo 73 del Real Decreto 217/2008 señala lo siguiente:

"Las entidades que prestan servicios de inversión distintos de los previstos en el artículo anterior deberán determinar si el cliente tiene los conocimientos y experiencia necesarios para comprender los riesgos inherentes al producto o el servicio de inversión ofertado o demandado".

Por lo tanto, dichos conocimientos previos y experiencia inversora deben ser tenidos en cuenta para evaluar si el cliente pudo comprender el producto financiero contratado, lo que incide directamente en la apreciación del error como vicio del consentimiento. Es decir, aunque la entidad haya incumplido con sus obligaciones de información, si se demuestra que el inversor conocía los riesgos inherentes al producto, no cabe apreciar el error vicio. En este sentido, el Tribunal Supremo advierte que no basta con que el cliente tenga estudios o incluso, sea administrador de una sociedad, sino que es necesario que tenga la formación necesaria para conocer las características y riesgos del producto complejo. Así lo ha reconocido expresamente (resaltado nuestro):

"Son necesarios conocimientos especializados en este tipo de productos financieros para que pueda excluirse la existencia de error o considerar que el mismo fue inexcusable, y no por tratarse de una empresa debe presumirse en sus administradores o representantes unos específicos conocimientos en materia bancaria o financiera". 97

⁹⁷ España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª). Sentencia nº 197/2017 de 23 de marzo. Fundamento de Derecho Tercero.



En efecto, no por tratarse de una persona que dirige una empresa, debía apercibirse de la transcendencia del contrato que firmaba. Puede tratarse de una persona que, a pesar de tener conocimientos en el sector profesional al que se dirige, se encuentra en una situación muy similar a cualquier otro ciudadano en el ámbito bancario.

Asimismo, las entidades han manifestado que el hecho de que el inversor haya invertido en productos complejos con anterioridad, conlleva su experiencia inversora en productos financieros complejos y, por tanto, el conocimiento del producto que está contratando.

La STS 102/2016 de 25 de febrero resuelve esta cuestión. En este caso, los demandantes solicitaron la anulación de cuatro contratos de depósitos estructurados, tres de deuda subordinada y uno de participaciones preferentes. La entidad demandada alegó el carácter experto de los inversores al haber invertido con anterioridad en otros productos complejos similares. El Tribunal Supremo, sin embargo, rechaza tal afirmación al señalar lo siguiente (resaltado nuestro):

"El hecho de tener un patrimonio considerable o que los clientes hubieran realizado algunas inversiones previas no los convierte tampoco en clientes expertos puesto que no se ha probado que en esos casos se diera a los demandantes una información adecuada para contratar el producto con conocimiento y asunción de los riesgos de una inversión compleja y sin garantías" 98.

Es decir, el Alto Tribunal entiende que el hecho de que el demandante haya invertido en otros productos complejos con anterioridad, no le convierte en inversor experto, si no ha recibido en su momento información adecuada sobre el producto que contrató. Asimismo, el hecho de tener un patrimonio considerable y por, tanto, ser calificado como cliente de banca privada, no determina por sí solo que se trate de un cliente experto en inversiones⁹⁹. En definitiva:

"La contratación de algunos productos de inversión (...), sin que la entidad pruebe que la información que dio a los clientes fue mejor que la que suministró en el caso objeto del recurso, y en concreto, que fue la exigida por la normativa del mercado de valores, solo puede indicar la reiteración de la entidad financiera en su conducta incorrecta, no el carácter experto de los clientes".

Como podemos observar, es de merecida importancia examinar, caso por caso, si las circunstancias personales del cliente pueden demostrar que, a pesar del

-

⁹⁸ España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª). Sentencia nº 102/2016 de 25 de febrero. Fundamento de Derecho Cuarto.

⁹⁹ Así se puede observar también en la STS nº 769/2014 de 12 de enero cuando señala: "Tampoco el hecho de tener un patrimonio considerable, lo que determinó su calificación como cliente de banca privada (que es una calificación hecha por Banco Santander, no por la propia cliente), determina por sí solo que se trate de un cliente experto en inversiones".



incumplimiento de la entidad financiera, el consentimiento se prestó válidamente. Existen algunos ejemplos de resoluciones judiciales en las que, en base a la formación y experiencia del cliente, no se pudo apreciar el error vicio.

Recientemente, el Tribunal Supremo ha concluido en una de sus sentencias que, a pesar de la consideración del cliente como minorista, debe tener el perfil de un inversor experto ya que se encontraba familiarizado con el mundo financiero y manejaba productos de alto riesgo¹⁰⁰. De la misma forma, el Alto Tribunal ha entendido que una sociedad que tiene como objeto la gestión patrimonial de su único socio, permite presumir que su administrador tiene elevados conocimientos financieros¹⁰¹.

Asimismo, el hecho de ir acompañado por un asesor financiero permite deducir que la asimetría que suele existir en estos casos, no existió debido a que el inversor actuó a través de una persona con amplios conocimientos en la materia¹⁰².

3.3.2.2. Caducidad de la acción

Como hemos observado, en la mayoría de las ocasiones, los clientes ejercen la acción de nulidad por vicios en el consentimiento. Por esta razón, no es de extrañar que una de las alegaciones utilizadas con mayor frecuencia por las entidades financieras sea la caducidad de la acción ejercitada por el cliente.

El Pleno del Tribunal Supremo resuelve en la STS 769/2014 de 12 de enero, la polémica cuestión del plazo para el ejercicio de la acción de nulidad por error vicio en el ámbito de la comercialización de productos financieros complejos. Se trataba de una polémica existente en las Audiencias Provinciales y los Juzgados de Primera Instancia. Con esta sentencia, el Tribunal Supremo fija, por fin, el *dies a quo* para declarar la caducidad de la acción.

Antes de entrar en el fondo de la cuestión, resulta de merecida importancia hacer un breve resumen de la controversia. En esta ocasión, el Tribunal Supremo aborda la acción de nulidad por error en el consentimiento en relación con la suscripción de un contrato denominado *Unit Linked Multiestrategia*¹⁰³ el día 6 de julio de 2005. La actora fundamentó su pretensión en la falta de información suficiente por parte del banco, presentando la demanda el día 13 de octubre de 2009.

La entidad demandada, entre otros argumentos, alegó la caducidad de la acción de nulidad al entender que el día inicial del plazo de cuatro años para el ejercicio de la acción se computa desde que se paga la prima del seguro, esto es, el 6 de julio de 2005. Tanto el

¹⁰⁰ España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª). STS nº 12/2017 de 13 de enero.

¹⁰¹ España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª). STS nº 366/2014 de 26 de junio.

¹⁰² España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª). STS nº 458/2014 de 8 de septiembre.

¹⁰³ Según la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, "los "unit-link" o también "unit-linked" son seguros de vida en los que el asegurado asume el riesgo de la inversión, no la compañía aseguradora. El eventual rendimiento (positivo o negativo) inherente a este seguro deriva de que la prima se invierte en fondos de inversión y/o valores que el asegurado elige entre los que la aseguradora ofrece".



Juzgado de Primera Instancia como la Audiencia Provincial apreciaron la caducidad de la acción al entender que "la consumación del contrato vendrá determinada por el concurso de las voluntades de ambos contratantes" 104. Así las cosas, se fijó el dies a quo en la fecha del pago de la prima y, por tanto, se declaró la caducidad de la acción.

El Tribunal Supremo, sin embargo, rechaza el cómputo del plazo fijado por la Audiencia Provincial. Es decir, se opone a que el *dies a quo* se fije en el momento de la perfección del contrato y pago de la prima. Para ello, hace alusión al artículo 1301 del Código Civil que señala que "la acción de nulidad solo durará cuatro años. Este tiempo empezará a correr: (...) En los (casos) de error, o dolo, o falsedad de la causa, desde la consumación del contrato (...)"¹⁰⁵.

De la literalidad del precepto se deriva el argumento de la Sala para rechazar la tesis fijada por el Juzgado de Primera Instancia y la Audiencia Provincial: el día inicial del cómputo del plazo no es el de la perfección del contrato, sino el de la consumación, la cual se produce cuando "están completamente cumplidas las prestaciones de ambas partes" 106.

Así, "en relaciones contractuales complejas (...), la consumación del contrato, a efectos de determinar el momento inicial del plazo de ejercicio de la acción de anulación del contrato por error o dolo, no puede quedar fijada antes de que el cliente haya podido tener conocimiento de la existencia de dicho error o dolo". Es decir, el cómputo del plazo para el ejercicio de la acción de anulación debe computarse desde que el cliente conoció la circunstancia sobre la que se basa su error vicio y no desde el momento de la perfección del contrato.

Como podemos observar, el Tribunal Supremo se basa en el tradicional criterio de la actio nata, en virtud del cual, "el cómputo del plazo de ejercicio de la acción, salvo expresa disposición que establezca lo contrario, no puede empezar a computarse al menos hasta que se tiene o puede tenerse cabal y completo conocimiento de la causa que justifica el ejercicio de la acción"¹⁰⁷.

Por tanto, el día inicial del plazo será aquel en el que se produzca un acontecimiento que permita la comprensión real de las características y riesgos del producto. Por ejemplo, la suspensión de las liquidaciones de beneficios, de devengo de intereses o la aplicación de medidas de gestión de instrumentos híbridos acordadas por el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB).

Así las cosas, el Tribunal Supremo, en la STS 769/2014, no aprecia la caducidad de la acción solicitada por la parte demandada ya que fija como *dies a quo* el momento

¹⁰⁴ España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª). STS 769/2014 de 12 de enero. Fundamento de Derecho Quinto.

¹⁰⁵ Ibídem.

¹⁰⁶ Ibídem, con remisión a la STS de 27 de marzo de 1989.

¹⁰⁷ Ibídem.



en el que se produce la suspensión de las liquidaciones de beneficios, esto es, el 11 de diciembre de 2008.

3.3.2.3. Falta de legitimación pasiva de la entidad bancaria

Una de las circunstancias que se dan con relativamente frecuencia es que la entidad demandada haya comercializado un producto emitido por una entidad diferente. Por esta razón, no es de extrañar que una de las alegaciones jurídicas más utilizadas por las entidades bancarias sea la falta de legitimación pasiva¹⁰⁸. Sobre esta cuestión se ha pronunciado la STS 769/2014 de 12 de enero.

En este caso, la entidad demandada –una entidad bancaria- alega "la excepción de falta de legitimación pasiva por no ser parte en el contrato celebrado, pues era solamente una mediadora de seguros, siendo la aseguradora la compañía Cardiff" 109. El Tribunal Supremo, en contra de la tesis argumentada por la parte demandada, declara la legitimación pasiva de la entidad bancaria.

Se trataba de un producto de inversión que tenía como objetivo invertir en fondos de inversión de una compañía de la propia entidad demandada. Únicamente por razones fiscales, la parte demandada decidió celebrar un acuerdo con una aseguradora para que la inversión se articulara a través de un seguro de vida "unit linked".

Por lo tanto, parece lógica la conclusión del Tribunal Supremo cuando sostiene que el banco no actuaba como mediador sino como parte de la relación negocial, al tratarse de un producto diseñado, comercializado y promocionado por la propia entidad bancaria. La actividad mediadora del banco era más formal que real ya que en la documentación aparecía el membrete de la entidad bancaria y la inversión iba finalmente a una empresa de su grupo. La intervención accesoria correspondía, por tanto, a la compañía de seguros, al tratarse de un instrumento que obedecía únicamente a razones fiscales¹¹⁰.

Se declara así la legitimación pasiva por parte de la entidad bancaria para soportar la acción de anulación del contrato por error como vicio del consentimiento; error que además fue motivado por la actuación de la propia entidad bancaria y no de la aseguradora.

¹⁰⁸ La falta de legitimación pasiva es un fundamento utilizado con mucha frecuencia por parte de las entidades financieras. A modo de ejemplo, se puede observar la SAP de Toledo nº 82/2017 de 30 de enero (Bankinter alega la falta de legitimación pasiva ya que la emisora del bono estructurado era BNP PARIBAS) y la SAP de Valencia nº 280/2013 de 2 de diciembre (BNP PARIBAS alega la falta de legitimación pasiva ya que las participaciones preferentes que comercializó eran emitidas por LANDSBANKI ISLANDS HF).

¹⁰⁹ España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª). STS nº 769/2014 de 12 de enero. Fundamento de Derecho Primero.

España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª). STS nº 769/2014 de 12 de enero. Fundamento de Derecho Sexto: "La intervención accesoria no era, como se pretende por la recurrida, la de Banco Santander como mediador de seguros, sino la de Cardiff como compañía de seguros a través de la cual, mediante un seguro de vida "unit linked", el Banco Santander comercializaba sus fondos de inversión mediante un producto que suponía un mejor trato fiscal para el cliente".



Además, la sentencia hace alusión a una cuestión especialmente importante desde mi punto de vista ya que indica que (resaltado nuestro):

"No puede olvidarse que en la actualidad las entidades financieras y de inversión nacionales pueden utilizar compañías radicadas en otros estados para la realización de este tipo de operaciones financieras en las que están implicados clientes no profesionales, de modo que si se obligara al cliente a demandar a la compañía extranjera utilizada instrumentalmente por la compañía nacional para articular la inversión, se le dificultaría enormemente el ejercicio de las acciones, hasta el punto de hacerlo prácticamente imposible" 111.

Con esta afirmación, parece que el Tribunal Supremo está declarando la responsabilidad de la entidad comercializadora de un producto de inversión, con independencia de que el emisor sea otra entidad. Ello tiene toda su razón de ser ya que, de lo contrario, se le estaría obligando al cliente minorista a dirigirse contra entidades no radicadas en territorio español, por lo que la petición de responsabilidades sería especialmente dificultosa.

3.3.2.4. Confirmación del contrato viciado de anulabilidad

Otro de los argumentos esgrimidos por parte de las entidades bancarias ha sido la confirmación del contrato viciado de anulabilidad. El artículo 1311 del Código Civil señala lo siguiente:

"La confirmación puede hacerse expresa o tácitamente. Se entenderá que hay confirmación tácita cuando, con conocimiento de la causa de nulidad y habiendo ésta cesado, el que tuviese derecho a invocarla ejecutase un acto que implique necesariamente la voluntad de renunciarlo".

El Tribunal Supremo resuelve esta cuestión en la STS 769/2014 de 12 de enero. Se trata de una sentencia en la que la entidad demandada alega la confirmación del contrato por parte de la demandante.

Una vez más, el Alto Tribunal ha sido tajante al resolver una cuestión jurídica suscitada en el seno de un litigio sobre comercialización de productos complejos. En este caso, rechaza la confirmación del contrato al entender que no concurren los requisitos exigidos en el artículo 1311 del Código Civil. Para ello, parte de la siguiente idea:

"La confirmación del contrato anulable es la manifestación de voluntad de la parte a quien compete el derecho a impugnar, hecha expresa o tácitamente después de cesada la causa que motiva la impugnabilidad y con conocimiento de ésta, por la

¹¹¹ España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª). STS nº 769/2014 de 12 de enero. Fundamento de Derecho Sexto.



cual se extingue aquel derecho purificándose el negocio anulable de los vicios de que adoleciera desde el momento de su celebración "112".

Uno de los motivos utilizados por la entidad bancaria para defender la confirmación del contrato viciado de anulabilidad fue la falta de queja sobre la insuficiencia de la información por parte de la demandante. Se trata de un argumento que el Tribunal Supremo considera absolutamente irrelevante ya que es la entidad bancaria la que tiene la obligación de suministrar la información y no el inversor el que tiene la obligación de saber que la información proporcionada era insuficiente o inadecuada. Además, en la sentencia en cuestión, la falta de queja sobre la insuficiencia de la información fue anterior al conocimiento de la causa que basaba la petición de anulación.

Asimismo, la entidad demandada alegó que la petición del rescate de la póliza es significativa de la voluntad de la parte demandante de extinguir su derecho de impugnar el contrato. Por contra, el Tribunal Supremo entiende que la solicitud de anulabilidad es perfectamente compatible con la pretensión de obtener la restitución de la cantidad invertida, siendo esta última petición un acto que no es en absoluto concluyente de la renuncia al derecho de impugnar el contrato.

De la misma manera, el hecho de que nada se reclamase previamente o incluso se mantuviese la vigencia del contrato mientras éste cumplía las expectativas prometidas¹¹³ no "purifica" el error como vicio del consentimiento. Precisamente, ello es así ya que es la aparición de las pérdidas lo que hace que el inversor sea consciente del error padecido. Ello resulta perfectamente coherente con el momento en el que empieza a computarse el plazo para ejercer la acción de nulidad y al que nos hemos referido con anterioridad.

Por lo tanto, no se reconoce eficacia confirmatoria del contrato viciado de anulabilidad al cumplimiento del contrato en sus propios términos, entendiendo por ello, la percepción de liquidaciones positivas, los pagos de saldos negativos o la petición del rescate de la póliza. Y es que, tal y como señala el Tribunal Supremo "que la recurrente tuviera voluntad cumplidora y, sin perjuicio de ello, una vez agotado el contrato y apercibida del error vicio, ejercitara la acción de nulidad, no puede volverse en su contra para considerar que tales actuaciones tuvieron como finalidad y efecto la confirmación del contrato viciado. Antes al contrario, lo que evidencia es la buena fe contractual de la demandante..." 114.

En consecuencia, es posible formular demanda de anulación del contrato una vez agotado el plazo de duración contractual pactado. Sin embargo, ¿qué ocurre si el inversor

¹¹² España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª). STS nº 769/2014 de 12 de enero. Fundamento de Derecho Octavo.

¹¹³ En este sentido, se puede observar la STS nº 110/2015 de 26 de febrero cuando señala en su Fundamento de Derecho Quinto lo siguiente: "El hecho de que el contrato llevara ejecutándose un año cuando se interpuso la demanda es irrelevante atendida la doctrina que ha quedado expuesta, pues el banco recurrente no alega, ni se recoge en la sentencia recurrida, hecho alguno acaecido durante ese año de ejecución del contrato que hubiera podido tener efectos enervantes del error padecido en el momento de la contratación sobre un elemento esencial del mismo como es el verdadero riesgo asumido".

¹¹⁴ España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª). STS nº 691/2016 de 23 de noviembre. Fundamento de Derecho Tercero.



ha firmado una cláusula de renuncia al ejercicio de la acción de nulidad por error vicio? ¿se produce con ello la confirmación del contrato viciado de anulabilidad? El Alto Tribunal ha tenido la oportunidad de enfrentarse a esta cuestión en una sentencia relativamente reciente. En concreto, el documento firmado por el cliente rezaba de la siguiente manera (resaltado nuestro):

"Que yo, en lugar y fecha de encabezamiento, doña [...], en virtud de la presente quiero manifestar que formalicé en fecha [...] un contrato de cobertura de tipos de interés con el Banco [...] con las siguientes características: ...

Que recientemente ha manifestado desavenencias sobre la interpretación del contrato ante Caja [...].

Que a fecha de la presente y tras conversaciones con la entidad de referencia declaro que me han sido aclarados todos los puntos del mencionado contrato, así como su funcionamiento y comprendo que existe la posibilidad de que se generen liquidaciones negativas para el supuesto de que el tipo de interés a recibir por mi parte en la fecha de revisión sea inferior al tipo de interés a pagar por mi parte.

Que declaro en virtud del presente documento, que no tengo nada que reclamar a Caja [...] ni a Banco [...] en virtud de dicho contrato, el cual sigue plenamente vigente" 115.

Esta cláusula no permite apreciar la confirmación del contrato viciado de anulabilidad ya que, en primer lugar, se trata de un documento pre-redactado por la entidad bancaria y, en segundo lugar, la renuncia no es clara, contundente e inequívoca. En efecto, tras una lectura del documento, se puede observar como la determinación del riesgo no resulta aclarado. Por lo tanto, no parece posible que el inversor sin comprender con exactitud la contratación realizada, haya realizado una renuncia de derechos.

3.3.2.5. Elevada calificación crediticia

Otra de las alegaciones de las entidades financieras ha sido la elevada calificación crediticia que las compañías de rating otorgaban a las entidades emisoras de bonos. Una de las sentencias que resuelve esta cuestión es la STS 460/2014 de 10 de septiembre. En concreto, señala la sentencia (resaltado nuestro):

"En cuanto a la alta calificación que las empresas de "rating" otorgaban a los productos de Lehman Brothers y del banco islandés Kaupfthing, ya afirmamos en nuestra sentencia de pleno num. 240/2013, de 17 de abril, que « a esta Sala no le corresponde pronunciarse sobre las autoridades

¹¹⁵ España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª). STS nº 57/2016 de 12 de febrero. Fundamento de Derecho Primero.



supervisoras y las agencias de calificación [...] pero sí sobre la responsabilidad de la hoy recurrente frente al demandante por haber mantenido una inversión contraria a su perfil conservador, plasmado en el contrato, y sin facilitarle la más mínima información sobre el riesgo del fondo en cuestión como le exigían todas las normas citadas en la sentencia recurrida..." 116.

En la citada sentencia, el Alto Tribunal manifiesta la irrelevancia de que el instrumento fuese atractivo a la vista de la solvencia de sus emisores puesto que lo verdaderamente relevante es que la entidad informe de todos los escenarios posibles de la inversión.

3.4. VALORACIONES CRÍTICAS Y CONCLUSIONES PARCIALES

La conclusión fundamental que se extrae del cuerpo jurisprudencial analizado es que las entidades financieras, en la mayoría de los casos, no cumplieron con las obligaciones que imponía la normativa. Se produjo un déficit de información que dio lugar a que los inversores, bajo la creencia de estar contratando un producto seguro, no conocieran sus verdaderas características y riesgos, viéndose sorprendidos, *a posteriori*, por las importantes pérdidas sufridas.

De forma reiterada, el Tribunal Supremo ha hecho referencia a la obligación que tienen las entidades de cumplir con un alto estándar de diligencia. Para ello, tienen la obligación de recabar información sobre el cliente y una vez seleccionado el producto, informar debidamente de sus características. Precisamente, el incumplimiento de estas obligaciones ha llevado al Alto Tribunal, en la mayoría de las ocasiones, a presumir el error como vicio del consentimiento, sin que las entidades fueran capaces de demostrar la formación y experiencia inversora del cliente, la caducidad de la acción o la falta de legitimación pasiva, entre otros argumentos.

Por desgracia, lo anterior no sólo evidencia la mala praxis que ha existido en los últimos años, sino también un verdadero problema con los reguladores que permitieron que productos financieros complejos fueran comercializados entre inversores conservadores y que la información fuera poco rigurosa.

No obstante, el Tribunal Supremo ha podido fijar doctrina y resolver cuestiones jurídicas que se discutían en los Juzgados de Primera Instancia y en las Audiencias Provinciales. Una de ellas ha sido, sin lugar a dudas, la apreciación del error como vicio del consentimiento por el incumplimiento de los deberes de información.

Desde mi punto de vista, el Tribunal Supremo resuelve con gran acierto esta cuestión. Son las obligaciones de información y evaluación las que tienen como objetivo asegurarse de que el inversor conoce las características del producto y sus riesgos. Por lo

La doctrina judicial sobre la comercialización de productos financieros complejos

¹¹⁶ España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª). STS nº 460/2014 de 10 de septiembre. Fundamento de Derecho Tercero.



tanto, esta información es clave para la formación del consentimiento. De ahí que su ausencia deba llevar a presumir el error vicio y, por tanto, una creencia inexacta sobre las características del producto. Máxime cuando, con un alto grado de probabilidad, la decisión de la entidad de no proporcionar la información adecuada puede traer causa de su decisión de evitar que el cliente llegue a conocer los riesgos inherentes al producto y, por tanto, tenga pleno y cabal conocimiento de sus características. Desgraciadamente, las entidades, en muchas situaciones, han preferido omitir información para cumplir con sus objetivos comerciales. Todo ello, en detrimento del interés del cliente y del cumplimiento de sus obligaciones legales.

En cualquier caso, al existir la posibilidad de prueba en contra de la presunción, las entidades bancarias se han esforzado por demostrar que, a pesar de no haber ofrecido la información adecuada, el inversor tenía los conocimientos y experiencia suficientes para conocer el producto. Es cierto que la experiencia del inversor puede plantear más dificultades a la hora de que el Tribunal Supremo aprecie el error como vicio del consentimiento. Sin embargo, debemos tener en cuenta que, en contra de la tesis defendida por las entidades bancarias, el hecho de que el inversor haya contratado con anterioridad productos financieros similares o incluso de la misma clase, no significa automáticamente que el inversor sea un experto o que su conocimiento no estuviera viciado ya que puede ocurrir que, en ese momento, tampoco se le hubiera informado debidamente.

Además, la experiencia inversora no debe nunca justificar la ausencia de las obligaciones de información por parte de la entidad. De la misma forma que no parece lógico que la experiencia del inversor impidiera *per si* la declaración de anulabilidad del contrato. Se trata de una cuestión que, indudablemente, deberá analizarse caso por caso ya que, de lo contrario, se estaría cometiendo el error de ignorar las circunstancias personales de cada inversor y las características de la operación.

CAPÍTULO 4. CONCLUSIONES FINALES Y FORMULACIÓN DE PROPUESTAS DE MEJORA DEL RÉGIMEN VIGENTE

A lo largo de este trabajo, hemos podido observar como las entidades financieras han comercializado productos de elevada complejidad entre la clientela minorista, sin advertirles de que se trataba de un producto complejo que podía ocasionarles numerosas pérdidas. Los inversores, en base a la relación de confianza con sus entidades, creían estar invirtiendo en productos totalmente seguros. Nada más lejos de la realidad. Muchos de ellos perdieron sus ahorros y, en consecuencia, las entidades financieras su reputación. La propia Exposición de Motivos de la Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión ha puesto de manifiesto esta innegable realidad:

"Los inversores minoristas han perdido dinero a raíz de inversiones cuyos riesgos no eran transparentes o no habían entendido. Además, los productos de inversión minorista, entre ellos los productos estructurados minoristas o los



contratos de seguro con fines de inversión, se han vendido y se siguen vendiendo con frecuencia a los inversores minoristas como sustitutivos de productos simples, tales como cuentas de ahorro, aunque estos inversores no necesariamente entiendan las diferencias. Ello se inscribe en un contexto de absoluta pérdida de confianza de los inversores".

Sin lugar a dudas, las entidades, a través de su amplia red de oficinas, actuaron de forma totalmente oportunista. En su propio interés comercializaron productos que no resultaban adecuados para la mayoría de los clientes que finalmente los adquirieron. Y es que las entidades, en muchas ocasiones, han asesorado a su clientela, pero sin ajustarse a las exigencias del servicio de asesoramiento en materia de inversión que obliga no sólo a comprobar los conocimientos y experiencia del inversor, sino también sus objetivos y situación financiera. De hecho, así lo ha reconocido la CNMV al señalar que es una práctica frecuente por parte de las entidades realizar recomendaciones personalizadas sin ajustarse al marco legal previsto para las relaciones de asesoramiento¹¹⁷.

Por tanto, la banca se ha presentado ante el cliente como un asesor con el objetivo de ganar su confianza. El argumento de que los inversores minoristas deberían haber desconfiado por las altas rentabilidades que la entidad prometía no me parece admisible. Es lógico que el inversor quiera obtener la máxima rentabilidad, al igual que es racional que el inversor confíe en aquel que le asesora. Nadie cuestionaría que un paciente desconfiara de su médico. No resultaría razonable.

En cualquier caso, no nos debemos olvidar del papel del Banco de España y la CNMV en este asunto. Titulares de prensa como: "los preferentistas piden que el Banco de España y la CNMV les indemnicen" o "el Defensor del Pueblo denuncia la falta de efectividad del Banco de España y la CNMV para sancionar a los bancos" ponen en evidencia la falta de actuación de los supervisores ante la mala praxis de las entidades financieras. En efecto, el Banco de España y la CNMV eran conscientes del descuido de las entidades en el cumplimiento de las normas de conducta y, sin embargo, no hicieron todo lo posible para evitarlo.

Es cierto que se publicaron diversas Guías de advertencias y muchas entidades fueron objeto de expedientes sancionadores, pero su actuación resultó ser, finalmente, ineficaz. El contenido de las Guías en algunas ocasiones no resulta fácilmente comprensible y su publicidad es limitada. Además, muchos inversores ni siquiera conocen de la existencia de estas publicaciones. En definitiva, coincido con Zunzunegui (2013) cuando señala que se ha producido "una omisión en el ejercicio de las potestades de control preventivo por parte de los supervisores financieros y un fallo del sistema de vigilancia" 118.

¹¹⁷ La Comunicación de CNMV de 7 de mayo de 2009 relativa a las condiciones de comercialización de instrumentos financieros del mercado de valores señala lo siguiente: "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."

¹¹⁸ Zunzunegui, F. (2013) Informe sobre comercialización de participaciones preferentes entre clientela minorista, 8-9.



La autoridad de los mercados financieros en el Reino Unido (FSA) propuso en el año 2011 la posibilidad de prohibir la venta de determinados productos a determinadas clases de inversores. En España, algunas voces han puesto de manifiesto la conveniencia de que el supervisor hubiese prohibido la comercialización de las participaciones preferentes entre la clientela minorista. De hecho, el Partido Socialista propuso añadir a la LMV una Disposición Final Quinta que declarara lo siguiente: "queda prohibida la comercialización por cualquier entidad de participaciones preferentes entre la clientela minorista" 119.

Sin embargo, desde mi punto de vista, se hubiese tratado de una medida poco equilibrada ya que existen inversores minoristas que sí tienen los conocimientos y experiencia necesarios para poder comprender la naturaleza y riesgos del producto, por lo que limitar su independencia en la toma de decisiones me hubiera parecido excesivo. Lo razonable hubiera sido que los supervisores hubieran tenido un mayor control sobre su comercialización, evitando así su colocación indiscriminada. O mejor aún, la creación de una autoridad que se encargase única y exclusivamente de la protección del consumidor financiero, al estilo de la Consumer Financial Protection Bureau (CFPB) creada en Estados Unidos a raíz de la crisis financiera¹²⁰.

En España, resultaría tremendamente útil la instauración de un organismo independiente que supervisara el cumplimiento de la normativa de protección del consumidor y tuviera capacidad sancionadora e incluso, reguladora. En definitiva, un organismo especializado en la protección del consumidor financiero que evitara la comercialización inadecuada de los instrumentos financieros y corrigiera las prácticas de las entidades cuando éstas no cumplieran con la normativa.

Asimismo, se ha demostrado que la obligación de realizar el test de conveniencia y el test de idoneidad no siempre ha resultado una medida efectiva para la protección de los inversores. En muchas ocasiones, las entidades no han querido conocer el perfil del cliente para precisamente no advertirles de que el producto que se les trataba de comercializar no era adecuado. Por esta razón, me parece de lo más interesante la propuesta realizada por Gomá Lanzón de instaurar un registro de autolimitación de riesgo en la contratación financiera. Con esta propuesta, el cliente ya no quedaría únicamente a expensas de lo que la entidad pudiera considerar más conveniente para él, sino sería él mismo el que pudiese definir su propio perfil y "autoexcluirse en bloque, y para todo el sistema financiero, de contratar productos que sobrepasen ciertas líneas rojas que él mismo define" 121. De modo que, cuando un cliente acuda a su sucursal, la entidad tenga

La doctrina judicial sobre la comercialización de productos financieros complejos

¹¹⁹ España. Proposición de Ley sobre las operaciones de canje de las participaciones preferentes presentada por el Grupo Parlamentario Socialista. *Boletín Oficial de las Cortes Generales*, 8 de junio de 2012.

¹²⁰ Cuena Casas, M. (2017) El "consumidor financiero" necesita una autoridad pública que le proteja. En el Blog *Hay Derecho*. Disponible en: https://hayderecho.com/2017/01/16/el-consumidor-financiero-necesita-una-autoridad-publica-que-le-proteja/

¹²¹ Gomá Lanzón, F. (2012). Una propuesta sencilla contra los productos financieros tóxicos: un registro de autolimitación de riesgo. En el Blog *Hay Derecho*. Disponible: https://hayderecho.com/2012/10/30/una-propuesta-sencilla-contra-los-productos-financieros-toxicos-un-registro-de-autolimitacion-de-riesgo/



la obligación de consultar el registro para determinar qué productos puede ofrecerle y cuáles no.

En mi opinión, se trata de una medida altamente eficaz que no sólo ayudaría a nuestros supervisores a determinar si la entidad ha sobrepasado o no el límite impuesto por el inversor, sino también a nuestros jueces y tribunales que podrían resolver con mayor facilidad este tipo de asuntos. Naturalmente, se trata de una propuesta que, en cualquier caso, requiere de un análisis detallado y profundo para su incorporación a nuestro ordenamiento jurídico.

Por otro lado, me gustaría reiterar la idea expuesta en el capítulo 1 de fomentar la cultura financiera de nuestros ciudadanos como forma para prevenir situaciones que se han producido en estos últimos años. Convenios de colaboración con el Ministerio de Educación, Cultura y Deporte, así como fichas impresas sobre "Consejos básicos de economía familiar" son actividades que el Banco de España junto con la CNMV han realizado recientemente. Sin embargo, deberíamos plantearnos también la formación de nuestros jueces y tribunales que son los que, en definitiva, resuelven los conflictos cuando ya se han producido. La complejidad de los productos financieros a los que se enfrentan nuestros juzgadores requiere de unos conocimientos específicos de los que, naturalmente, carecen. Conscientes de esta realidad, los jueces han reclamado la necesidad de contar con un cuerpo especializado de peritos financieros. Sin embargo, desde mi punto de vista, se deberían crear juzgados especializados que resolvieran este tipo de asuntos. Es decir, jueces que tuvieran los conocimientos técnicos necesarios para poder enfrentarse a esta realidad con convencimiento y firmeza.

En cualquier caso, no podemos ignorar que con MiFID II se da un paso más hacia la protección del consumidor. La normativa exige que los asesores tengan una cualificación y experiencia mínima y se potencia el asesoramiento en materia de inversión, lo que implica que la entidad tenga que conocer con mayor detalle el perfil de su cliente. Además, se incrementa la capacidad sancionadora de la CNMV, criticada en algunas ocasiones por su falta de capacidad intimidatoria. Sin embargo, es evidente que todavía queda mucho por hacer. Se debe abordar un cambio definitivo en el modelo de protección del consumidor financiero que impida que se vuelvan a repetir los escándalos que en estos últimos años se han ido sucediendo. En definitiva, se necesitan herramientas que logren la protección definitiva de los inversores. Sólo así los ciudadanos volveremos a confiar en el sistema financiero.



ÍNDICES

A) ÍNDICE LEGISLATIVO

España. Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de mercado de valores. *Boletín Oficial del Estado*, 30 de diciembre de 2017.

Unión Europea. Directiva Delegada (UE) 2017/593 de la Comisión de 7 de abril de 2016 por la que se complementa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que respecta a la salvaguarda de los instrumentos financieros y los fondos pertenecientes a los clientes, las obligaciones en materia de gobernanza de productos y las normas aplicables a la entrega o percepción de honorarios, comisiones u otros beneficios monetarios o no monetarios. *Diario Oficial de la Unión Europea*, 31 de marzo de 2017.

España. Orden 2316/2015, de 4 de noviembre, relativa a las obligaciones de información y clasificación de productos financieros. *Boletín Oficial del Estado*, 5 de noviembre de 2015.

España. Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores. *Boletín Oficial del Estado*, 24 de octubre de 2015.

Unión Europea. Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE. *Diario Oficial de la Unión Europea*, 12 de junio de 2014.

Unión Europea. Reglamento (UE) n ° 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) n ° 648/2012. *Diario Oficial de la Unión Europea*, 12 de junio de 2014.

España. Circular 3/2013, de 12 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre el desarrollo de determinadas obligaciones de información a los clientes a los que se les prestan servicios de inversión, en relación con la evaluación de la conveniencia e idoneidad de los instrumentos financieros. *Boletín Oficial del Estado*, 19 de junio de 2013.

España. Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión. *Boletín Oficial del Estado*, 16 de febrero de 2008.



España. Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. *Boletín Oficial del Estado*, 20 de diciembre de 2007.

Unión Europea. Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo. *Diario Oficial de la Unión Europea*, 30 de abril de 2004.

España. Ley 19/2003, de 4 julio, sobre régimen jurídico de los movimientos de capital y las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales. *Boletín Oficial del Estado*, 5 de julio de 2003.

España. Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero. *Boletín Oficial del Estado*, 23 de noviembre de 2002.

Unión Europea. Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables. *Diario Oficial de la Unión Europea*, 11 de junio de 1993.

España. Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. *Boletín Oficial del Estado*, 29 de julio 1989.

B) ÍNDICE DE SENTENCIAS

España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª). Sentencia nº 491/2017 de 13 de septiembre.

España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª). Sentencia nº 197/2017 de 23 de marzo.

España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª). Sentencia nº 32/2017 de 19 de enero.

España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª). Sentencia nº 12/2017 de 13 de enero.

España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª). Sentencia nº 691/2016 de 23 de noviembre.

España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª). Sentencia nº 102/2016 de 25 de febrero.



España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª). Sentencia nº 57/2016 de 12 de febrero.

España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª). Sentencia nº 26/2016 de 4 de febrero.

España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª). Sentencia nº 633/2015 de 13 de noviembre.

España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª). Sentencia nº 398/2015 de 10 de julio.

España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª). Sentencia nº 397/2015 de 13 de julio.

España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª). Sentencia nº 110/2015 de 26 de febrero.

España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª). Sentencia nº 769/2014 de 12 de enero.

España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª). Sentencia nº 754/2014 de 30 de diciembre.

España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª). Sentencia nº 716/2014 de 15 de diciembre.

España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª). Sentencia nº 460/2014 de 10 de septiembre.

España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª). Sentencia nº 458/2014 de 8 de septiembre.

España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª). Sentencia nº 366/2014 de 26 de junio.

España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª). Sentencia nº 840/2013 de 20 de enero.

España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª). Sentencia nº 244/2013 de 18 de abril.



C) ÍNDICE BIBLIOGRÁFICO

Aguilar Alonso, I (2014) La Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID II). Foro de Actualidad Uría Menéndez.

Banco de España y CNMV (2013) Plan de Educación Financiera 2013-2017.

Baz Barrios, S. (2013) La problemática de los *swaps* o contratos de permuta financiera. *Revista CESCO del Derecho del Consumo*.

Belando Garín, B. (2004) *La protección pública del inversor en el Mercado de Valores*. Madrid: Thomson Civitas.

Blanco Saralegui, J.M., Blázquez Martín, R., Fuentes Devesa, R., Gento Castro, Z., Giménez Ramón, R., Lefort Ruiz de Aguiar, N., Seller Roca de Togores, L., y Shaw Morcillo, L. (2017). *Contratos Bancarios Litigiosos. Análisis de la Jurisprudencia*. Francis Lefebvre.

Carrascosa Morales, A., y Guisasola Marrodan, B. (2008) Cuestiones prácticas en la aplicación de la MiFID, *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos* (2008).

Cazorla, L. (2015) Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores en el BOE. *El Blog de Luis Cazorla*.

Cazorla, L. (2014) La refundición de la Ley del Mercado de Valores. *El Blog de Luis Cazorla*.

CNMV (2018) Comunicado sobre la aplicación de MiFID II.

CNMV (2012) Atención de reclamaciones y consultas de los inversores. Memoria 2012.

CNMV (2010) Guía de actuación para el análisis de la conveniencia y la idoneidad.

CNMV (2010) Guía sobre la prestación del servicio de asesoramiento en materia de inversión.

Cuena Casas, M. (2017) El "consumidor financiero" necesita una autoridad pública que le proteja. En el Blog *Hay Derecho*.

Díaz Ruiz, E., y Ruiz Bachs, S. (2008) Transposición de MiFID en España. *Guía Uría Menéndez*.

Fernández, P. (2016) Algunos *swaps* de tipo de interés. *Revista 6/2016 de IESE Business School – Universidad de Navarra*.



García Angulo, B. (2012) Nulidad de los contratos swaps en la Jurisprudencia. Eola Ediciones.

Giménez Zuriaga, I. (2009) Reflexiones sobre el alcance de la mejor ejecución de órdenes bajo la Directiva Europea MiFID. El observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos (2009).

Gomá Lanzón, F. (2012). Una propuesta sencilla contra los productos financieros tóxicos: un registro de autolimitación de riesgo. En el Blog *Hay Derecho*.

Guillén, P., y López Alonso, L. (2017). Evolución legal en los deberes de conducta y de información en materia de contratación de productos de inversión. *Actualidad Civil: Wolters Kluwer*.

Hernández Aler, G., y Nardis Creus, A. (2008) Claves para entender qué es y en qué consiste esta función a la luz de la nueva regulación. El asesor como servicio de inversión.

Hoyo Aparicio, A. (2007) La Bolsa en los años de la transición política, 1975-1988. Economía y mercado de valores en la España contemporánea. La evolución de la Bolsa antes del big bang español, 1831-1988.

López Jiménez, J.M. (2012) Swaps: entre la cobertura de riesgos y la especulación. *Revista Sepin*.

Reinoso Díez, B. (2014) Causas y consecuencias de la comercialización de participaciones preferentes por las entidades financieras españolas. Trabajo Fin de Máster. ICADE.

Rodríguez Fernández de Castro, P. (2012) La reforma de la MiFID: protección del inversor, *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros* (2012).

Valpuesta Gastaminza, E. (2016) Incumplimiento de la normativa comunitaria MIFID en cuanto a los deberes de información y evaluación del cliente: consecuencias en el ámbito contractual según la jurisprudencia española. *Cuadernos de Derecho Transnacional*, 8 (1).

Vega Arjona, P. (2010) El futuro del asesoramiento financiero en España.

Zunzunegui, F. (2013) Informe sobre comercialización de participaciones preferentes entre clientela minorista.

Zunzunegui Pastor, F. (2006) El consentimiento informado como objetivo de la protección del inversor. Revista de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales.



D) ÍNDICE DE GRÁFICOS Y TABLAS

Página nº 26: Gráfico nº 1. Prestación de servicios de inversión sobre productos MiFID.

Página nº 28: Gráfico nº 2. "Semáforo del riesgo" y figura numérica.

Página nº 34: Gráfico nº 3. Crédito de la empresa X con el banco Y en el año 2008.

Página nº 34: Gráfico nº 4. Swap de la empresa X con el banco Y en el año 2008.

Página nº 39: Gráfico nº 5. Evolución del número de reclamaciones sobre participaciones preferentes ante la CNMV.

Página nº 40: Gráfico nº 6. Evolución del euríbor entre los años 2003 y 2013.

Página nº 41: Gráfico nº 7. Evolución del número de reclamaciones sobre permutas financieras ante la CNMV.

Páginas nº 19 y 20: Tabla nº 1. Listado no exhaustivo de instrumentos financieros complejos y no complejos.