

4. DERECHO BANCARIO

Permuta financiera vinculada a préstamo hipotecario: ocultación de riesgos, frustración de expectativas y pérdidas patrimoniales asociadas a la contratación

Swap linked to mortgage loan: risk hiding, expectations frustration and wealth losses related to contract process

por

ANA MARÍA PÉREZ VALLEJO

*Profesora Titular de Derecho civil
Universidad de Almería*

RESUMEN: La mala praxis bancaria en la comercialización y asesoramiento de los *swaps* de tipo de interés, han revelado serios déficits informativos en la contratación de este producto financiero complejo. Principalmente visible en la ocultación de los riesgos económicos y consiguientes pérdidas patrimoniales asociadas a la operación, que han afectado a la economía de muchas familias y la viabilidad económica de empresas. ¿Podrá evitarse esta y otras situaciones similares ante la inminente transposición de la nueva normativa europea? Nuestro estudio quiere mostrar una visión retrospectiva de la doctrina jurisprudencial que ha sacado a la luz, no tanto lagunas legales, sino más bien, conductas de abuso de mercado, pasividad de los supervisores y falta de ética o deslealtad en el comportamiento precontractual, contractual y post-contractual. Por lo que en el contexto actual, se impone realizar una labor prospectiva con anotaciones concretas que ahora la MiFID II y el MIFIR pretende corregir, a través de la transparencia, mejorar la conducta en el mercado, identificar con claridad los clientes, extremar los deberes de información y promover la educación financiera.

ABSTRACT: *Bad practices financial entities in the commercialization and advising of interest rate swaps has revealed serious information deficits in the contracting of this complex financial product. Mainly visible in the concealment of the economic risks and consequent patrimonial losses associated with the operation, which have affected the economy of many families and the economic viability of companies. Can this and other similar situations be avoided in view of the imminent transposition of the new European regulations? Our study wants to show a retrospective view of the jurisprudential doctrine that has brought to light, not so much legal lapses, but rather, market abuse behaviors, passivity of the supervisors and lack of ethics or disloyalty in the pre-contractual, contractual and post-contractual. So in the current context, it is necessary to carry out a prospective work with specific annotations that now the MiFID II and the MIFIR intends to correct, through transparency, to*

improve the conduct in the market, to clearly identify the clients, to maximize the duties of information and promote financial education

PALABRAS CLAVE: *Swaps* de tipo de interés. Mala praxis bancaria. MiFID II.

KEY WORD: *Interest Rate Swap (IRS). Bad practices financial. MiFID II.*

SUMARIO: I. PRELIMINAR.—II. SWAPS DE TIPOS DE INTERÉS (IRS: INTEREST RATE SWAP): 1. SWAP: UN PRODUCTO FINANCIERO COMPLEJO DIFÍCIL DE ENTENDER. 2. FIGURA CONTRACTUAL ATÍPICA *SUI GENERIS* Y FUNCIONAMIENTO FINANCIERO DEL SWAP. 3. CONFLICTO DE INTERÉS: LA ENTIDAD OBTIENE BENEFICIOS SI EL CLIENTE SUFRE PÉRDIDAS.—III. CONTROVERSIAS SOBRE EL DEBER DE INFORMACIÓN: 1. OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN Y NORMAS DE CONDUCTA DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS EN LOS CONTRATOS SWAPS. 2. EXCEPCIÓN DE DETERMINADAS OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN (EX ART. 79 QUÁTER LMV).—IV. PERFIL DEL CLIENTE SWAP Y CONTROVERSIAS SOBRE LA EXPERIENCIA INVERSORA: 1. DE INVERSORES CUALIFICADOS A CLIENTES MINORISTAS Y PYMES. 2. TIPO DE SERVICIO DE INVERSIÓN VINCULA A LAS PARTES ¿SERVICIO DE ASESORAMIENTO O SIMPLE COMERCIALIZACIÓN DE LOS SWAPS? 3. ¿QUÉ TIPO DE CLIENTE SWAPS DEMANDA PROTECCIÓN ANTE LOS TRIBUNALES? ALGUNAS CONTROVERSIAS SOBRE LA «EXPERIENCIA INVERSORA». 4. *EXCURSUS* SOBRE LOS REMEDIOS POSIBLES.—V. CONCLUSIONES REFLEXIVAS.—VI. BIBLIOGRAFÍA.—VII. OTRAS FUENTES CONSULTADAS.—VIII. JURISPRUDENCIA.

I. PRELIMINAR

La contratación en el mercado financiero es compleja, con un alto nivel técnico, lo que requiere para su comprensión conocimientos específicos en finanzas, muy superiores a los que posee la clientela bancaria¹. Y es que, los contratos financieros, tienen un régimen legal y reglamentario de naturaleza mixta, jurídico-privada (contabilidad, publicidad, información obligatoria y contratación) y jurídico-pública (régimen reforzado de sanciones administrativa². En este tipo de contratos sobre productos financieros complejos y de riesgo, la normativa sectorial y la reguladora del mercado de valores, igualmente confusa y complicada³, responde a una doble finalidad; de una parte, garantizar la transparencia de las operaciones frente a los clientes e inversores; y de otra, la represión de los desequilibrios en su contratación. Lo que implica que el cliente o inversor ha de ser informado con rigor para protegerle a ultranza frente al «oscuro mercado financiero»⁴. Sin embargo, la perspectiva de la distancia permite afirmar que la amplia normativa pre-MiFID, y post-MiFID ha fracasado respecto a los objetivos pretendidos, sobre todo en lo referente a la protección del cliente minorista. Las irregularidades producidas en la comercialización masiva de productos financieros complejos, han revelado una palpable asimetría y déficit en la información precontractual. Circunstancias que se han hecho particularmente visibles en el caso de los *swaps* de tipo de interés ¿Podrá evitarse esta y otras situaciones similares ante la inminente transposición de la nueva normativa europea? Nuestro estudio hará un recorrido por la reciente doctrina jurisprudencial que ha evidenciado, no solo la asimétrica información precontractual, sino

también la consciente ocultación de riesgos en el momento de su contratación. Por lo que en el contexto actual, se impone realizar una labor prospectiva para realizar anotaciones concretas que ahora, el Anteproyecto de Ley del Mercado de Valores y de los Instrumentos Financieros (2017)⁵, en adaptación de la Directiva 2014/65/UE (MiFID II) y el Reglamento que la acompaña Reglamento (UE) núm. 600/2014 (MIFIR) pretende corregir⁶. Repárese en que los Estados miembros tenían de plazo hasta el 3 de julio de 2016 para su trasposición. Pero en virtud de la Directiva (UE) 2016/1034 del Parlamento Europeo y del Consejo de 23 de junio de 2016 por la que se modifica la Directiva 2014/65/UE, queda aplazado el inicio de la aplicación del nuevo marco normativo en su totalidad (también el Reglamento (UE) núm. 600/2014)⁷ hasta 3 de enero de 2018, para que las autoridades nacionales competentes y las partes interesadas puedan completar su implantación operativa (Considerando 11).

II. SWAPS DE TIPOS DE INTERÉS (IRS: INTEREST RATE SWAP)

1. SWAP: UN PRODUCTO FINANCIERO COMPLEJO DIFÍCIL DE ENTENDER

En España no existe una regulación específica, ni definición legal de los contratos de permuta financiera o «*swap*». El *swap* surge tras la Ley 36/2003 de 11 de noviembre de medidas de reforma económica, cuya Exposición de Motivos ya preveía la necesidad de actuar con carácter urgente en el ámbito del mercado hipotecario⁸. El artículo 19.2, bajo la rúbrica «Instrumentos de cobertura de riesgo del tipo de interés de los préstamos hipotecarios», establece que las entidades de crédito ofrecerán a quienes soliciten préstamos hipotecarios a tipo de interés variable al menos un instrumento, producto o sistema de cobertura del riesgo de incremento del tipo de interés. Dicha Ley ya advertía que sus características se harán constar en las ofertas vinculantes y en los demás documentos informativos previstos en las normas de ordenación y disciplina relativas a la transparencia de préstamos hipotecarios, dictadas al amparo de lo previsto en el artículo 48.2 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito». Así, los *swaps* más comunes o *swaps* de tipos de interés (IRS: *Interest Rate Swap*, bono clip, cuota segura, etc.), fueron ofrecidos por las entidades financieras como producto «innovador» de cobertura del tipo de interés; y por tanto, comercializados como un contrato externo a la hipoteca que funcionaba como un «seguro anti subida de tipos»⁹. Sin embargo, ya eran conocidos desde los años 70 y comercializados por las entidades financieras a partir del año 2004 (de forma masiva a partir del periodo 2006-2008) cuando los tipos de interés comenzaron a subir, aunque poco después comenzaría la drástica bajada llegando a mínimos históricos (2009-2010). Dato y fechas relevantes, pues la normativa aplicable a los *swaps* es la Ley del Mercado de Valores en su versión aplicable a cada caso¹⁰. Así, muchos de los *swaps* que han sido objeto de litigio se contrataron bajo la normativa pre-MiFID, otros tras la post-MiFID y en este tramo, a algunos de los *swaps* contratados no les será de aplicación la Orden EHA/2899/2011 de 28 de octubre, que vino a reforzar la transparencia y protección del cliente de servicios bancarios.

Dicho esto, clasificar a los *swaps* como producto complejo o no, resulta relevante para valorar si la conducta de las entidades financieras se ajustó en el momento de la comercialización de estos instrumentos a la normativa financiera aplicable y a la deontología bancaria. Sobre el particular cabe reseñar que la Ley

del Mercado de Valores post-MiFID (Ley 42/2007)¹¹, introdujo la distinción entre instrumentos financieros complejos y no complejos, sin ofrecer un listado cerrado de productos que se integran en cada una de estas categorías. El artículo 79 bis, 8) de la hoy derogada LMV señala las condiciones que debe reunir un instrumento financiero para considerarse no complejo. El nuevo Texto Refundido de la Ley de Mercado de Valores (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)¹², se refiere a los instrumentos financieros no complejos en el artículo 217¹³; precepto que, a su vez, hace un reenvío al artículo 2 apartados 2 a 8, para indicar los que también tienen la consideración de complejos. Dicho reenvío al artículo 2 TRLMV y de conformidad a la Orden ECC/2316/2015, de 4 de noviembre, sobre «Información y clasificación de productos financieros»¹⁴ supone incluir entre los productos financieros complejos a las permutas financieras o *swaps*. Entre otras circunstancias, tal como se ha evidenciado, dadas las pérdidas reales o potenciales para el cliente que excedan del coste de adquisición del instrumento. Cuestión «perversa»¹⁵ para el inversor minorista, pues a diferencia de las participaciones preferentes, el inversor puede perder más dinero que el invertido. De forma paralela, la TRLMV extiende su ámbito objetivo de aplicación a los denominados «instrumentos financieros derivados» y los *swaps* lo son¹⁶.

Su denominación procede del propio precio derivado, a su vez, del valor de otro activo que pueden ser bonos, divisas, riesgo crediticio o tipos de interés a los que se denomina subyacente. Como producto financiero del tipo derivados, los *swaps* son contratos OTC (Over the counter), por lo que no forman parte de los mercados organizados del MEF (Mercado Oficial Español de Futuros y Opciones), pues el Real Decreto 1814/91, de 20 de diciembre, que los regula, no incluye a los *swap*¹⁷. Dentro de los mercados derivados no organizados u OTC se negocian el resto de derivados y la permuta financiera o *swaps*, así como las opciones OTC (caps, floor, collar, etc.). Tampoco está supervisado por la CNMV cuando se negocia particularmente, sin entrar en el mercado de valores. Son las dos partes contratantes (entidad y cliente) quienes fijan en cada caso los términos y condiciones contractuales de las operaciones y al no existir intermediario financiero, las partes han de asumir un importante riesgo de crédito. En la actualidad, el Anteproyecto de Ley del Mercado de Valores y de los Instrumentos Financieros, en adaptación de la Directiva MiFID II establece una nueva categoría de centro de contratación; el denominado «sistema organizado de contratación», cuya finalidad es la de permitir la canalización de operaciones de activos que hoy se hacen «Over the Counter» (sin mercado organizado, únicamente con dos contrapartes que se ponen en contacto y cierran una operación) hacia un mercado organizado, algo que se considera deseable desde el punto de vista de la estabilidad financiera.

Al hilo de estas consideraciones, la Circular de la CNMV sobre advertencias relativas a instrumentos financieros no adecuados para minoristas, en desarrollo de la Orden ECC/2316/2015, relativa a las obligaciones de información y clasificación de productos financieros, recoge una clasificación de los productos que se consideran inadecuados por su elevada complejidad, entre otros, los derivados no cotizados en mercados organizados, para los que las entidades deberán incluir la siguiente advertencia: «Está a punto de adquirir un producto que no es sencillo y que puede ser difícil de entender». Además el cliente deberá firmar el texto anterior y escribir de su puño y letra: «Producto difícil de entender». Circular que está en consonancia con las líneas estratégicas de la CNMV (2017-2018), entre cuyos objetivos está dedicar especial relevancia a los aspectos relacionados con el cumplimiento de las normas más relevantes en materia de conducta y protección

de los inversores. Para lo que prevé incrementar la atención sobre la información que se suministre al inversor minorista y potenciar la educación financiera¹⁸. Lo que ha llevado a la propia CNMV a realizar, por primera vez, un ejercicio de supervisión utilizando la herramienta del «cliente misterioso» o «mystery shopping»¹⁹. Sus resultados hechos públicos en febrero de 2017, han puesto de relieve deficiencias en la información ofrecida verbalmente a los clientes. Entre otras, se apunta que durante la explicación oral de la naturaleza de los instrumentos financieros ofertados, con cierta frecuencia se hace hincapié en las ventajas de los mismos haciendo una insuficiente referencia a sus riesgos. Adicionalmente, en ocasiones cuando el personal comercial anticipó verbalmente al cliente simulado que el producto ofertado podía no resultar conveniente, se minusvaloró este hecho restándole importancia. Nótese que en muchos casos enjuiciados de *swaps* ni siquiera consta el contenido de la información suministrada al cliente de forma verbal con carácter previo a la firma del contrato.

2. FIGURA CONTRACTUAL ATÍPICA *SUI GENERIS* Y FUNCIONAMIENTO FINANCIERO DEL SWAP

El contrato de *swap* es un contrato atípico²⁰, como atípica es su nomenclatura, pero lícito al amparo de la autonomía de la voluntad (arts. 1255 del Código Civil y 50 Código de Comercio); aunque no pierde su condición de producto complejo por estar vinculado a un contrato de préstamo hipotecario. Nótese que a pesar de su complejidad y elevados niveles de riesgo²¹ la comercialización de los *swaps* no está prohibida entre inversores minoristas. Cosa distinta será la información suministrada por la entidad financiera sobre los concretos riesgos asociados a la contratación del *swap* y la advertencia sobre las posibles pérdidas para el cliente, que evidentemente y como se verá, son concurrentes con los beneficios para la Banca. Por este contrato²² las partes formalizan un acuerdo durante un periodo de tiempo establecido, para un intercambio de dinero futuro (permuta de tipo de interés), en base a cobros y pagos pactados; calculados sobre un mismo principal, pero con tipos de referencia distintos (tipo fijo/tipo variable). Su resultado puede ser a pagar o a cobrar en función de que el tipo de interés suba o baje de determinado valor. Así, la finalidad de este producto derivado complejo es proteger a los clientes que suscriban préstamos hipotecarios o préstamos sujetos a interés variable, de las eventuales subidas de los tipos. En esta modalidad de *swaps* de tipos de interés, no hay flujos de pagos en concepto de principal (que es un importe meramente nominal); liquidándose normalmente por diferencias, los saldos respectivos entre las partes contratantes, recurriendo a la compensación. Se trata, en definitiva, de operaciones de cobertura del riesgo de tipo de interés, que permiten a los operadores económicos con endeudamiento a tipos de interés variable protegerse de la fluctuación en los tipos de intereses; convirtiendo deudas con intereses fijos en variables o con intereses variables en fijos o variables con distinta indexación²³.

Lo cierto es que esta figura contractual, ya se asimile a instrumentos financieros como a productos bancarios, dada su difusa delimitación²⁴, tiene una sustantividad contractual propia, que encajaría en la categoría de contrato único o autónomo, con causa propia, pero *sui generis*²⁵. Ya se pacte de manera individual, o bien a través de contratos normalizados o estándar, con las previsiones generales de un CMOF (Contrato Marco de Operaciones Financieras) que suele ser lo habitual. El CMOF es el que regula las condiciones que regirán el contrato de derivados financieros. En tanto que el pliego de cada operación contratada,

recoge las condiciones particulares. Cuando finaliza el contrato marco se produce lo que en la práctica financiera se denomina «netting», que es la liquidación, mediante compensación, de los saldos positivos y negativos resultantes de las diversas operaciones financieras existentes entre las partes. Por lo que son las partes quienes proceden a su liquidación en la fecha de vencimiento.

Y si bien la Directiva 48/2006 denomina «permutas» a los *swaps*, en sentido estricto no lo son atendido el dictado del artículo 1538 del Código Civil a modo de intercambio de cosa por dinero²⁶, sino negocios conmutativos de la clase «*do ut des*». Caracterizado como consensual, bilateral²⁷ y, por tanto, oneroso, es más discutible que sea generador de recíprocas obligaciones²⁸, porque las liquidaciones periódicas que derivan del *swaps* producen obligaciones distintas para las partes, aunque deriven del mismo negocio (contrato único y autónomo). Así, las sucesivas liquidaciones no hacen surgir obligaciones recíprocas, sino la obligación unilateral de pago para una sola de las partes, de tal manera que el Banco contratante realizará el correspondiente cargo o abono en la cuenta de referencia, en función del resultado del riesgo. Es también un contrato sinalagmático, con interdependencia de prestaciones, actuando cada una como causa de la otra; de duración continuada (sucesivas prestaciones que se van materializando a través del tiempo) y en el que concurren las notas del contrato aleatorio²⁹. En nuestra opinión, es indiscutible la aleatoriedad como punto destacable de los *swaps*, ya que el acuerdo de intercambio del pago de intereses se produce jugando con un índice de interés referencial variable, sometido a las fluctuaciones de los mercados financieros. Y a diferencia de los contratos conmutativos, donde cada parte sabe, desde su perfección, el contenido de cada prestación, en el *swap* como contrato aleatorio, las partes quedan expuestas desde su perfección a unos resultados (positivos o negativos). Así, el Banco se asegura el riesgo derivado de una bajada de los tipos de interés, a cambio de la percepción del diferencial del *swap* y, al contrario, el prestatario se asegura el riesgo de una subida de los tipos de interés a cambio de la percepción que habría de recibir del Banco³⁰. No obstante, aunque persiga cierta cobertura, garantía o blindaje en los riesgos financieros, tampoco puede conceptuarse como un contrato de seguro³¹, aunque, como hemos constatado, su finalidad principal, en contrataciones no especulativas, sea la de cubrirse ante los riesgos de los incrementos de los tipos de interés.

La mayoría de las sentencias consultadas recalcan su carácter aleatorio, añadiendo otras que los *swaps* presentan «tintes especulativos» o de pura inversión³²; pero a nuestro juicio en los *swaps* de intereses no hay especulación, pues existe un riesgo que cubrir; si bien a modo de «apuesta»³³ sobre la evolución de los tipos de intereses. Y como en toda apuesta, se puede «ganar o perder»; o puede haber resultados positivos o negativos. Sin embargo, esta apuesta bilateral presenta matices propios, ya que las dos partes quedan obligadas desde que se confirma la operación de *swap*, pero solo una de ellas ejecutará su prestación en cada liquidación periódica según el resultado del cálculo que corresponda a dicha liquidación. Así, puede afirmarse, que el contexto en que se hizo su comercialización, evidencia que esta apuesta bilateral se produce en un «terreno de juego injustificadamente favorable para el banco»; especialmente palpable cuando no se informa al cliente adecuadamente de los riesgos asociados a una «bajada prolongada y abrupta de los tipos de interés» (STS de 19 de diciembre de 2016)³⁴, como de los costes de una posible cancelación, como lo que ha ocurrido en su comercialización.

Como se ha dicho, la mayoría de los *swaps* se basan en el intercambio de los intereses correspondientes a una tasa fija, por los correspondientes a una tasa de interés variable. Por ello, este tipo de *swap* se conoce como *plain vanilla*³⁵, por

ser la versión más simple del derivado. La ventaja para el cliente es que con el *swap* simple se garantiza un interés fijo por el periodo de tiempo pactado con el Banco para cubrirse de posibles subidas del Euribor. Pero su particularidad y principal desventaja es que el cliente no podrá beneficiarse de la bajada de los tipos³⁶, por lo que podía suponerle un coste adicional. Siendo habitual que los *swaps* se complementen incorporando opciones sobre tipos de interés, como tipo de Interés «Collar», con Barrera Knock-Out en el «Cap» y Barrera Knock-in en el «Floor»³⁷. Con el *clip* o *collar de tipo de interés* (especie de *swaps*) se asegura pagar un interés fijo máximo durante un periodo de tiempo («cap» o límite «techo»); y también, el caso contrario, se limita un tipo de interés a la baja («floor» o límite suelo). Se trataría pues de neutralizar, dentro de una horquilla, las subidas o bajadas de los tipos de interés. Así, aunque los préstamos o créditos obtenidos a interés variable sufran alzas espectaculares, sus costes financieros tendrían un tipo máximo (techo o «cap»). Y a la inversa, si bajan considerablemente, un coste mínimo (suelo o «floor»). La entidad financiera compensa o abona la diferencia cuando el Euribor es superior al tipo de referencia pactado, esto es, compensa la subida de la cuota mensual del préstamo hipotecario cuando suben mucho los tipos de interés; pero si el Euribor está por debajo del tipo de referencia pactado, el hipotecado será el que debe compensar la diferencia a la entidad financiera, que habrá que sumar a la cuota de la hipoteca.

La comercialización de *swaps* con este tipo de opciones, con nomenclatura ciertamente «extravagante»³⁸, ya hace presumir que nos encontramos ante un contrato complejo dirigido a personas, físicas o jurídicas, con un alto conocimiento del mercado financiero. Se afirma que las entidades incrementaron «artificialmente» la dificultad de comprensión del producto, como medio de aumentar la asimetría y poder obtener mayores márgenes sin que fueran visibles para el cliente³⁹. Por lo que nunca debieron dirigirse a la clientela no profesional. Sin embargo, consta cómo en ocasiones, la entidad condicionó la concesión del préstamo hipotecario a la suscripción del *swap*, facilitando información no veraz. Pues como se ha visto, el riesgo no era la subida, sino la bajada; y el coste, desproporcionadamente superior al que suponía el interés variable aplicado a la hipoteca. Al respecto el Defensor del Pueblo (2012) ya apuntó que en todo caso, hubiese sido menos gravoso para los reclamantes haber contratado un préstamo con un tipo de interés fijo»⁴⁰.

3. CONFLICTO DE INTERÉS: LA ENTIDAD OBTIENE BENEFICIOS SI EL CLIENTE SUFRE PÉRDIDAS

Se afirma con razón que cualquier práctica comercial está guiada por el principio de diligencia y por las exigencias de la buena fe, evitando conflictos de intereses y reflejando el propósito comercial de esa práctica.⁴¹ Pero hoy sabemos que la comercialización masiva de los *swaps* ha generado un fuerte desequilibrio financiero en contra de la clientela y graves consecuencias patrimoniales asociadas a la operación. Situación que se vio materializada con la quiebra de Lehman Brothers, cuando se empiezan a recibir las primeras liquidaciones negativas y se toma conciencia del riesgo asociado al *swap* contratado. La creencia (errónea) de que lo que contrataban eran una especie de seguro frente a las posibles subidas del tipo de interés (seguro de cobertura, bono clip, etc.), el desconocimiento de su verdadero funcionamiento, así como el elevado coste de una eventual cancelación en un periodo de bajada de intereses, ha generado importantes pérdidas de capital a clientes no profesionales y pymes.

El desconocimiento del cliente alcanza a que contratar este tipo de instrumentos financieros sofisticados solamente le será rentable si el Euribor está en mínimos y su previsión es que va a subir. *Sensu* contrario, para el banco, el contrato de *swap* le será beneficioso, si su pronóstico acerca de la evolución de la variable económica utilizada como referencia es acertado y el cliente sufre con ello una pérdida. Por lo que la empresa de servicios de inversión se encuentra en conflicto de intereses, «en la medida en que pueda existir un eventual beneficio de la entidad de inversión, ligado a la pérdida concomitante para el cliente»⁴². Repárese que al objeto de identificar los conflictos de interés, deberán tenerse en cuenta, si la entidad que presta el servicio de inversión se encuentra en alguna de las situaciones descritas en el artículo 44 R/D 217/2008, de 15 de febrero; precepto que señala entre otras: a) cuando la entidad o la persona en cuestión puede obtener un beneficio financiero, o evitar una pérdida financiera, a costa del cliente; b) o cuando tiene un interés en el resultado del servicio prestado o de la operación efectuada por cuenta del cliente, distinto del interés del propio cliente en ese resultado. En esta línea el artículo 195 del TRLMV bajo la rúbrica «Conflictos de interés», incide en que las entidades financieras tienen la obligación de adoptar medidas para detectar los posibles conflictos de interés entre sus clientes y la propia empresa o grupo. Además, deben aprobar una política de gestión que sea eficaz, destinada a impedir que los conflictos de interés puedan perjudicar los intereses de sus clientes. Por lo tanto, conforme a la normativa, las entidades financieras deben comunicar y advertirle al cliente, el riesgo de conflictos de interés existente en la operación objeto de suscripción, debiendo, además, gestionarlos de tal manera que, en ningún caso, les perjudiquen. Resulta clarividente la presencia de conflicto de interés en la comercialización de la mayoría de los *swaps* que han sido objeto de litigio, pues como ha reiterado el Tribunal Supremo⁴³, en este tipo de contratos complejos los beneficios de una parte constituyen el reflejo inverso de las pérdidas de la otra parte. El *swap* es un «juego de suma cero»⁴⁴ en donde la entidad solo podrá obtener beneficios si el cliente sufre pérdidas. De ahí la mala praxis de las entidades financieras, que una vez más utilizan su posición privilegiada en provecho propio.

Sin embargo, es razonable admitir que la contratación del producto financiero resultó atractiva para el cliente en un momento en que los tipos de interés evolucionaban al alza. Numerosas hipotecas con *swaps* se comercializaron entre 2007 y 2008, cuando los tipos estaban en máximos históricos, hasta el punto de que en octubre de 2008 se llegó al 5,3%. Pero ciertamente, el Banco era conocedor de la situación de los mercados y todos los indicadores apuntaban a una caída generalizada de los tipos de interés, como poco después aconteció; en cuyo caso, el producto financiero era totalmente desaconsejable. A modo de recordatorio, basta indicar que en el verano de 2007 se había producido en Estados Unidos la crisis de las hipotecas *subprime*, que pronto se extendería a todo el sistema financiero internacional. El 15 de septiembre de 2008 Lehman Brothers se declaró insolvente y desencadenó una seria crisis económica financiera, que aún tiene consecuencias en todo el mundo⁴⁵. Se rozó el colapso de los mercados financieros, y en 2010, la irrupción de la crisis de deuda en la zona euro, con el rescate a Grecia, puso en el foco al sistema financiero europeo, lo que hacía previsible que el Banco Central Europeo bajase los tipos de interés, provocando la bajada del Euribor; así ocurrió, hasta tal punto que en los años 2009 y 2010 el Euribor había alcanzado mínimos históricos. En España esta circunstancia se vio asociada al estallido de la «burbuja inmobiliaria», en un momento de seria iliquidez del mercado y con cuatro millones de personas en el paro.

Ante este panorama, era evidente que la contratación del *swaps* no respondía a las expectativas del cliente no profesional; y aún así, las entidades financieras recomiendan masivamente la suscripción del *swap* asociado o vinculado al préstamo hipotecario, sin informar de que una posible bajada del tipo de interés podría acarrearle liquidaciones periódicas negativas de elevada cuantía. Tampoco, se les informa del elevado coste que supondría una posible cancelación anticipada («ventanas de cancelación»), y que a la postre, calcularía el banco. Ciertamente, como apunta la STS de 13 de enero de 2017 «(...) No se trata de que el Banco pudiera adivinar la evolución futura del índice de referencia, sino de que ofreciera al cliente una información precisa, suficiente y comprensible, con suficiente antelación, de las posibles consecuencias de la fluctuación de tal índice al alza o a la baja y de los costes de la cancelación anticipada»⁴⁶. No siendo suficiente con mostrar una curva de evolución de tipos, omitiendo las consecuencias de la bajada del Euribor, ni de los riesgos⁴⁷. Relación claramente asimétrica pues «el banco podía cancelar cuando quisiera sin coste, mientras que el cliente tendría un coste muy elevado y peor explicado»⁴⁸. A resultas, podemos afirmar que el Banco siempre gana y efectivamente las entidades financieras se vieron beneficiadas por el descenso del Euribor.

Así, llegadas las primeras liquidaciones negativas, el titular de alguno de estos productos no pudo reducir ni la banda fijada, con la cancelación del *swap*, dado que el coste era inasumible, ni tampoco podía trasladar su préstamo a otra entidad, ya que se encontraba con la llamada cláusula de «compensación del riesgo del tipo de interés» que concedía al banco la posibilidad de exigir esa compensación y podía ser hasta del 5% del posible perjuicio sufrido por el Banco. A mayor abundamiento, en muchas ocasiones, devengadas las referidas liquidaciones negativas, se propone al cliente como solución realizar una «reestructuración» del producto, endosando nuevas permutas de interés y ampliando en el tiempo su vigencia; a modo de exigencia o peaje para la viabilidad de un plan de refinanciación. Concatenación sucesiva de contratos, que como apunta la STS de 18 de enero de 2017 «no constituye indicio de que el cliente conociera el producto y sus riesgos, sino que, por el tiempo en que se produjo la contratación y las circunstancias que concurrían, muestra más bien, que se trataba de una huida hacia adelante, presidida por el desconocimiento»⁴⁹. En definitiva, un largo etcétera de irregularidades e incumplimiento del mínimo deber de lealtad, que conforme a la buena fe debe presidir los contratos, y de las más mínimas garantías de transparencia.

III. CONTROVERSIAS SOBRE EL DEBER DE INFORMACIÓN

1. OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN Y NORMAS DE CONDUCTA DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS EN LOS CONTRATOS *SWAPS*

Sin ánimo de exhaustividad, cabe plantearse cómo valorar si la conducta de las entidades financieras se ajustó en el momento de la comercialización de los *swaps* a la normativa financiera aplicable y a la deontología bancaria. Aunque la respuesta hoy está clara, en su día no estuvo exenta de controversia. Ya de inicio, podemos afirmar que la obligación de informar adecuadamente al cliente, se aplica a los *swaps* anteriores a la entrada en vigor de la normativa MiFID, conforme al artículo 79 de la LMV entonces vigente y el artículo 4.1 y artículo 5 del anexo del RD 629/1993, de 3 de mayo. Bajo esta normativa, aplicable a mu-

chos de los supuestos enjuiciados por *swaps*, la entidad que comercializaba estos productos no estaba obligada a realizar el test de idoneidad, ni el de conveniencia, ni tampoco a entregar el folleto informativo al cliente. Pero sí venía obligada a desplegar una diligencia profesional específica para recabar información sobre el perfil y necesidades del cliente y para facilitarle información clara, imparcial, no engañosa y con antelación suficiente⁵⁰. Por lo que la normativa pre-MiFID obligaba, particularmente en el caso de los *swaps*, a informar de los riesgos asociados a este tipo de productos, «tanto en lo que se refiere a la posibilidad de liquidaciones periódicas negativas de elevada cuantía, como al también elevado coste de cancelación»⁵¹.

Y si bien, según nuestro parecer, la normativa del mercado de valores ya ofrecía unos estándares altos en los preceptivos deberes de información, posteriormente se reforzarían conforme a los dictados de la normativa europea, que afectaron a la Ley 24/1988 (LMV) para adaptarla a la evolución y realidad de los mercados. Especialmente, las reformas introducidas por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, que incorporó al ordenamiento jurídico español varias Directivas comunitarias, entre ellas la Directiva 2004/39 CE (MiFID)⁵². La inclusión expresa en el Derecho español de la normativa MiFID, en particular el nuevo artículo 79 bis. 3 LMV (hoy arts. 210 y sigs. del TRLMV), acentuó tales obligaciones y las sistematizó de un modo más completo, pero no supuso una regulación realmente innovadora en relación a los principios fundamentales que rigen la materia. La Ley 42/2007 se vería modificada por el RD 217/2008, de 15 febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión que impone a las entidades la obligación de contrastar la información recibida del cliente sobre su capacidad para entender las inversiones. El RD 217/2008 insiste, entre otros aspectos, en este deber de fidelidad y adecuada información al cliente, tanto en fase precontractual como post-contractual (arts. 60 y ss., en especial el artículo 64 sobre la información relativa a los instrumentos financieros)⁵³. Información que resultaría inútil si para cumplir con estas exigencias bastara con la inclusión de menciones estereotipadas predisuestas por quien está obligado a dar la información⁵⁴. Así, se desarrollarían los deberes de la entidad que presta servicios financieros relativos a la realización de los conocidos test MiFID, que comprenden tanto el test de conveniencia (arts. 79 bis.7 LMV y los arts. 73 y 74 RD 217/2008)⁵⁵, como el test de idoneidad (art. 79 bis. 6 LMV y el art. 72 RD 217/2008). Hoy previstos en los artículos 213 y 214 del TRLMV. Test de conveniencia e idoneidad que efectivamente se presentan como una garantía frente al conflicto de intereses de la entidad de crédito y el cliente.

En este contexto, conviene aclarar que lo que se describe como «*evaluación de la idoneidad*», hoy prevista en el artículo 213 del TRLMV, implica que cuando se preste el *servicio de asesoramiento* en materia de inversiones o de gestión de carteras, la entidad obtendrá la información necesaria sobre sus clientes y, en su caso, los clientes potenciales, en relación a sus conocimientos y experiencia, su situación financiera, y sus objetivos de inversión; información que no tendrá que obtener para el caso de clientes profesionales. Pues ni para los unos ni para los otros, ya que han sido muchos los casos enjuiciados que revelan cómo se prescindió de forma absoluta del test de conveniencia y del de idoneidad cuando era preceptivo, tanto para minoristas como para profesionales. «Revelantes omisiones»⁵⁶, que confirman, cómo la entidad financiera incumplió su función de prospección del perfil del contratante, para evaluar la adecuación del producto financiero a sus condiciones personales y económicas. Al respecto, cabe reseñar que la MiFID II (art. 25) incluye nuevas exigencias en relación a la evaluación de

idoneidad y requiere mayor información sobre la situación financiera del cliente; de forma que además de los requisitos previstos, pueda acreditarse su capacidad para soportar pérdidas. Y, respecto a los objetivos de inversión, se exigirá recabar información sobre la tolerancia al riesgo del cliente. Datos que serán tenidos en cuenta a la hora de recomendarle el producto como idóneo o no.

De otro lado, la «*evaluación de la conveniencia*» (art. 214 TRLMV) está referida al deber que incumbe a las entidades que presten servicios de inversión, distintos del servicio de asesoramiento, quienes deberán solicitar al cliente, incluidos los potenciales, que faciliten información sobre sus conocimientos y experiencia en el ámbito de inversión correspondiente, al tipo concreto de producto o servicio ofrecido o solicitado, con la finalidad de que la entidad pueda evaluar si el servicio o producto de inversión es adecuado a su perfil. La MiFID II mantiene la posibilidad de que la entidad no esté obligada a realizar la evaluación de conveniencia cuando, entre otras cosas, los servicios se refieran a la comercialización de productos considerados no complejos. De forma paralela, cabe reseñar que en caso de que el servicio de inversión se preste en relación con un instrumento complejo (art. 217 TRLMV) se exigirá además que el documento contractual incluya, junto a la firma del cliente, una expresión manuscrita, en los términos que determine la CNMV, por la que el inversor manifieste que ha sido advertido de que el producto no le resulta conveniente o de que no ha sido posible evaluarle en los términos de este artículo. El MIFIR establece a su vez requisitos rigurosos respecto a la información dirigida a los clientes o posibles clientes, incluyendo la publicidad, para garantizar que sea «imparcial, clara y no engañosa». Nada nuevo por otra parte.

2. EXCEPCIÓN DE DETERMINADAS OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN (EX ART. 79 QUÁTER LMV)

La normativa anteriormente citada tiene como finalidad reforzar la protección del cliente, regulando exhaustivamente los deberes de información y transparencia, a los fines de que pueda tomar decisiones con conocimiento de causa; debiendo incluir la información y las advertencias apropiadas sobre los riesgos asociados al instrumento financiero, sin obviar, ni pasar por alto, las concretas circunstancias del cliente y sus objetivos. Sin embargo, hay que precisar que dichas previsiones conforme a la normativa pre-MiFID y MiFID y el alto nivel de protección que desarrollan, excluye a los productos de inversión vinculados a operaciones financieras, por lo que los clientes que contrataron *swaps* quedarían fuera del ámbito de protección, conforme al artículo 79 quáter LMV⁵⁷. Efectivamente, como se ha dicho, los *swaps* de intereses, suelen estar ligados a otros productos como préstamos hipotecarios que ya cuentan con su propia normativa de transparencia y protección al cliente. Al respecto, cabe citar, entre otra normativa aplicable⁵⁸, la Orden EHA/2899/2011 de 28 de octubre, de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios. Dicha orden refuerza el régimen de protección a los clientes personas físicas que contraten un instrumento de cobertura del riesgo de tipos de interés, vinculados a préstamos hipotecarios; particularmente el artículo 24 bajo la rúbrica «Información adicional sobre instrumentos de cobertura del riesgo de tipo de interés». Y precisamente, a propósito de la interpretación y aplicación del artículo 24 de la citada Orden EHA/2899/2011, se plantea una cuestión prejudicial ante el TJUE. Y es la STJUE de 30 de mayo de 2013, caso Genil 48 SL (C-604/2011)⁵⁹, la que viene a zanjar la controversia⁶⁰. Esta sentencia confirma que a los *swaps* se les aplica la LMV

y, además, lo dispuesto en la Orden EHA/2899/2011, preceptos que suman, y no se resta protección al cliente. Dice la sentencia que «Las excepciones a las evaluaciones de conveniencia e idoneidad de los apartados 35 a 37 de la MiFID no son de aplicación a una permuta financiera, pues se refieren a productos de inversión no complejos». El Tribunal recuerda que «los contratos de permuta financiera relacionados con los tipos de interés, figuran en el anexo I, sección C, punto 4, de dicha Directiva, lo que excluye, de conformidad con el artículo 38 de la Directiva 2006/73, que tengan la consideración de no complejos». De forma paralela, confirma que a los *swaps*, cuando son ofrecidas por los bancos entre su clientela, constituyen asesoramiento en materia de inversión sometido a las normas de conducta de la Ley del Mercado de Valores⁶¹. Posición que se vería reforzada posteriormente por la sentencia de la Audiencia Nacional de 15 de julio de 2013⁶².

En definitiva, ambas resoluciones ratifican que a los *swaps* les resultan de aplicación la Ley del Mercado de Valores sin excluir el deber de observancia y cumplimiento de las obligaciones de información previstas en el artículo 79 bis LMV, a las que no desplaza, sino que se adiciona o agrega. En este contexto y en línea con lo anteriormente expuesto, se publica la Ley 10/2014, de 26 de julio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito, que recoge la doctrina anterior y da nueva redacción al artículo 79 *quáter* de la LMV⁶³, con la finalidad de extender el régimen de información al cliente, previsto con carácter general en los artículos 79 bis y 79 ter, a aquellos servicios de inversión que se pudieran ofrecer vinculados a otros productos financieros⁶⁴. Esto sin perjuicio de que estos otros servicios, como por ejemplo los préstamos hipotecarios, ya cuenten con su propia normativa de transparencia y protección al cliente.

IV. PERFIL DEL CLIENTE SWAP Y CONTROVERSIAS SOBRE LA EXPERIENCIA INVERSORA

1. DE INVERSORES CUALIFICADOS A CLIENTES MINORISTAS Y PYMES

Como es sabido, la legislación específica en materia de productos o instrumentos financieros habla de inversores, no de consumidores. Y si bien la noción general de «consumidor» no coincide con la del sujeto protegido por la regulación financiera⁶⁵, por lo que en principio no cabría aplicarles la legislación específica en la materia⁶⁶ en nuestra opinión deben ser de aplicación en términos de franca concurrencia⁶⁷. Lo que falta es la debida coordinación entre el Derecho del consumo y la regulación financiera⁶⁸. Hecho este inciso, son los artículos 38 y 39 del RD 1310/2005 donde se contiene la distinción entre tres clases de inversores: el inversor o cliente minorista, el inversor iniciado o experto y el inversor cualificado. El primero, el minorista, es caracterizado por defecto o exclusión; así lo es, quien no es experto o cualificado y se conceptúa como merecedor de mejor protección jurídica que la procurada por el principio de autotutela previo acceso a una información reglada sobre el emisor y los valores que rige el mercado primario. Posteriormente, el artículo 78 bis de la LMV, tras la MiFID (Ley 47/2007), ya clasificaría a los inversores, en función de sus conocimientos financieros, como profesionales, minoristas, y contrapartes elegibles. Así se mantiene el TRLMV, donde el artículo 203 bajo la rúbrica «Clases de clientes» señala que, «a los efectos de lo dispuesto en este título, las empresas de servicios de inversión clasificarán a sus clientes en profesionales y minoristas. Igual obligación será

aplicable a las demás empresas que presten servicios de inversión respecto de los clientes a los que les presten u ofrezcan dichos servicios». Se considerarán clientes minoristas todos aquellos que no sean profesionales y tendrán la consideración de profesionales aquellos a quienes se presume la experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente sus riesgos (arts. 204 y 205). Las contrapartes elegibles (entidades de crédito, empresas de servicio de inversión, etc.) son clientes que tienen el máximo conocimiento, experiencia y capacidad financiera. A estos últimos, el nivel de protección que se les otorga es menor. La MiFID II, más allá de distinguir entre clientes minoristas y profesionales, obliga a las empresas de servicios de inversión que elaboren instrumentos financieros a que identifiquen con el suficiente nivel de detalle el mercado destinatario potencial de cada instrumento financiero. Como parte de este proceso, la MiFID II se ha visto complementada por la Directiva delegada de la Comisión de 7 de abril de 2016 (C 2016 2031 final)⁶⁹, que obliga a las empresas de servicio de inversión a que identifiquen con claridad los grupos de clientes cuyas necesidades, características y objetivos no sean compatibles con el instrumento financiero (art. 9.9). Igualmente que realicen un análisis de escenarios de sus instrumentos financieros en el que se evalúen los riesgos de que el producto produzca resultados deficientes para los clientes finales y en qué circunstancias puedan darse tales resultados (art. 9.10).

Desde la perspectiva de la distancia cabe ahora preguntarse si se identificó con claridad el grupo de clientes a los que fue dirigido el *swap*, si se garantizó el nivel de riesgo y si la estrategia de comercialización fue acorde al perfil del cliente/inversor. La respuesta es clara, si analizamos la evolución del perfil del cliente de *swaps* hipotecario. Y es que, con el objetivo de cubrir sus posiciones de riesgos, este tipo de productos financieros complejos tradicionalmente habían sido contratados por inversores cualificados con preparación o cualificación técnico-jurídica o económica alta, (el ojo financiero)⁷⁰; o bien con empresas, a las que se le presume estar en posición de conocer el producto y entender sus riesgos. La propia CNMV señala que estos productos de alto riesgo, son para un perfil de cliente altamente especulativo y que está dirigido a empresas con necesidades de cobertura de divisas y de tipos de interés por asuntos de exportaciones e importaciones. Por lo que, como apunta el Defensor del Pueblo, resulta difícil de explicar y comprender para una persona que únicamente tiene contratado un préstamo hipotecario⁷¹. De las distintas sentencias consultadas⁷² se extrae la conclusión contraria; esto es, las entidades financieras comercializaron el producto de forma prácticamente indiscriminada, sin distinguir el carácter de profesional o no del cliente. En efecto, fueron colocados por la banca entre su clientela minorista, pymes, comunidades de propietarios, ayuntamientos, incluso comunidades religiosas y cooperativa de docentes de enseñanza infantil, carentes en principio, de formación y experiencia en los mercados financieros. Por lo que su gran «protagonismo litigioso»⁷³ revela, no solo que se ha desnaturalizado su primitiva concepción original, sino que incluso, estando ya vigente la normativa MiFID, al cliente no profesional o minorista no se le otorgó el mayor nivel de protección, cuando la entidad venía obligada a cumplir todas las normas de conducta. Nótese que en la mayoría de los casos analizados, fue el Banco el que ofreció el *swap*, y salvo petición expresa por iniciativa del cliente, la colocación por el banco del producto es «asesoramiento financiero»⁷⁴, por lo que era preceptivo reforzar los deberes de información y era exigible, en su caso, realizar el test de idoneidad.

2. TIPO DE SERVICIO DE INVERSIÓN VINCULA A LAS PARTES ¿SERVICIO DE ASESORAMIENTO O SIMPLE COMERCIALIZACIÓN DE LOS SWAPS?

Una de las cuestiones más controvertidas reside en delimitar cuando en la contratación de los *swaps* vinculados a un producto bancario ha habido asesoramiento (preceptivo aplicar el test de idoneidad) o ha habido simple comercialización (test de conveniencia). Cuestión decisiva⁷⁵, y con consecuencias importantes, pues verificado el incumplimiento de la obligación de realizar los test de conveniencia e idoneidad que derivan de la MiFID, dicha omisión llevará aparejada, además de las sanciones previstas en la normativa, otras consecuencias jurídicas civiles de posible ineficacia contractual como se verá. Sin perjuicio, de que la ausencia del test de idoneidad no determinará por sí sola la existencia del error vicio para anular el contrato, pero sí permite presumirlo.

La LMV establece que «la comercialización de servicios de inversión y la captación de clientes no constituyen en sí mismos servicios de inversión, sino actividades previas a cada uno de los servicios, que podrán ser desarrollados de forma separada a la prestación del servicio en sí». Teniendo en cuenta que el artículo 63.1.g) LMV incluye entre los servicios de inversión el asesoramiento; esto es, «la prestación de recomendaciones personalizadas a un cliente, sea a petición de este; o por iniciativa de los servicios de inversión, con respecto a una o más operaciones relativas a instrumentos financieros». Por tanto, para que haya asesoramiento y no mera comercialización, es necesario que exista una recomendación sobre instrumentos financieros concretos (explícita o implícita) y, que dicha recomendación sea personalizada, esto es, que se le hubiera presentado al inversor como idónea basándose en sus circunstancias personales.

¿Qué es lo que ha sucedido en la comercialización de los *swaps*? ¿Asesoramiento o simple comercialización? La cuestión no ha sido pacífica, pero prescindiendo de otros precedentes, cabe reseñar que la STJUE, de 30 de mayo de 2013, «Genil 48, S.L.» y «Comercial Hostelera de Grandes Vinos, S.L.», contra «Bankinter, S.A.» y «BBVA, S.A.» (ap. 55), puso definitivamente fin a la controversia. Afirma que tendrá la consideración de asesoramiento en materia de inversión, la recomendación «que se presente como conveniente para el cliente o se base en una consideración de sus circunstancias personales, y que no esté divulgada exclusivamente a través de canales de distribución o destinada al público». No siendo requisito imprescindible, la existencia de un contrato remunerado *ad hoc* para la prestación de tal asesoramiento⁷⁶. Basta con que la iniciativa parta de la empresa de inversión y que sea esta la que ofrezca el producto al cliente, recomendando su adquisición. Así, salvo petición expresa por iniciativa del cliente, la colocación por el banco es «asesoramiento financiero»⁷⁷. Y en la mayoría de los *swaps* litigiosos, fue el Banco el que ofreció el *swap*, sin consideración del grave conflicto de intereses que amenazaba a los clientes. Por lo que al haber asesoramiento y no una simple actuación de intermediario o comisionista, era preceptivo reforzar los deberes de información y por tanto es exigible realizar el test de idoneidad. Pero ha sido la jurisprudencia la que ha venido a aclarar la cuestión y ahora la MiFID II contiene importantes novedades en lo relativo a la regulación del asesoramiento, que ahora se clasifica, en independiente (recurrente o puntual), en el ámbito de la gestión discrecional de carteras); o no independiente (recurrente o puntual), para otros servicios de inversión (intermediación, comercialización, etc.). La norma nacional de transposición velará por que el cliente conozca en todo momento si el servicio que se presta incluye asesoramiento o se trata de una comercialización, de un lado, y por que el llamado «asesoramiento

independiente» lo sea realmente y tenga en cuenta única y exclusivamente los intereses del cliente⁷⁸. Un reciente estudio apunta que las entidades financieras optarán, de forma mayoritaria, por el modelo de asesoramiento no independiente, que se denominará simplemente «asesoramiento»⁷⁹.

Lógicamente, el asesoramiento implica formación previa, y como es sabido el *swaps* ha sido propuesto a la clientela, por personal de la oficina (empleado-vendedor) poco apto para conocer si el producto era o no conveniente a lo pretendido por el cliente; que, como se ha dicho, no era otra cosa que dar cobertura al riesgo de incremento de los tipos de interés. Son muchas las sentencias que han puesto al descubierto esta situación, pues en ocasiones, de los propios interrogatorios realizados a los empleados, se revela de forma palpable, que cuando se comercializó el producto no tenían los conocimientos suficientes para poder exponer al cliente los peligros que acarreaba la operación. La propia entidad refería que se trataba de un producto de «cobertura del tipo de interés» admitiendo los propios empleados de forma expresa su imposibilidad de explicar el significado de los propios términos «enrevesados» de su denominación. Ciertamente, en su descargo, hablamos de empleados movidos por el afán de alcanzar objetivos de venta impuestos por la propia entidad, pero que lógicamente y en todo caso, mediatizan la referida recomendación del producto en perjuicio del cliente. Por lo que la MiFID II, a diferencia de la MiFID I, incide ahora en estas dos cuestiones. De una parte, en la formación de los profesionales que realicen las actuaciones de comercialización o asesoramiento respecto a los productos y servicios que ofrecen. Quienes tendrán que disponer de conocimientos y competencias necesarias para cumplir sus obligaciones (art. 25.1)⁸⁰. La Directiva delegada de 7 de abril de 2016 apunta que debe asegurarse que el personal pertinente posea los conocimientos técnicos necesarios para comprender las características y los riesgos de los productos que se proponen ofrecer o recomendar y los servicios prestados, así como las necesidades, características y objetivos del mercado destinatario identificado (art. 10.7). Por lo que dicho personal tendrá que reunir unos requisitos de capacitación profesional (cualificación técnica y experiencia mínima), así como realizar formación continua o proceso de recertificación. La CNMV debe concretar cuál va a ser el proceso concreto de certificación a que obliga MiFID II. De otro lado, con el fin de reforzar la protección de los inversores e informar con mayor claridad a los clientes, la Directiva 2014/65/UE restringe adicionalmente la posibilidad de que las empresas perciban o paguen incentivos durante la comercialización de los instrumentos financieros e incluye obligaciones reforzadas de información a los clientes sobre comisiones y gastos. La Directiva delegada de 7 de abril de 2016 apunta que solo deben abonarse o cobrarse honorarios, comisiones o beneficios no monetarios cuando lo justifique la prestación de un servicio adicional o de nivel superior al cliente pertinente.

3. ¿QUÉ TIPO DE CLIENTE *SWAPS* DEMANDA PROTECCIÓN ANTE LOS TRIBUNALES? ALGUNAS CONTROVERSIAS SOBRE LA «EXPERIENCIA INVERSORA»

Según lo anteriormente expuesto, es fácilmente entendible que el cliente no profesional que ha visto frustradas sus expectativas y cuantiosas consiguientes pérdidas patrimoniales asociadas a la operación, encuentre amparo en los Tribunales; pues como se ha visto, dada la extrema complejidad del *swap* y la forma en que se ha comercializado, no se considera un producto para clientes no profesionales. Déficits o asimetría informativa que ha quedado sobradamente

acreditada en la contratación de los *swaps*; tanto en lo referente a su funcionamiento y riesgos, a la posibilidad de liquidaciones periódicas negativas en elevada cuantía, como al también elevado coste de cancelación. En todos los casos, la entidad bancaria viene obligada a proporcionar toda la información necesaria para que el cliente, especialmente el no profesional, carente de experiencia inversora, entienda el producto previamente a su contratación. Lo que hará presumir el error en quien contrató con dicho déficit informativo⁸¹. En consecuencia será el juez, quien analice caso por caso el perfil del cliente, las obligaciones legales de asesoramiento e información y las circunstancias particulares en las que se desenvolvió la operación. Y sobre todo que analice, si pese a tener la consideración legal de cliente no profesional o minorista, tiene el perfil de cliente experimentado. Al respecto cabe reseñar que a medida que el Tribunal Supremo sienta doctrina sobre las malas prácticas bancarias, se consolida el éxito de los inversores respecto de las entidades financieras. Los porcentajes de éxito en los *swaps* de particulares son más del 90%, y los de pymes, con cerca del 80%, son significativamente altos⁸².

Pero dicho esto, también cabe someter a consideración si, al igual que se ha desnaturalizado la primitiva concepción original para la que nació el *swaps*, también se ha desnaturalizado la protección que otorga la normativa del mercado de valores, haciéndola extensiva a otros colectivos a los que se le presume experiencia en el mercado financiero; o por lo menos estarían en condiciones de obtenerla, dando cabida de esta forma, a lo que podríamos calificar de «conductas oportunistas». En esta línea hemos comprobado cómo se consolida una nueva tendencia jurisprudencial que protege a sociedades mercantiles y otros profesionales, a los que de inicio, se les presume conocimiento o experiencia inversora. Sobre el particular hay varias sentencias que resultan altamente ilustrativas y que, cuanto menos, de inicio, nos hacen albergar ciertas dudas, que dejamos a consideración ulterior:

a) Si el cliente es una sociedad mercantil ello no supone necesariamente el carácter experto del cliente empresa. El TS pone la mirada en la experiencia inversora de la propia sociedad, unido en ocasiones, a los conocimientos financieros de la persona que es su administrador; independientemente de su formación o cualificación profesional:

— La STS de 19 de mayo de 2016⁸³ a propósito de un cliente «empresa» señala que «No por tratarse de una empresa debe presumirse en sus administradores o representantes unos específicos conocimientos en materia bancaria o financiera». La formación necesaria para conocer la naturaleza, características y riesgos de un producto complejo y de riesgo como es el *swap*, no es la del simple empresario, sino la del profesional del mercado de valores o, al menos, la del cliente experimentado en este tipo de productos.

— Si además, la sociedad mercantil se dedican a ámbitos ajenos al mundo financiero como la hostelería, las pompas fúnebres, la imprenta o la edición de una publicación local, menos aún. La STS, de 29 de marzo de 2016 afirma que por ser empresas no deben descuidarse los deberes de información de las entidades financieras. Reitera que «No basta con los conocimientos usuales del mundo de la empresa, pues son necesarios conocimientos especializados en este tipo de productos financieros y «no por tratarse de una empresa debe presumirse en sus administradores o representantes unos específicos conocimientos en materia bancaria o financiera».

— Tampoco cuando la sociedad mercantil es la matriz de un importante grupo empresarial (S.A.), cuenta con asesoramiento externo de una sociedad de consultoría y auditoría; y además, en este caso, su administrador es Licenciado en empresariales y experto en marketing; al que a la postre se le realizó el test de idoneidad, del que resultó que el producto era adecuado para su perfil inversor. La STS, 19 de diciembre de 2016⁸⁴ anula la sentencia de la Audiencia Provincial de Guipúzcoa que se basa, precisamente, en el perfil del administrador, considerando que pudo «comprender el contrato al leerlo, y en que hubo una información previa, aunque somera y rápida»⁸⁵.

— En cambio, cuando consta acreditado que el cliente ha recibido la información suficiente y que ha entendido lo que podría suceder en función de la subida o bajada de los tipos, no puede apreciarse que exista vulneración de las normas legales sobre los deberes de información en la comercialización de los *swaps*, ni que exista error vicio. La más reciente línea jurisprudencial lo corrobora. Así, tratándose de empresa (Correduría de Seguros S.L. Laffite) y habiendo practicado el *test de idoneidad* cuyo resultado es positivo, se entiende que tenía información suficiente. En el resultado del test consta que el cliente tenía un perfil de riesgo equilibrado, podía contratar productos de riesgo medio y que «tenía experiencia en este tipo de productos». Por lo que contaba con información suficiente sobre las características del producto y sus riesgos, cuando contrató el segundo *swap*, que es el único que generó liquidaciones negativas. La STS de 24 de marzo de 2017⁸⁶ desestima el recurso de casación. En parecido sentido, y sustentando la desestimación del recurso en que el cliente conocía y entendía el producto adquirido, la STS de 11 de octubre de 2017⁸⁷, viene a ratificar que poco importa que «el cliente fuera una sociedad mercantil que formaba parte de un grupo con unos activos superiores a los dos millones de euros, ni en que el administrador que concertó la operación dirigiera cuatro sociedades». Por lo que, partiendo de la prueba practicada y de las propias manifestaciones en el interrogatorio de parte, considera que no hubo incumplimiento del deber de informar y que el administrador que contrató en representación de la sociedad, estaba enterado de los riesgos del contrato, por lo que no hubo error en el consentimiento. La información facilitada antes de la contratación expresaba las situaciones que se podrían producir en relación con la evolución de los tipos de interés.

b) Si se trata de profesionales relacionados con el mundo del Derecho y la Empresa, ello no presupone conocimientos financieros y experiencia inversora:

— La STS de 12 de febrero de 2016⁸⁸, a propósito de un cliente Licenciado en Económicas, que había trabajado en un despacho de abogados, reitera que: «No cualquier capacitación profesional, relacionada con el Derecho y la Empresa, ni tampoco la actividad financiera ordinaria de una compañía, permiten presumir esta capacidad de tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente los riesgos, hecho que solo se presume si dicha actividad o experiencia tiene relación con productos financieros complejos». La Sala revoca la sentencia de la Audiencia Provincial de Zaragoza que desestimó el recurso de apelación interpuesto por la sociedad demandante cuya pretensión era la de declarar la nulidad de cinco contratos de *swaps* y confirmó la sentencia de primera instancia. En la demanda, la sociedad demandante, argumenta que el banco no le proporcionó toda la información adecuada sobre el producto y sus riesgos, lo que le indujo a error sobre los productos contratados. Pero para el TS aquellos meros

conocimientos generales no son suficientes, y la experiencia de la compañía en la contratación de *swaps* tampoco.

— Tampoco se estima poseer experiencia inversora, cuando el administrador de la sociedad (SL) ha contratado varios *swaps*. Al respecto la STS de 8 de abril de 2016⁸⁹ incide en que dada la sofisticación del producto, no pudo entenderse cumplido el deber de información con una explicación de quince minutos antes de firmar el contrato. «Lo que no puede ser compensado (o llenado el vacío informativo) por el simple hecho de que el mismo administrador de la entidad hubiera contratado otro y otros productos similares para otra sociedad, que también administraba, y presentaba las mismas vicisitudes del que ahora se analiza».

— Cuando el cliente es un notario, tampoco por su profesión puede calificarse de experto inversor. Al respecto cabe reseñar varios supuestos en los que, dichos profesionales, actuando como particulares, no se les presupone experiencia inversora y su error se califica de esencial por falta de información. Por el contrario, en otro caso, el TS sí entiende relevante la formación y cualificación del notario, que en este caso actúa como administrador de la empresa:

1. La SAP de Madrid de 30 de abril de 2012⁹⁰ resuelve un *swaps* litigioso vinculado a un préstamo hipotecario, pero no un simple *swap* (*plain vanilla*). En este caso se trata de un contrato marco de operaciones financieras (CMOF) y confirmación de opciones de tipo de interés collar y anexo. El cliente (notario) solicita se declare la anulabilidad y, subsidiariamente, la nulidad parcial del contrato reduciendo su importe al riesgo del préstamo hipotecario suscrito, que ascendía a 232.677,22 euros. En sus pretensiones sostuvo, que la operación ofertada, sobre la que creyó contratar, fue un seguro de tipo de interés para el préstamo hipotecario. Aduce que había leído el contrato y prestado válido consentimiento, pero «eso sí, sobre el riesgo financiero real que tenía con dicho Banco, el préstamo hipotecario, puesto que el riesgo financiero total incorporado al contrato como valor notional⁹¹, ni estaba en el contrato cuando lo firmó, ni lo consintió en modo alguno. Simplemente fue informado por los empleados del Banco demandado, en los 30 minutos que duró la reunión en que se gestó y firmó la documentación contractual». La entidad demandada se opone alegando, entre otras razones y por lo que aquí interesa, que el actor «es notario y debe comprender el lenguaje empleado y se quedó con el texto del contrato para examinarlo y estudiarlo hasta que se firmó pasados tres días». La sentencia de primera instancia desestima la demanda por entender que el error es inexcusable, para concluir que (.) *no existió la diligencia de un hombre medio para evitar su desconocimiento sobre el alcance y cuantía de los contratos*. Interpuesto el recurso de apelación, la Audiencia —que califica al actor «de inversor moderado y conservador»—, discrepa de la sentencia recurrida. Entiende que «la existencia de error esencial y excusable en la formación del consentimiento, provocado por la información incompleta e inexacta de los empleados del Banco sobre el importe notional de referencia de la permuta financiera». A lo que se suma que tampoco se le sometió al test de idoneidad y de conveniencia, exigidos por el RD 217/2008, que ya estaba en vigor. Todo lo cual es determinante de la nulidad parcial del contrato, que es lo que en realidad ha venido sosteniendo el actor desde su primera reclamación extrajudicial tras la comunicación de la liquidación negativa —la anterior había sido neutra—. Para la Audiencia «el actor se encuentra en una situación similar a cualquier ciudadano o consumidor frente al ámbito bancario siendo irrelevante su condición profesional».

2. La SAP de León de 28 de mayo de 2012⁹² resuelve otro *swap* litigioso, también con opciones [(cap., fijando un tipo Barrera (Knock in)]. La Audiencia

sostiene que el hecho de que el actor sea notario, no por ello se le puede considerar un profesional experto financiero. «*La clasificación del actor como “inversor dinámico” no se corresponde con una categoría concreta que permita eludir las obligaciones de información*». Tampoco importa que el actor pudiera tener práctica en contratar otros productos financieros. Lo importante es «conocer el riesgo efectivo que se contrae antes de firmar y la corrección por la entidad bancaria de la información ofrecida de forma pre-contractual. Máxime, cuando el producto que se contrataba no es por sí mismo de fácil comprensión y cuando por su contenido y naturaleza era un «contrato de adhesión», redactado de forma unilateral, y entre las partes contratantes no concurría igualdad de condiciones en orden a predecir y valorar la evolución del mercado financiero».

3. La SJPI de Colmenar Viejo (Madrid) de fecha 30 de septiembre de 2015, se pronuncia nuevamente sobre el perfil del cliente (notario) que contrató un Collar, (modalidad de *Swap* con opciones). La entidad demandada alega que «resulta inverosímil que este no comprendiese el contenido de un documento contractual que (...) contaba con solo 6 páginas y que incorporaba advertencias claras sobre todos los posibles riesgos de la operación». La Sentencia señala al respecto que «los notarios gozan de una cualificación técnico-jurídica alta, pero esto, no significa que ostenten la condición de expertos financieros».

4. Por último, cabe citar la STS de 15 de febrero de 2017⁹³. En este caso el cliente es una sociedad mercantil y su administrador un notario. Al respecto el TS entiende que «la cualificación profesional del administrador supone que esté especialmente preparado para la comprensión de contratos bancarios»; además, por estar habituado a tratar profesionalmente con entidades bancarias. Según consta en los autos, en el interrogatorio de parte se puso de manifiesto que conocía el riesgo contractual. El Supremo confirma la tesis de la SAP de Guipúzcoa, de 7 de octubre de 2013 y señala que «aunque la entidad de servicios de inversión no cumpla sus deberes legales de información, si el cliente conoce y comprende los riesgos del producto, no hay error en el consentimiento».

Esta nueva línea jurisprudencial minimiza o resta importancia al perfil del cliente, y pone el acento en el incumplimiento de los deberes legales de información y normas de conducta, principalmente en la ocultación de los riesgos económicos asociados a la operación. Puede colegirse de los supuestos intencionadamente reseñados que el cliente no profesional de productos financieros complejos es vulnerable, no solo por definición, sino como ha quedado expuesto con propia justificación. Pero también pueden llegar a ser vulnerables otros profesionales a los que se les presumen (idea preconcebida) conocimientos expertos; o que podrían estar en condiciones de adquirirlos, bien por sí mismos a través de su entidad o bien solicitando asesoramiento externo. Pero como certeramente apunta la STS de 31 de marzo de 2017 «sin conocimientos expertos en el mercado de valores, el cliente no puede saber qué información concreta ha de requerir al profesional»⁹⁴. Y para más inri, dichos profesionales, en ocasiones, ni pudieron explicar el significado de los términos «enrevesados» del producto, ni tenían conocimientos precisos para dar la importancia debida al riesgo que asumía el cliente.

4. *EXCURSUS* SOBRE LOS REMEDIOS POSIBLES

Llegados a este punto, resulta fácilmente entendible que el cliente no profesional carente de experiencia inversora, al que podemos identificar en la figura

teórica del «consumidor financiero medio», encuentre amparo en los Tribunales. Como ha quedado expuesto, la mecánica del funcionamiento del *swaps* hipotecario hacía prácticamente imposible tener conciencia de que se contrató un derivado financiero muy complejo y de elevado riesgo, que acarrearía importantes pérdidas patrimoniales asociadas a la operación ¿Y los remedios posibles? Al respecto cabe reseñar que la MiFID no contempla las consecuencias contractuales de orden jurídico-privado, ante la inobservancia de dichas los deberes legales y normas de conducta. Por lo que corresponde al ordenamiento jurídico interno de cada Estado miembro establecerlas⁹⁵. Tal vez sería necesario regular un marco común al respecto en el Derecho de la Unión. Pero de momento, la mayoría de las demandas interpuestas en nuestros Tribunales basan su pretensión acudiendo a los viejos remedios del Código Civil —como en un hospital de campaña—⁹⁶; pues la violación de tales deberes por parte del banco en la colocación de *swaps* hipotecarios integran el régimen jurídico del contrato. Lo que justificaría el ejercicio de distintas acciones como pretensión principal y subsidiaria o alternativa: 1.º La *acción de nulidad absoluta* de los *swaps*, por inexistencia del consentimiento prestado o bien por vulneración de la normativa imperativa aplicable al caso, conforme al artículo 6.3 del Código Civil⁹⁷. 2.º La *acción de anulabilidad* por el error vicio (art. 1266 del Código Civil, en relación con el art. 1265 y los arts. 1300 y sigs. del Código Civil) que el TS sigue consolidando como casi única. Ello en base a que la representación mental que el cliente se hacía de lo que contrataba era equivocada y se ocultaron los riesgos. Y este error es esencial, pues afecta a las presuposiciones que fueron causa principal de la contratación del producto financiero. Consentimiento viciado por error, en algunos casos calificado de «*error heteroinducido*»⁹⁸ provocado por la entidad. 3.º Por último, parece abrirse paso en la doctrina⁹⁹ y en la jurisprudencia menor —siquiera tímidamente—¹⁰⁰ la posibilidad de ejercitar las acciones resolutoria (art. 1124 del Código Civil) y rescindicatoria de daños y perjuicios (arts. 1101 del Código Civil) por la negligencia en el cumplimiento de los deberes de información; que sería útil particularmente, cuando haya vencido el plazo de caducidad para el ejercicio de la acción de anulabilidad (4 años); frente al plazo de prescripción del artículo 1964 del Código Civil más generoso aplicable a la acción de indemnización de daños y perjuicios (originalmente 15 años, hoy 5). No obstante, en mi opinión, difícilmente prosperará la acción de resolución del contrato por incumplimiento, en los términos del artículo 1124 del Código Civil, pues el denunciado déficit informativo en fase precontractual, afecta al proceso de formación de la voluntad, que es lo que faculta, con propia justificación, el ejercicio de la anulabilidad del contrato, como hemos ido desvelando en líneas anteriores; y la resolución opera en una fase ulterior (ex-post), cuando hay incumplimiento de una obligación contractual.

V. CONCLUSIONES REFLEXIVAS

La perspectiva de la distancia pone de manifiesto que el *swaps* de tipo de interés asociado al préstamo hipotecario fue diseñado artificiosamente para cubrir el propio riesgo de la entidad y no la del cliente, produciéndose un grave conflicto de intereses.

Productos de difícil comprensión en manos de clientes no profesionales, que de inicio incluyen una terminología o nomenclatura «confusa o extravagante» y un contenido farragoso con estipulaciones «ambiguas», tras lo que se esconde su verdadera naturaleza y funcionamiento; a lo que se suma la ocultación de ries-

gos económicos asociados a la operación, al trasladar al cliente los riesgos de la abrupta bajada de los intereses; y recomendado su contratación como producto innovador de cobertura de tipos de interés. Como ha quedado expuesto, lejos de ser un instrumento idóneo de cobertura frente a las posibles subidas del tipo de interés y aminorar los riesgos, los prestatarios afectados vieron incrementado desproporcionadamente el coste de la amortización. De hecho han sido cuantiosas las pérdidas patrimoniales que han afectado a la economía de muchas familias y a la viabilidad económica de numerosas empresas, principalmente pymes. Consecuencias que podrían haberse evitado si se hubiese aplicado el marco legal (pre-MiFID y post-MiFID) correctamente, especialmente en lo relativo a la buena fe y lealtad que debe presidir el comportamiento precontractual, contractual y post-contractual. Por lo que las perspectivas de futuro apuntan en la necesidad de controlar *ex ante* cualquier tipo de conducta de asimetría de la información o prácticas desleales en la comercialización de este tipo de productos complejos y de riesgo. Así, la norma nacional de transposición en aplicación de la MiFID II¹⁰¹, y el Reglamento que la acompaña (MIFIR), tiene como objetivo asegurar unos elevados niveles de protección de los inversores en productos financieros, especialmente de los inversores minoristas, tal y como recoge la Consulta pública hecha sobre el Anteproyecto de Ley de transposición de la normativa MiFID II¹⁰². Sus objetivos parten de introducir mejoras en el funcionamiento de los mercados financieros, haciéndolos más eficientes y transparentes; precisamente, con el fin de «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.

Ese control *ex ante* exige a las empresas de servicios de inversión, que identifiquen con claridad el grupo de clientes a los que va dirigido el producto financiero, el nivel de riesgo y la estrategia de comercialización, para ser adecuado al perfil del cliente/inversor. El MIFIR establece a su vez requisitos rigurosos respecto a la información dirigida a los clientes o posibles clientes, incluyendo la publicidad, para garantizar que sea «imparcial, clara y no engañosa». En la misma línea, recientemente, la CNMV ha anunciado el compromiso de adoptar las Directrices de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA)¹⁰³, que inciden en las mismas previsiones, recalcando que resultan especialmente importante para los productos complejos o con riesgo, para los productos innovadores y en aquellas situaciones en las que podría haber conflictos de interés significativos. En definitiva, el nuevo marco normativo traerá consigo modificaciones sustanciales en el régimen de los instrumentos financieros o la nueva regulación sobre centros de negociación. Se pone el acento en que se identifique con claridad los clientes a los que se dirige el producto financiero, en extremar los deberes de información y promover la educación financiera. Por lo que se entiende, evitará la incorrecta comercialización de productos financieros complejos a clientes no profesionales o minoristas, incluso a los que se les presupone experiencia inversora, pero sin capacidad de entender su funcionamiento, ni sus riesgos, ni afrontar sus posibles pérdidas, tal y como se ha evidenciado ha ocurrido con los *swaps*.

VI. BIBLIOGRAFÍA

AGÜERO ORTIZ, A., ¿Saben nuestros tribunales lo que es un instrumento financiero complejo? No lo saben. *Revista Doctrinal Aranzadi Civil-Mercantil* núm. 4/2016. (BIB 2016, 21128).

- El consumidor como inversor de alto riesgo: la impugnación por vicios del consentimiento de los contratos de adquisición de participaciones preferentes y swaps, una opción solo al alcance de algunos, *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, núm. 8/2013.
- BAZ BARRIOS, S., La problemática de los swaps o contratos de permuta financiera. *Revista CESCO de Derecho de Consumo* núm. 8/2013.
- BELINCHÓN ROMO, M.^a R., El contrato de gestión de riesgos financieros. Análisis jurisprudencial de los «swaps». *Estudios de Derecho civil en Homenaje al Profesor Joaquín José Rams Albesa* (coord. por Matilde Cuenca Casas, Luis Antonio Anguita Villanueva, Jorge Ortega Doménech), 2013.
- CARRASCO PERERA, A. y LYCZKOWSKA, K., Las participaciones preferentes son productos complejos, pero eso nada importa, *CESCO*, 2 de septiembre de 2013.
- DE CASTRO, F. *El negocio jurídico*. Madrid, 1967.
- DÍAZ RUIZ, E. e IGLESIAS RODRÍGUEZ, J., A propósito de los contratos de permuta de tipos de interés (swaps). Comentario a la sentencia de la Audiencia Provincial de Álava núm. 20/2011 (sección 1.^a), de 18 de enero de 2011, *Uría Menéndez*.
- LAMOTHE FERNÁNDEZ, P., PÉREZ SOMALO, M. y PÉREZ GUERRA, M., Mala praxis en la actividad bancaria y los mercados financieros: conflictos de interés y abuso de mercado, *Revista de Responsabilidad social de la empresa*, núm. 14, 2013, 119-142.
- LÓPEZ JIMÉNEZ, J. M.^a, Swaps: entre la cobertura de riesgos y la especulación. *Sepin*, octubre de 2012.
- MARÍN NARROS, H. D. Los principales aspectos controvertidos en la litigiosidad de los swaps, *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, núm. 737, 1477-1531.
- MAVILA HINOJOZA, D. y LUYO QUIROZ, A., Permuta Financiera: Swap. *Revista de la Facultad de Ingeniería Industrial*. 13(1): 40-44 (2010) UNMSM.
- MERCADAL VIDL, F. y HERNÁNDEZ PAULSEN, G., La comercialización de swaps de tipos de interés como parte de productos financieros. *Diario La Ley*, núm. 8129, 2013.
- MORALES MORENO, A. M., Permuta financiera de interés (swap), deberes de información, error e indemnización. Reflexiones sobre la Sentencia del Tribunal Supremo de 21 de noviembre de 2012. *Revista de Derecho Mercantil* núm. 289, 2013. 407-442.
- MUÑIZ ESPADA, Esther. «Adquisición de productos financieros y los riesgos de asimetría en la información», *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, núm. 739, 3021-3062.
- PÉREZ-VALLEJO, Ana M.^a, Consumidores vulnerables (inversores de edad avanzada): el rostro más duro de las participaciones preferentes. En *Nuevas Perspectivas del Tratamiento Jurídico de la Discapacidad y la Dependencia* (Dir. M.^a C. García Garnica. Coord. R. Rojo Álvarez-Manzaneda). Ed. Dykinson. Madrid, 2014, 341-373.
- REDONDO TRIGO, F., Swap y synalagma, *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, núm. 738.
- RUIZ OJEDA, A, *Caveat vendor*, o el volteo regulatorio de la asignación de riesgos en las transacciones financieras por la normativa MiFID. *InDret* 2/2017.
- SENÉS MOTILLA, C., Tratamiento concursal del Swap de tipos de interés. *Anuario de Derecho Concursal*, núm. 41, 2017 11-28.
- STEWART, James B. and EAVIS Peter. Revisiting the Lehman Brothers Bailout That Never Was. *The New York Times*. Sept. 29 (2014). Recurso en línea:

- https://www.nytimes.com/2014/09/30/business/revisiting-the-lehman-brothers-bailout-that-never-was.html?_r=0
- VEGA VEGA, J. A., Naturaleza jurídica de la permuta financiera («Swap»). *Revista General de Legislación y Jurisprudencia*. Núm. 1, 2017, 89-125.
- *El contrato de permuta comercial* (BARTER). Ed. Reus, Madrid, 2011.
- VICENT CHULIÀ, F., Cuestiones abiertas en la contratación bancaria. *Cuadernos de Derecho Judicial*, Contratos bancarios núm. 20 (2003), 15-55.
- ZUNZUNEGUI PASTOR, F., La nueva Ley bancaria confirma que a los *swaps* se les aplica la Ley del Mercado de Valores, *Revista de Derecho del Mercado Financiero* (diciembre de 2013).
- Derechos del consumidor de servicios y productos financieros como derechos básicos. *Revista de Derecho del Mercado Financiero*. (noviembre de 2013), 1-11.
- La responsabilidad contractual como vía prioritaria de reparar al inversor. *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, julio de 2016, 1-3.
- Aproximación a la responsabilidad contractual de los prestadores de servicios de inversión. *Revista de Derecho bancario y bursátil* núm. 141. Año XXXV, enero-marzo, 2016, 125 y sigs.
- AA.VV. *Nuevos Modelos de Negocio en el Asesoramiento Financiero tras las modificaciones regulatorias de MiFID II*. (Coord. Sergio MIGUEZ) IEB, 2016.

VII. OTRAS FUENTES CONSULTADAS

- Informe del Defensor del Pueblo «Crisis económica y deudores hipotecarios: actuaciones y propuestas del Defensor del Pueblo» (2012). <http://www.clinicajuridicainmobiliaria.org/wp-content/uploads/2012/04/Informe-defensor-del-pueblo-deudores-hipotecarios.pdf>
- Informe sobre el Anteproyecto de Ley de Mercados de Valores y de los Instrumentos Financieros. Economía, Industria y Competitividad. Viernes 1 de diciembre de 2017. Disponible en: <http://www.lamoncloa.gob.es/consejodeministros/Paginas/enlaces/011217-enlacevalores.aspx>
- Líneas Estratégicas de la CNMV 2017-2018. Plan de actividades 2017. Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/PlanActividad/Plan_Actividades_2017.pdf
- Observatorio de la jurisprudencia de productos financieros complejos. AÑO 2015 Jausas Legal y Tributario, Disponible en: http://www.economistjurist.es/wp-content/uploads/sites/2/2016/09/Observatorio-de-la-jurisprudencia-de-productos-financieros-complejos-2015_JAUSAS.pdf
- Guidelines on MiFID II product governance requirements, publicada el 2 de junio de 2017
- «Comunicación de la CNMV sobre la primera actuación de supervisión utilizando la herramienta de «mystery shopping». Madrid, 22 de febrero de 2017. Disponible en: <http://www.rdmf.es/wp-content/uploads/2017/02/resultados-mystery-shopping.pdf>

VIII. JURISPRUDENCIA

SENTENCIAS DEL TRIBUNAL SUPREMO, SALA DE LO CIVIL Y OTRAS

- STJUE (Sala Cuarta), de 30 de mayo de 2013

- SAN (Sala de lo Contencioso) de 15 de julio de 2013
- STS de 10 de noviembre de 2015
- STS de 13 de noviembre de 2015
- STS de 29 de diciembre de 2015
- STS de 4 de diciembre de 2015
- STS de 4 de febrero de 2016
- STS de 12 febrero de 2016
- STS de 25 de febrero de 2016
- STS de 11 de marzo de 2016
- STS de 29 de marzo de 2016
- STS de 8 de abril de 2016
- STS de 22 de abril de 2016
- STS de 19 de mayo de 2016
- STS de 17 de junio de 2016
- STS de 14 de julio de 2016
- STS de 1 de julio de 2016
- STS de 20 de julio 2016
- STS de 21 de julio de 2016
- STS de 30 de septiembre de 2016
- STS de 5 de octubre de 2016
- STS de 14 de noviembre de 2016
- STS de 24 de noviembre de 2016
- STS de 19 de diciembre de 2016
- STS de 13 de enero de 2017
- STS de 18 de enero de 2017
- SAS de 15 de febrero de 2017
- STS de 24 de marzo de 2017
- STS de 31 de marzo de 2017
- STS de 11 de octubre de 2017

SENTENCIAS DE JPI Y AUDIENCIAS PROVINCIALES

- Sentencia del Juzgado de lo Mercantil núm. 2 de Barcelona de 19 de noviembre de 2008)
- SAP Ciudad Real de 18 de junio de 2009
- Sentencia del Juzgado de lo Mercantil núm. 7 de Barcelona de 1 de diciembre de 2009
- Sentencia del Juzgado de lo Mercantil de las Palmas de Gran Canaria de 9 de mayo de 2011
- SAP Sevilla de 18 de julio de 2012
- SAP de Madrid de 30 de abril de 2012
- SAP de Barcelona de 16 de octubre de 2013
- SJPI núm. 2 Sabadell de 20 de junio de 2016
- SAP de Madrid de 10 de febrero de 2003 (AC 2003, 1147)
- SJPI de Colmenar Viejo (Madrid) de 30 de septiembre de 2015
- Sentencia del Juzgado de Primera Instancia núm. 2 Sabadell, de 20 de junio de 2016
- SAP Ciudad Real de 18 de junio de 2009
- SAP de León de 28 de mayo de 2012
- SAP de Madrid de 30 de abril de 2012

- SAP de Valencia de 11 de febrero de 2016
- SAP Madrid de 19 de junio de 2017
- SAP de Madrid, de 12 de julio 2017
- SAP de Pontevedra de 11 de octubre de 2017
- SAP de Madrid de 21 de septiembre de 2017

NOTAS

¹ Este trabajo se desarrolla en el marco del Grupo de investigación SEJ-235 «Transversalidad e interdisciplinariedad del Derecho civil» (TIDEC). Grupo adscrito al CEIA3. Responsable: Pérez Vallejo, Ana M.^a.

² Sobre el particular véase la SAP de Madrid de 10 de febrero de 2003 (AC 2003, 1147).

³ De marco normativo confuso e incoherente que está creando una gran inseguridad jurídica habla FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A. en Repensar la protección del inversor: bases para un nuevo régimen de la contratación mobiliaria, *Diario La Ley*, núm. 8549, Sección Doctrina, 28 de mayo de 2015, Ref. D-212, Editorial LA LEY. Y de complicada RUIZ OJEDA, A. en *Caveat vendor*, o el volteo regulatorio de la asignación de riesgos en las transacciones financieras por la normativa MiFID. *Indret* 2/2017, 28.

⁴ Vid. Exposición de Motivos de la Directiva 2004/39/CE.

⁵ La norma ya ha pasado los trámites de consulta y de audiencia pública, en el que se recibieron 50 documentos con más de 450 observaciones, de 38 personas o entidades. Ahora será enviada al Consejo de Estado para recibir dictamen, volverá al Consejo de Ministros y será remitida al Parlamento para su aprobación y entrada en vigor en el plazo más breve posible. Vid. *Informe sobre el Anteproyecto de Ley de Mercados de Valores y de los Instrumentos Financieros*. Economía, Industria y Competitividad. Viernes 1 de diciembre de 2017. Disponible en: <http://www.lamoncloa.gob.es/consejodeministros/Paginas/enlaces/011217-enlacevalores.aspx> (último acceso 1 de diciembre de 2017).

⁶ La nueva regulación MiFID II sustituye a la ya mencionada MiFID I, que se compone de la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE; y del Reglamento (UE) núm. 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014 (MIFIR) relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) núm. 648/2012.

⁷ Véase al respecto el Reglamento (UE) 2016/1033 del Parlamento Europeo y del Consejo de 23 de junio de 2016 por el que se modifica el Reglamento (UE) núm. 600/2014 relativo a los mercados de instrumentos financieros, el Reglamento (UE) núm. 596/2014 sobre el abuso de mercado, y el Reglamento (UE) núm. 909/2014 sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores DOUE 30.06.2016 L. 175/1.

⁸ Así se dice que «(...) se promueve el desarrollo y difusión de nuevos productos de aseguramiento de los riesgos de tipo de interés».

⁹ Vid. BAZ BARRIOS, Sergio. La problemática de los *swaps* o contratos de permuta financiera. *Revista CESCO de Derecho de Consumo* núm. 8/2013, 475.

¹⁰ Vid. STS de 9 y 10 de diciembre de 2015 y STS núm. 509/2016 de 20 de julio (RJ 2016, 2974). Ponente Sr. Ignacio Sancho Gargallo.

¹¹ La Ley 47/2007, de 19 de noviembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, tuvo como finalidad la incorporación al ordenamiento jurídico español de tres directivas europeas: la Directiva 2004/39/CE, la Directiva 2006/73/CE y la Directiva 2006/49/CE. Las dos primeras, junto con el Reglamento (CE) 1287/2006, de directa aplicación desde su entrada en vigor el 1 de noviembre de 2007, constituyen lo que se conoce como normativa «MiFID» (acrónimo de la Directiva de los Mercados de Instrumentos Financieros, en inglés Markets in Financial Instruments Directive), que creó un marco jurídico único armonizado en toda la Unión Europea para los mercados de instrumentos financieros y la prestación de servicios de inversión.

¹² Vid. RD Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Mercado de Valores.

¹³ La no complejidad de los instrumentos financieros según el hoy derogado artículo 79 bis, 8 están contenidas en el artículo 217 del TRLMV: 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.

¹⁴ BOE núm. 265 - 5 de noviembre de 2015 y con entrada en vigor: 5 de febrero de 2016.

¹⁵ Vid. CARRASCO PERERA, A. y LYCZKOWSKA, K. Las participaciones preferentes son «productos complejos, pero eso nada importa», *Revista CESCO, de Derecho de Consumo*, 2 de septiembre de 2013. <https://www.uclm.es/centro/cesco/pdf/trabajos/30/39.pdf> (último acceso 8 de junio de 2017).

¹⁶ Un instrumento derivado (o un derivado) es un instrumento financiero u otro contrato dentro del alcance de la norma que cumpla las tres características siguientes: a) su valor cambia en respuesta a los cambios en un determinado tipo de interés, en el precio de un instrumento financiero, en el precio de materias primas cotizadas, en el tipo de cambio, en el índice de precios o de tipos de interés, en una calificación o índice de carácter crediticio, o en función de otra variable, suponiendo, en caso de que sea una variable no financiera, que no es específica para una de las partes del contrato (a menudo denominada subyacente); b) no requiere una inversión inicial neta, o bien obliga a realizar una inversión inferior a la que se requeriría para otros tipos de contratos, en los que se podría esperar una respuesta similar ante cambios en las condiciones de mercado, y c) se liquidará en una fecha futura (...). (Vid. sentencia del Juzgado de lo Mercantil de las Palmas de Gran Canaria de 9 de mayo de 2011 (AC 2011, 536).

¹⁷ Para poder acceder al producto (futuros y opciones) en el MEFF los inversores deben contratar los servicios de un intermediario financiero.

¹⁸ Objetivos que la propia CNMV justifica al señalar que «La progresiva complejidad de los mercados, de las relaciones financieras entre los individuos y las empresas y de los propios productos y servicios financieros, han puesto de manifiesto una creciente necesidad de prestar atención a la educación financiera de los consumidores, actuales o potenciales, de estos productos y servicios para contribuir a que puedan tomar sus decisiones de manera formada y responsable. Vid. *Líneas Estratégicas de la CNMV 2017-2018. Plan de actividades 2017*, 15 y 18. Disponible en : https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/PlanActividad/Plan_Actividades_2017.pdf (Último acceso 20 de abril de 2017).

¹⁹ Véase la «Comunicación de la CNMV sobre la primera actuación de supervisión utilizando la herramienta de “mystery shopping”». Madrid, 22 de febrero de 2017. Recurso en línea <http://www.rdmf.es/wp-content/uploads/2017/02/resultados-mystery-shopping.pdf>

²⁰ Dejamos de lado la vieja distinción entre negocio nominado o innominados que como señalara DE CASTRO ha sido desplazada por negocios típicos o atípicos. Vid. DE CASTRO, F. *El negocio jurídico*. Madrid, 1967, 202.

²¹ Sobre la errónea y frecuente identificación que hacen jueces y tribunales de la complejidad de los productos financieros con su carácter arriesgado, se pronuncia AGÜERO ORTIZ, A. ¿Saben nuestros tribunales lo que es un instrumento financiero complejo? No lo saben. *Revista Doctrinal Aranzadi Civil-Mercantil* núm. 4/2016. (BIB 2016, 21128). Para algunos autores el swaps no es un producto de «alto riesgo» en la medida que las eventuales liquidaciones negativas que puede generar el swap en el caso de que el tipo variable recibido sea inferior al tipo fijo se compensan económicamente con un ahorro en la financiación referenciada a ese mismo tipo variable, cuyo coste también se reduce. Vid. DÍAZ RUÍZ, Emilio e IGLESIAS RODRÍGUEZ, Julio. A propósito de los contratos de permuta de tipos de interés (swaps). Comentario a la sentencia de la Audiencia Provincial de Álava núm. 20/2011 (sección 1.ª), de 18 de enero de 2011. *Actualidad Uría Menéndez*, 13. Recurso en línea: <http://>

www.uria.com/documentos/publicaciones/3255/documento/um_art3255.pdf?id=3509 (Último acceso 27 de abril de 2017).

²² La permuta financiera de tipos de interés se define por Asociación Española de la Banca Privada (CMOF, 2009) como «aquella operación por la cual las partes acuerdan intercambiarse entre sí el pago de cantidades resultantes de aplicar un tipo fijo y un tipo variable sobre un importe nominal y durante un periodo de duración acordado».

²³ Vid. sentencia del Juzgado de lo Mercantil nº 2 de Barcelona de 19 de noviembre de 2008.

²⁴ Vid. SAP de Barcelona núm. 554/2013 de 16 de octubre.

²⁵ Pues no se configura como una suma de causas y prestaciones pertenecientes a otros contratos preexistentes, sino que la diversidad de prestaciones y su función económico-social se funde y sintetizan en un nuevo tipo contractual. Vid. VEGA VEGA, José A. *El contrato de permuta comercial* (BARTER). Ed. Reus, Madrid, 2011, 85, 101-102 y 120.

²⁶ La principal función práctica y social del *swap* no se fundamenta en la intención de intercambiar cosas, ni siquiera dinero, sino que este negocio jurídico, típico en el ámbito empresarial, intenta obtener unas condiciones financieras más favorables basadas en el arbitraje entre mercados o reestructuraciones de deudas. Vid. VEGA VEGA, José A., *Naturaleza jurídica de la permuta financiera («Swap»)*. *Revista General de Legislación y Jurisprudencia*. Núm. 1, 2017, 89.

²⁷ La sentencia del Juzgado Mercantil núm. 7 de Barcelona de 1 de diciembre de 2009 (Incidente concursal núm. 381/09) dice que «La obligación bilateral nace en el momento en que se firma el contrato y su determinación posterior depende de un suceso futuro e incierto, de un riesgo de manera que la liquidación puede variar a favor de una u otra parte, surgiendo una única obligación de pago para una de las partes».

²⁸ Para REDONDO TRIGO, F. el carácter recíproco de las prestaciones debidas, en modo alguno desaparece o resulta desvirtuado como consecuencia del establecimiento en el contrato de un acuerdo de compensación contractual, usual en sede de permutas financieras, donde las partes, aun cuando están obligadas recíprocamente a realizarse pagos mutuos, convienen que la liquidación de dichas obligaciones se efectúe mediante un «pago por diferencias», operando el instituto jurídico de la compensación en el importe concurrente de las obligaciones recíprocamente debidas». En «Swap y synalagma» *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, núm. 738, 2788. Para SENÉS MOTILLA, C. la cuestión de si el *swap* genera obligaciones recíprocas no es baladí, dado el singular régimen jurídico de estas obligaciones. En el ámbito sustantivo, de la reciprocidad depende que una parte contratante pueda invocar con éxito la *exceptio non adimpleti contractus* frente a la reclamación de cumplimiento de la otra parte que ha incumplido la propia; que pueda ejercer la facultad resolutoria del contrato (art. 1124 del Código Civil), así como quedar liberada de incurrir en mora si no cumple lo que le incumbe (art. 1100 del Código Civil). En «Tratamiento concursal del Swap de tipos de interés». *Anuario de Derecho Concursal*, núm. 41, 2017, 11 y sigs.

²⁹ Para REDONDO TRIGO es difícil caracterizar al *swap* como un auténtico contrato aleatorio, siendo más bien un contrato conmutativo donde existe aleatoriedad en cuanto a la determinación concreta de la prestación. En «Swap y synalagma», *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, núm. 738, 2782.

³⁰ Vid. BELINCHÓN ROMO, M.^a Raquel. El contrato de gestión de riesgos financieros. Análisis jurisprudencial de los «swaps». *Estudios de Derecho civil en Homenaje al Profesor Joaquín José Rams Albesa* (coord. por Matilde Cuena Casas, Luis Antonio Anguita Villanueva, Jorge Ortega Doménech), 2013, 332.

³¹ En este sentido se apunta que puede resultar extraño que este tipo de contratos, sin pago de prima, con liquidaciones periódicas entre ambas partes, pueda confundirse con un seguro. Vid. MARÍN NARROS, H. D. Los principales aspectos controvertidos en la litigiosidad de los *swaps*, *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, núm. 737, 1494.

³² Así lo califica la SAP Ciudad Real de 18 de junio de 2009.

³³ Vid. STS de 19 de mayo de 2016 Roj: STS 2263/2016 Id Cendoj: 28079110012016100326 Ponente: Rafael SARAZA JIMENA.

³⁴ Vid. STS n.º 727/2016 de 19 de diciembre. Núm. de recurso 1999/2013. Ponente: Pedro J. VELA TORRES.

³⁵ Esto es, «simple vainilla», por comparación con el tipo de helado más sencillo de producir comercialmente. Vid. MAVILA HINOJOZA, D. y LUYO QUIROZ, A. Permuta Financiera: Swap. *Revista de la Facultad de Ingeniería Industrial*. 13 (1): 40-44 (2010) UNMSM, 41.

³⁶ Vid. LÓPEZ JIMÉNEZ, José M., *Swaps: entre la cobertura de riesgos y la especulación*. Sepin, octubre 2012, 5.

³⁷ Sobre las ventajas y desventajas de estas opciones (Cap, floor, collar) véase BAZ BARRIOS, Sergio. «La problemática de los swaps o contratos de permuta financiera». *Revista CESCO de Derecho de Consumo*. N.º 8/2013, 459 y sigs.

³⁸ Vid. sentencia 139/2016 del Juzgado de Primera Instancia núm. 2 Sabadell, de 20 de junio de 2016, Rec. 311/2015, 20 de junio de 2016. Ponente: Hueso Clemente, Marta. Diario La Ley, núm. 8881, Sección La Sentencia del día, 14 de diciembre de 2016.

³⁹ Vid. LAMOTHE FERNÁNDEZ, P., PÉREZ SOMALO, M. y PÉREZ GUERRA, M. Mala praxis en la actividad bancaria y los mercados financieros: conflictos de interés y abuso de mercado. *Revista de Responsabilidad social de la empresa*, núm. 14, 2013, 122.

⁴⁰ Vid. Defensor del Pueblo «Crisis económica y deudores hipotecarios: actuaciones y propuestas del Defensor del Pueblo» (2012), 52. En este Informe se apunta que «En todo caso, hubiese sido menos gravoso para los reclamantes haber contratado un préstamo con un tipo de interés fijo, que en ese caso, tendrían muy claro el riesgo que asumían, desconociéndolo en el caso de estos productos que les han ofertado, sin conocer la operativa real y compleja de estos productos por falta de información en algunos casos».

⁴¹ Vid. MUÑIZ ESPADA, Esther. Adquisición de productos financieros y los riesgos de asimetría en la información. *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, núm. 739, 3032 y 3033.

⁴² Vid. STS núm. 268/2016 de 22 de abril. En este caso se trata de dos swaps complementados con los correspondientes cap/floor). El TS entiende que el conflicto de interés está inserto en las características propias del producto contratado y los concretos riesgos asumidos con su contratación, respecto de los que el artículo 79bis LMV impone a la empresa prestadora del servicio financiero el deber de informar de manera imparcial, clara y no engañosa.

⁴³ Vid. entre otras las SSTS núm. 668/2015, de 4 de diciembre, la núm. 31/2016, de 4 de febrero, la núm. 154/2016, de 11 de marzo; y la sentencia núm. 577/2016 de 30 de septiembre de 2016.

⁴⁴ Vid. STS 8 de abril de 2016 Roj: STS 1644/2016. Id Cendoj: 28079110012016100242 Ponente: Pedro J. VELA TORRES.

⁴⁵ El Tesoro y la Reserva Federal permitieron la caída del banco, aunque posteriormente salvaron a otras entidades. «Nadie rescató a Lehman. En cambio, se permitió que la firma se derrumbara de la noche a la mañana, una decisión que, en una fría visión retrospectiva, dejó que los problemas en un banco se convirtieran en un verdadero pánico. Cuando terminó, casi todos los otros grandes bancos tuvieron que ser salvados». Vid. The New York Times. «Revisiting the Lehman Brothers Bailout That Never Was», JAMES B. STEWART and PETER EAVIS. Sept. 29 (2014) Recurso en línea: https://www.nytimes.com/2014/09/30/business/revisiting-the-lehman-brothers-bailout-that-never-was.html?_r=0 (Último acceso 30 de junio de 2017).

⁴⁶ Vid. STS de 13 de enero de 2017. Núm. de recurso 2001/2013. Roj: STS 32/2017. Id Cendoj: 28079110012017100015. Ponente: Rafael SARAZA JIMENA.

⁴⁷ Vid. STS, Sala Primera, de lo Civil, 510/2016, de 20 de julio Referencia: SP/SENT/863638 Recurso 909/2013. Ponente: Pedro J. VELA TORRES.

⁴⁸ Vid. STS de 30 de septiembre de 2016, núm. 577/2016.

⁴⁹ Vid. FJ 2.º de la STS de 18 de enero de 2017 Núm. de recurso 2048/2013. Roj: STS 120/2017. Id Cendoj: 28079110012017100028. Ponente: Ignacio SANCHO GARGALLO.

⁵⁰ El artículo 5 del anexo de este RD 629/1993 regulaba con mayor detalle la información que estas entidades que prestan servicios financieros debían ofrecer a sus clientes: «1. Las entidades ofrecerán y suministrarán a sus clientes toda la información de que dispongan cuando pueda ser relevante para la adopción por ellos de decisiones de inversión y deberán dedicar a cada uno el tiempo y la atención adecuados para encontrar los productos y servicios más apropiados a sus objetivos [...]»3. La información a la clientela debe ser clara, correcta, precisa, suficiente y entregada a tiempo para evitar su incorrecta interpretación

y 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».

⁵¹ *Vid.* STS núm. 669 de 14 de noviembre de 2016, y STS núm. 694 de 24 de noviembre de 2016.

⁵² La Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, también conocida como MiFID I, (acrónimo de Markets in Financial Instruments Directive) supuso una verdadera revolución en la concepción de un mercado de valores armonizado europeo. También se incorporó la Directiva 2006/73/CE de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, por la que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión y la Directiva 2006/49/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito.

⁵³ El artículo 64 del RD 2017/2008, especifica que la entidad financiera debía «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 esa descripción debía «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».

⁵⁴ *Vid.* STS de 5 de octubre de 2016 STS núm. 595/2016. Núm. de recurso 540/2013. Ponente Pedro J. VELA SÁNCHEZ. (FJ4.º ap. 4)

⁵⁵ Los artículos 72 a 74 vienen a referirse a que las entidades que presten servicios de inversión deben: (i) Evaluar la idoneidad y conveniencia para el cliente del producto ofrecido, en función de sus conocimientos y experiencia necesarios para comprender los riesgos inherentes al mismo; (ii) La información relativa a los conocimientos y experiencia del cliente incluirá los datos sobre: a) Los tipos de instrumentos financieros, transacciones y servicios con los que esté familiarizado el cliente; b) La naturaleza, el volumen y la frecuencia de las transacciones del cliente sobre instrumentos financieros y el periodo durante el que se hayan realizado; c) El nivel de estudios, la profesión actual y, en su caso, las profesiones anteriores del cliente que resulten relevantes; (iii) En ningún caso, las entidades incitarán a sus clientes para que no les faciliten la información legalmente exigible.

⁵⁶ *Vid.* STS núm. 235 de 8 de abril de 2016. Núm. de recurso 3264/2012. Ponente: VELA TORRES.

⁵⁷ El artículo 79 quáter de la LMV, antes de su modificación por la Ley 10/2014, de 26 de julio, bajo la rúbrica «Excepciones a las obligaciones de información y registro», recogía una excepción a determinadas obligaciones de información. Así dispone que «lo dispuesto en los dos artículos anteriores no será de aplicación cuando se ofrezca un servicio de inversión como parte de un producto financiero que ya esté sujeto a otras disposiciones de la legislación comunitaria o a estándares europeos comunes para entidades de crédito (...).

⁵⁸ Así, Ley 35/2003, el Real Decreto 1309/2005, el Real Decreto 1282/2010, el artículo 1 e) de la Orden Ministerial de 10 de junio de 1997, la Orden EHA/888/2008 y la Circular 6/2010, de la CNMV. En la misma línea de protección cabe citar el RD Ley 2/2012, de 3 de febrero de saneamiento del sector financiero, y el RD Ley 24/2012, de 31 de agosto, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, que ya puso de relieve el alto nivel de riesgo y complejidad de algunos instrumentos financieros. A tal efecto propone medidas de refuerzo en la protección del inversor, con la idea de dar respuestas decididas en relación con la comercialización de los instrumentos híbridos y otros productos complejos para el cliente minorista. Su finalidad, evitar que se reproduzcan prácticas irregulares ocurridas durante los últimos años. Más recientemente, la Ley 24/1988 se vio modificada por la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial y la Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión.

⁵⁹ La STJUE (Sala Cuarta), de 30 de mayo de 2013, «Genil 48, S.L.» y «Comercial Hostelería de Grandes Vinos, S.L.», contra «Bankinter, S.A.» y «BBVA, S.A.», declara que el artículo 19, ap. 9, de la Directiva 2004/39/CE, debe interpretarse en el sentido de que, por

una parte, un servicio de inversión solo se ofrece como parte de un producto financiero cuando forma parte intrínseca de este, en el momento en que dicho producto financiero se ofrece al cliente; y por otra parte, que lo dispuesto en la legislación de la Unión y en las normas europeas comunes a las que se refiere dicho precepto, debe permitir una valoración del riesgo de los clientes o establecer requisitos de información que incluyan asimismo el servicio de inversión que forma parte intrínseca del producto financiero de que se trate, para que este servicio deje de estar sujeto a las obligaciones enunciadas. El art. 79 quáter de la Ley del Mercado de Valores traspuso casi literalmente lo que establece el artículo 19.9 de la Directiva MiFID relativo a las excepciones de la obligación de información.

⁶⁰ Un completo recorrido sobre dicha controversia puede consultarse en ZUNZUNEGUI, F. La nueva Ley bancaria confirma que a los *swaps* se les aplica la Ley del Mercado de Valores, *Revista de Derecho del Mercado Financiero* (diciembre 2013) pp.1-3. Véase también el comentario a dicha sentencia en MERCADAL VIDL, F. y HERNÁNDEZ PAULSEN, G. La comercialización de *swaps* de tipos de interés como parte de productos financieros. *Diario La Ley*, núm. 8129, 2013.

⁶¹ Dice la sentencia que «la cuestión de si un servicio de inversión constituye o no un asesoramiento en materia de inversión no depende de la naturaleza del instrumento financiero en que consiste sino de la forma en que este último es ofrecido al cliente o posible cliente» (apartado 53) y del artículo 4.4 Directiva 2004/39/CE que define el servicio de asesoramiento en materia de inversión como «la prestación de recomendaciones personalizadas a un cliente, sea a petición de este o por iniciativa de la empresa de inversión, con respecto a una o más operaciones relativas a instrumentos financieros»; aclarada por el artículo 52 Directiva 2006/73/CE, «[s]e entenderá por recomendación personal una recomendación realizada a una persona en su calidad de inversor o posible inversor (...)».

⁶² *Vid.* sentencia de la Audiencia Nacional de 15 de julio de 2013 [Sala de lo Contencioso. (Roj: SAN 3163/2013). Ponente: Jose F. MÉNDEZ CANSECO].

⁶³ El artículo 79 quáter de la LMV, bajo la nueva rúbrica «Servicios de inversión como parte de un producto financiero», señala que: «Las obligaciones de información y registro contempladas en los artículos 79 bis y 79 ter anteriores serán de aplicación a los servicios de inversión que se ofrezcan como parte de otros productos financieros, sin perjuicio de la aplicación a estos últimos de su normativa específica, especialmente aquella relacionada con la valoración de los riesgos y los requisitos de información a suministrar a los clientes».

⁶⁴ Así la propia Exposición de Motivos (Ap. III) señala que «de este modo, con el fin de elevar al máximo la protección a los inversores y garantizar la seguridad jurídica y la homogeneidad en la normativa de transparencia aplicable a la comercialización de servicios de inversión, se anticipa en España la extensión de este régimen de información al cliente, en línea con los proyectos normativos de la Unión Europea en materia de mercados de instrumentos financieros. (EM III final).

⁶⁵ *Vid.* al respecto, ZUNZUNEGUI, F. Derechos del consumidor de servicios y productos financieros como derechos básicos. *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, 29 de noviembre de 2013, 4. MUÑIZ ESPADA, Esther. Adquisición de productos financieros y los riesgos de asimetría en la información. *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, núm. 739, 3060. La autora propone como más factible superar la categoría de consumidor y crear una protección simplemente del «contratante más débil»; hacer una categoría más amplia, con aplicación a los pequeños inversores.

⁶⁶ Legislación contenida principalmente en la Ley 7/1998 LCGC y el Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el TRLGDCU.

⁶⁷ Así lo pusimos de relieve en el caso de las preferentes al considerar que el «preferentista» español afectado por el escándalo de las participaciones preferentes, además de pertenecer en su gran mayoría a esta categoría (pequeño inversor o cliente minorista) reúne la condición de consumidor —consumidor financiero, en este caso especialmente vulnerable por el colectivo al que fue dirigido— que celebra un contrato de adhesión. *Vid.* PÉREZ-VALLEJO, Ana M.^a Consumidores vulnerables (inversores de edad avanzada): el rostro más duro de las participaciones preferentes. En *Nuevas Perspectivas del Tratamiento Jurídico de la Discapacidad y la Dependencia* (Dir. M.^a C. García Garnica. Coord. Rojo Álvarez-Manzaneda, R.). Ed. Dykinson. Madrid, 2014, 227-242.

⁶⁸ Vid. ZUNZUNEGUI, F. Derechos del consumidor de servicios... *Ob. cit.* 4.

⁶⁹ La Directiva delegada de la Comisión de 7 de abril de 2016 (C 2016 2031 final) por la que se complementa la Directiva 2014/65/UE 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. Se pretende especificar las normas relativas a la salvaguarda de los fondos e instrumentos financieros de los clientes, a las obligaciones de gobernanza de los productos para las empresas de inversión que elaboren o distribuyan instrumentos financieros, y a la entrega o percepción de honorarios, comisiones u otros beneficios monetarios o no monetarios (incentivos).

⁷⁰ «Ojo financiero» para productos financieros complejos, frente al «ojo humano» para productos financieros simples. Vid. al respecto, LAMOTHE FERNÁNDEZ, P., PÉREZ SOMALO, M. y PÉREZ GUERRA, M. Mala praxis en la actividad bancaria y los mercados financieros: conflictos de interés y abuso de mercado, *Revista de Responsabilidad social de la empresa*, núm. 14, 2013, 122.

⁷¹ Vid. Defensor del Pueblo (n.º expediente 09012179).

⁷² Vid. FJ 4.º de la SAP Sevilla, (Secc. 6.ª), de 18 julio 2012, (núm. de rec. 1193/2012). En igual sentido la STS núm. 613/2015 de 10 de noviembre y STS núm. 747/2015 de 29 de diciembre.

⁷³ Vid. STS, de 13 de noviembre de 2015 (sentencia número 633/2015, Ponente SARAZA JIMENA),

⁷⁴ Vid. SSTS núm. 493/2016, de 14 de julio (*RJ* 2016, 2974), y núm. 519/2016, de 21 de julio (*RJ* 2016, 3443), siendo en ambas ponente Excmo. Sr. Ignacio SANCHO GARGALLO. Así como la STS núm. 509/2016, de 20 de julio (*RJ* 2016, 3429), ponente Excmo. Sr. Rafael SARAZA JIMENA y STS núm. 510/2016, de 20 de julio (*RJ* 2016, 3428), ponente Excmo. Sr. Pedro VELA TORRES). En todas estas sentencias el cliente eran sociedades mercantiles.

⁷⁵ Vid. AGÜERO ORTIZ, Alicia. El consumidor como inversor de alto riesgo: la impugnación por vicios del consentimiento de los contratos de adquisición de participaciones preferentes y *swaps*, una opción solo al alcance de algunos, *Revista CESCO de Derecho de Consumo* núm. 8/2013, 491.

⁷⁶ Vid. STS núm. 102/2016, de 25 de febrero, y núm. 411/2016, de 17 de junio. Igualmente la ya citada STJUE de 30 de mayo de 2013, caso Genil 48. S.L. (C-604/2011) EDJ 2013/69039, señala que «La cuestión de si un servicio de inversión constituye o no un asesoramiento en materia de inversión no depende de la naturaleza del instrumento financiero en qué consiste, sino de la forma en que este último es ofrecido al cliente o posible cliente» (apartado 53).

⁷⁷ Vid. SSTS núm. 493/2016, de 14 de julio (*RJ* 2016, 2974), y núm. 519/2016, de 21 de julio (*RJ* 2016, 3443), siendo en ambas ponente Excmo. Sr. Ignacio SANCHO GARGALLO. Así como la STS núm. 509/2016, de 20 de julio (*RJ* 2016, 3429), ponente Excmo. Sr. Rafael SARAZA JIMENA y STS núm. 510/2016, de 20 de julio (*RJ* 2016, 3428), ponente Excmo. Sr. Pedro VELA TORRES). En todas estas sentencias el cliente eran sociedades mercantiles.

⁷⁸ Vid. Consulta pública sobre el anteproyecto de Ley de transposición de la normativa MiFID II (Directiva 2014/65/UE y Directiva delegada de la Comisión de 7 de abril de 2016 que complementa a la anterior), Ministerio de Economía, industria y competitividad. 7. Recurso en línea: <http://cd00.epimg.net/descargables/2017/03/15/6b9c626d3eac8e6064e13eaf7aadc903.pdf> (Última consulta 26 de agosto 2017)

⁷⁹ Vid. AA.VV. *Nuevos Modelos de Negocio en el Asesoramiento Financiero tras las modificaciones regulatorias de MiFID II*. (Coord. Sergio Míguez) IEB, 2016, 120.

⁸⁰ «Los Estados miembros exigirán a las empresas de inversión que aseguren y demuestren que las personas físicas que prestan asesoramiento o proporcionan información sobre productos de inversión, servicios de inversión o servicios auxiliares a clientes en nombre de la empresa de inversión disponen de los conocimientos y las competencias necesarios para cumplir sus obligaciones de acuerdo con el artículo 24 y el presente artículo, y deberán publicar los criterios utilizados para evaluar tales conocimientos y competencias».

⁸¹ Al respecto la STS de 8 de abril 2016 señala que «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* cuanto si, al hacerlo, el cliente tenía un conocimiento suficiente de este producto complejo y de los concretos riesgos asociados al mismo; y la omisión del test que debía recoger esa 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; permite 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». *Vid.* STS de 8 de abril de 2016 Roj: STS 1644/2016. Id Cendoj: 28079110012016100242. Ponente: Pedro J. VELA TORRES.

⁸² *Vid.* Observatorio de la jurisprudencia de productos financieros complejos. 2015 Jausas Legal y Tributario, 10. Recurso en línea: http://www.economistjurist.es/wp-content/uploads/sites/2/2016/09/Observatorio-de-la-jurisprudencia-de-productos-financieros-complejos-2015_JAUSAS.pdf (Último acceso 4 de febrero de 2017).

⁸³ STS de 19 de mayo de 2016 Roj: STS 2263/2016 Id Cendoj: 28079110012016100326 Ponente: Rafael SARAZA JIMENA.

⁸⁴ *Vid.* STS n.º 727/2016 de 19 de diciembre. Núm. de recurso 1999/2013. Ponente J. VELA TORRES.

⁸⁵ En el caso de autos, el TS entiende que no es determinante, a estos efectos, la cualificación del administrador (licenciado en ciencias empresariales). Además, es de absoluta relevancia este extremo, pues el cliente con perfil de inversor inexperto goza de la máxima protección establecida por la Ley, puesto que: «Sin conocimientos expertos en el mercado de valores, el cliente no puede saber qué información concreta ha de requerir al profesional. Por el contrario, el cliente debe poder confiar en que la entidad de servicios de inversión que le asesora no está omitiendo información sobre ninguna cuestión relevante».

⁸⁶ *Vid.* STS de 24 de marzo de 2017 Núm. de recurso 1363/2014. Roj: STS 1056/2017. Id Cendoj: 28079110012017100192 Ponente Ignacio SANCHO GARGALLO.

⁸⁷ *Vid.* STS de 11 octubre de 2017, núm. 555/2017, recurso: 2025/2015. Ponente: María de los Ángeles PARRA LUCÁN.

⁸⁸ Dice la sentencia que «(...) la preparación profesional del Sr. X (licenciado en Derecho y Económicas, y haber trabajado en un despacho de abogados con asuntos internacionales), y el riesgo financiero de la sociedad (3.680.000 euros), no justifican que el administrador y la sociedad fueran inversores profesionales, según la clasificación que introdujo la reforma operada por la Ley 47/2007 y que analógicamente nos sirve para deslindar cuando existía deber de informar y cuando no. Conforme al actual artículo 78 bis LMV, inversores profesionales son «aquellos a quienes se presume la experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente sus riesgos». *Vid.* STS núm. 361/2016, de 12 de febrero. Roj: STS 361/2016 Ponente: Ignacio SANCHO GARGALLO.

⁸⁹ *Vid.* STS núm. 235 de 8 de abril de 2016. Núm. de recurso 3264/2012. Ponente: Pedro J. Vela Torres.

⁹⁰ *Vid.* SAP de Madrid de 30 de abril de 2012, núm. 210/2012. Recurso de apelación 727/2011. Ponente: Amparo CAMAZÓN LINACERO.

⁹¹ Nocional que ascendía a 1.273.000 euros y que en el interrogatorio de parte señaló el actor «aparecer ahora en el contrato» (...) «el nocional no constaba, pregunté a los empleados y me dijeron, el importe es el saldo deudor en cada momento del préstamo hipotecario, va en función del cuadro de amortización». (...) ¿cómo que me interesa? en ese momento no hay 1.273.000 euros, usted sabe perfectamente que con una hoja sin firmar, simplemente con la fotocopiadora se pueden hacer maravillas, yo le digo que si hay 1.273.000 jamás lo habría firmado, pero por razones obvias, porque mi riesgo no llega a 300.000.

⁹² *Vid.* SAP de León de 28 de mayo de 2012 (Roj: SAP LE 705/2012), recurso: 122/2012, Ponente: Ana DEL SER LÓPEZ.

⁹³ *Vid.* STS núm. 99/2017 de 15 de febrero. Núm. de recurso: 2569/2013. Ponente: Pedro J. VELA TORRES.

⁹⁴ *Vid.* FJ 2.º de la STS de 31 de marzo de 2017 Núm. de recurso 1483/2013. Roj: 1218/2017. Id Cendoj: 28079110012017100197. Ponente Francisco Javier ORDUNA MORENO. En igual sentido se pronuncia la STS Sala Primera de 6 abril de 2017. EDJ 2017/36403.

⁹⁵ Vid. la ya citada STJUE, de 30 de mayo de 2013, caso Genil 48. S.L. (C-604/2011) y la STJUE de 19 de julio de 2012, caso Littlewoods Retail (C-591/10), apartado 27) EDJ 2012/167173.

⁹⁶ Vid. VICENT CHULIÁ, F. Cuestiones abiertas en la contratación bancaria. *Cuadernos de Derecho Judicial*, Contratos bancarios núm. 20 (2003), 8.

⁹⁷ Vid. REDONDO TRIGO, La nulidad absoluta de los derivados financieros por incumplimiento de la normativa MiFID, en *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, núm. 723, 2011, 625-655.

⁹⁸ Vid. STS de 4 de diciembre de 2015; núm. 668/2015. (Roj: STS 4946/2015).

⁹⁹ Vid. al respecto, MORALES MORENO, A. M. Permuta financiera de interés (*swap*), deberes de información, error e indemnización. Reflexiones sobre la sentencia del Tribunal Supremo de 21 de noviembre de 2012. *Revista de Derecho Mercantil* núm. 289, 2013, 436. 407-442. El autor se plantea si la solución adoptada respecto del incumplimiento de los deberes de información, a través de la anulación del contrato por error, es la idónea o si, por el contrario, sería preferible reconducir tales incumplimientos hacia el sistema de la indemnización por daños. Más contundente a favor de esta tesis, se muestra ZUNZUNEGUI PASTOR, F. La responsabilidad contractual como vía prioritaria de reparar al inversor. *Revista de Derecho del Mercado Financiero*. Publicado 6 de julio de 2016. Págs. 1-3. Recurso en línea <http://www.rdmf.es/2016/07/06/la-responsabilidad-contractual-como-via-prioritaria-de-reparar-al-inversor/> Del mismo autor, Aproximación a la responsabilidad contractual de los prestadores de servicios de inversión. *Revista de Derecho bancario y bursátil* núm. 141. Año XXXV, enero-marzo, 2016, 125 y sigs.

¹⁰⁰ La acción de responsabilidad contractual por daños y perjuicios con fundamento en los artículos 1100 y 1101 del Código Civil con base en el incumplimiento contractual de la entidad financiera, basado en la falta de información en los *swaps* se ha estimado en las siguientes sentencias, entre otras: en la SJPI núm. 2 Sabadell, de 20 de junio de 2016. Diario La Ley, núm. 8881, Sección La Sentencia del día, 14 de diciembre de 2016; la SAP del Madrid, Sección 10, sentencia núm. 329/2017, de 12 de julio. SAP Pontevedra, Sección 1, sentencia núm. 479/2017, de 11 de octubre. SAP de Valencia, Sección 9, sentencia núm. 102/2016, de 11 de febrero. SAP Madrid, Sección 25, sentencia núm. 216/2017, de 19 de junio. SAP de Madrid, Sección 8, sentencia núm. 389/2017, de 21 de septiembre.

¹⁰¹ Complementada por la Directiva delegada de la Comisión de 7 de abril de 2016 (C 2016 2031 final).

¹⁰² Vid. Consulta pública sobre el anteproyecto de Ley de transposición de la normativa MiFID II (Directiva 2014/65/UE y Directiva delegada de la Comisión de 7 de abril de 2016 que complementa a la anterior). Ministerio de Economía, industria y competitividad, 9. El plazo de duración de la consulta será hasta el 10 de abril de 2017. Recurso en línea: <http://cd00.epimg.net/descargables/2017/03/15/6b9c626d3eac8e6064e13eaf7aadc903.pdf> (Último acceso 10 de mayo de 2017).

¹⁰³ Vid. las «Guidelines on MiFID II product governance requirements», publicada el de 2 de junio de 2017 y adoptadas por la CNMV el 12 de diciembre de 2017, con aplicación a partir del 3 de enero de 2018.