

# Adquisición de productos financieros y los riesgos de asimetría en la información

por

ESTHER MUÑOZ ESPADA  
*Catedrática de Derecho Civil*  
*Universidad de Valladolid*

## SUMARIO

- I. EL MERCADO FINANCIERO: INNOVACIONES Y SUCESIVOS RETORNOS.
  - II. LA RESPONSABILIDAD DE LOS INTERVINIENTES EN EL MERCADO DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS.
  - III. LA PAUTA DE CONDUCTA EN LOS MERCADOS FINANCIEROS.
  - IV. DIFICULTADES DE APLICACIÓN Y EL FRACASO EN LA GESTIÓN DE LOS RIESGOS.
  - V. LAS VÍAS DE RECLAMACIÓN.
  - VI. A MODO DE CONCLUSIÓN. LA GESTIÓN DEL RIESGO FINANCIERO Y SU INFLUENCIA EN LA EVOLUCIÓN DEL DERECHO CONTRACTUAL.
- 
- I. EL MERCADO FINANCIERO: INNOVACIONES Y SUCESIVOS RETORNOS

Sabido que el mundo financiero no se corresponde con esa imagen elitista que él pretende proyectar de sí mismo y que se ha visto profundamente desacreditado en varias ocasiones<sup>1</sup>, no extraña que sigan funcionando dentro de

---

<sup>1</sup> Recordemos los casos como Citibank (1964), Allied Lyons (1991), Showa Shell (1993), Banca Negara (1994), Propter & Gamble (1994), Sumitomo (1995), Gibson Greeting Cards

él las operaciones de ingeniería financiera o esas nuevas fórmulas que sirven para enmascarar la realidad contable con productos de riesgo, en ocasiones incorrectamente calificados<sup>2</sup>; lo que no prejuzga la necesidad de reforzar la eficiencia de los instrumentos financieros en orden a la competitividad de la actividad empresarial y la necesidad de la adaptación del Derecho a las necesidades de la economía<sup>3</sup>. A su vez, la especulación se desarrolla cada vez más a través de instrumentos innovadores y alternativos a las inversiones tradicionales, algunos muy sofisticados y revestidos de una gran complejidad, que sirve para justificar su opacidad<sup>4</sup>. La generalización de estos instrumentos viene favorecida por unas estructuras financieras no del todo bien trabadas o compactadas<sup>5</sup>, por las que a veces determinadas operaciones terminan generando situaciones de grave conflicto económico y social<sup>6</sup>, como ha sucedido con la adquisición

---

(1995), Orange County (1995), Barings Bank (1995), Long Term Capital Mangement (1998), Metallgesellschaft (1994), Allied Irish Banks (2002), Société Générale (2008), AIG (2008), Lehman Brothers...

<sup>2</sup> GENSE, P./TOPSACALIAN, P., *Ingénierie financière*, Economica, París, 2004, medios jurídico-financieros al servicio de la empresa, como medios destinados a favorecer su desarrollo y la reorganización de sus estructuras, sin embargo, la finalidad de algunos montajes dan lugar a problemas éticos. ALBOURY, M., «La finance contre l'entreprise», en *Revue Française de Gestion*, 1993, pág. 38, «la mejor forma de crear valor no está en montajes jurídico-financieros sofisticados... sino en la actividad industrial y comercial de las empresas». Puede verse, asimismo, FERRANDIER, R./KOEN, V., *Marché de capitaux et technique financière*, Economica, París, 2004; BONHOMME, R., «Responsabilité et gestion du risque financier», en *RDBF*, 2010, pág. 42, el mercado puede ser volátil sin ser, sin embargo, especulativo.

<sup>3</sup> VERMEILLE, S., «Régle de Droit et développements des modes de financement alternatifs au crédit bancaire ou l'indaptation du droit français à l'évolution de l'économie et de la finance», en *RTDF*, núm. 2, 2012, pág. 28 y sigs., «la elaboración de la regla de Derecho óptima pasa por una mejor comprensión del impacto de las leyes sobre el acceso a los capitales externos al servicio de la financiación de la economía y una aproximación ventajosa transversal de diferentes problemáticas» (pág. 54). Vid. asimismo, MARTIN, D./SABA, O./FALLET, C., «Pistes de réflexion pour une réforme du régime des actions de préférence», en *SJ Entreprise et Affaires*, núm. 38, 23 de septiembre de 2010, 1821.

<sup>4</sup> Sobre las relaciones entre las crisis financieras y los productos financieros de creciente complejidad, vid. FERNÁNDEZ DE ROZAS, J. C., «Regulación *versus* desregulación internacional tras la crisis de 2008», en *Agenda internacional*, núm. 28, 2010, pág. 201.

<sup>5</sup> ONTIVEROS, E./ESCOLAR, I., *El rescate*, Madrid, 2013, pág. 103, «durante mucho tiempo los bancos españoles han estado ocultando parte de su deuda, camuflando sus balances, poniendo precios a activos que no eran reales... ¿por qué han ocultado la deuda de esa manera y por qué el Gobierno ha permitido que lo hayan hecho?». «El resultado final es un sistema bancario con amenazas de liquidez importante y de calidad de los activos y posible insuficiencia de los recursos, de solvencia, en definitiva».

<sup>6</sup> Los desastres financieros encuentran sus raíces en la ingeniería financiera, LAURENT, J., *Global derivate Debacles, From theory to Malpractice*, Singapore/London, 2012 (hay traducción al francés de A. GRIBE, *Les produits derives et le grands desastres financiers, ingeniere défailante et supercherie*, París, 2011), pág. 293; y los derivados están incluidos en la mayor parte de los vehículos de inversión bajo una u otra forma. La mala utilización de los derivados distorsiona el orden establecido en el ámbito de la inversión, pág. 303.

de las denominadas participaciones preferentes<sup>7</sup>, que se han terminado convirtiendo en vehículos de destrucción. Así, hay más de 10.000 millones de euros invertidos en participaciones preferentes de bancos y más de 14.000 millones de emisiones de otros sectores financieros, como el energético o el de telecomunicaciones, y una avalancha de reclamaciones sobre irregularidades en la comercialización de este producto; sin duda, existen otros tantos confeccionados como éste de manera tortuosa, casi bastaría con fijarse en el opaco mercado de bonos hipotecarios; ahora, alguno de estos productos, por sus resultados, se han visto fuertemente devaluados<sup>8</sup>, pero conviene tomar en cuenta que después del caos nada parece cambiar<sup>9</sup>; ¿se van a dejar de ofrecer masivamente productos financieros de manera indiferenciada? El Real Decreto-ley 24/2012, de reestructuración y resolución de entidades<sup>10</sup>, que se ocupa, entre otros aspectos, de los instrumentos híbridos y de ciertas precauciones para su comercialización, entre los cuales se encuentran las participaciones preferentes, prevé como una de las soluciones la opción del canje, pero ¿cómo pueden confiar los titulares de participaciones preferentes, deuda subordinada u otros productos híbridos o complejos, en una propuesta de canje si no pueden evaluar las implicaciones?<sup>11</sup>, ¿el canje obedece a lo que ellos pretendían adquirir?, ¿entra en los tipos de productos adaptados al perfil de ese inversor al que de manera irregular se han colocado, por ejemplo, participaciones preferentes, cuando él en realidad pretendía una inversión muy conservadora?, ¿qué margen de legalidad tiene todo esto, sobre todo cuando se trata de ofertas de cambio por ciertos instrumentos de capital de la misma entidad de crédito? No tiene mucha coherencia cuando

---

<sup>7</sup> Auge de las participaciones preferentes que no sólo es un fenómeno español.

<sup>8</sup> «El genio financiero precede a la caída», GALBRAITH, J. K., *Breve historia de la euforia financiera*, Ariel, Barcelona, 1991, pág. 32 y sigs.

<sup>9</sup> «Nada es más notable que esta observación: al día siguiente de la especulación, la realidad será ignorada casi por completo», *ib.*, pág. 34.

<sup>10</sup> Posteriormente Ley 9/2012.

<sup>11</sup> Según su artículo 38, las entidades afectadas por un proceso de reestructuración han de adoptar alguna acción de gestión o propuesta sobre estos productos, que puede consistir en: «a) Ofertas de canje por instrumentos de capital de la entidad de crédito, sean acciones, cuotas participativas o aportaciones al capital. b) Ofertas de recompra de los valores, ya sea mediante su abono directo en efectivo o condicionado, conforme a su valor actual, a la suscripción de acciones, cuotas participativas o aportaciones al capital de la entidad o a la reinversión del precio de recompra en algún otro producto bancario. c) Reducción del valor nominal de la deuda. d) Amortización anticipada a valor distinto del valor nominal». Permite a la entidad financiera proponente que «las medidas del apartado anterior podrán ir acompañadas de otras modificaciones de los términos de las emisiones afectadas y, en particular, la introducción del carácter discrecional del pago de la remuneración». El diseño de estos niveles de intervención se complementa con lo dispuesto en los artículos 42 y sigs. del mismo texto legal si el FROB estimara que con las medidas adoptadas por la entidad no se asegurara un reparto adecuado de los costes de reestructuración o resolución, lo que podría implicar mayores pérdidas para los tenedores de participaciones preferentes. Medidas excepcionales previstas hasta el 30 de junio de 2013.

la propia Disposición Adicional 13.<sup>a</sup> del texto contempla un legislador decidido a evitar futuras prácticas irregulares con una serie de medidas preventivas a través de límites en el valor de adquisición<sup>12</sup> —que por otro lado, ya no tiene demasiada virtualidad, porque ahora ya ni a las propias entidades les interesan las participaciones preferentes por su falta de repercusión sobre el cómputo del capital—; y en relación a la referencia de los folletos de emisión no parece que haya nada nuevo, o sobre el registro de productos no idóneos para el tipo de cliente, más de lo mismo ya previsto en el espíritu de la Directiva MiFID. Y ¿no parecen excesivas las limitaciones a la reclamación de cantidades por incumplimiento en las condiciones de emisión a consecuencia de una intervención del FROB?<sup>13</sup> Y cuando el alcance del problema es tan extenso ¿cómo conciliar los intereses de los inversores con los de la sociedad, es decir, con la estabilidad presupuestaria? Incluso, si el particular inversor tiene el perfil adecuado para ofrecerle un instrumento financiero complejo, ¿está garantizada la información sobre los balances de las entidades que emiten o en las que se invierte, o sobre sus reestructuraciones de capital?, ¿se puede garantizar un riguroso análisis del producto y de sus circunstancias concurrentes en momentos de crisis, incertidumbre, inestabilidad e insolvencia?

Una vez más, el fracaso en las estructuras financieras, favorecido por un contexto de crisis, evidencia la necesidad de un reforzamiento de las garantías a favor del inversor o del usuario de servicios financieros.

## II. LA RESPONSABILIDAD DE LOS INTERVINIENTES EN EL MERCADO DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS

La Comisión Nacional del Mercado de Valores, en algunas ocasiones, ha reconocido simplemente frente algunas irregularidades su tardía reacción<sup>14</sup>, o

---

<sup>12</sup> La Disposición Adicional 13.<sup>a</sup> ha salido al paso imponiendo que la comercialización o colocación entre clientes o inversores minoristas de emisiones de participaciones preferentes, instrumentos de deuda convertibles o financiaciones subordinadas computables como recursos propios conforme a la normativa de solvencia de entidades de crédito, exigirá el cumplimiento de los requisitos siguientes: a) La emisión ha de contar con un tramo dirigido exclusivamente a clientes o inversores profesionales de al menos el cincuenta por ciento del total de la misma, sin que el número total de tales inversores pueda ser inferior a cincuenta, y sin que sea de aplicación a este supuesto lo previsto en el artículo 78 bis.3.e) de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. b) En el caso de emisiones de participaciones preferentes, o instrumentos de deuda convertibles de entidades que no sean sociedades cotizadas, en los términos del artículo 495 de la Ley de Sociedades de Capital, el valor nominal unitario mínimo de los valores será de 100.000 euros. En el caso de las restantes emisiones, el valor nominal unitario mínimo será de 25.000 euros.

<sup>13</sup> De nuevo según lo previsto en el mismo texto legal citado.

<sup>14</sup> Aunque se han reforzado las funciones de las sociedades rectoras y de los organismos de supervisión en general.

digamos le resulta más fácil instruir un expediente sancionador que prevenir<sup>15</sup>, podía haber prohibido —según han defendido algunos expertos— la colocación de participaciones preferentes entre inversores minoristas<sup>16</sup>, como se han prohibido las ventas en corto de las acciones de los bancos durante un periodo<sup>17</sup>.

La generalidad de la doctrina mercantilista manifiesta buena dosis de complacencia al comentar la Ley del Mercado de Valores, aunque los problemas no se generan sólo por una cuestión de deficiencia normativa, sino de aplicación. La Comisión Nacional del Mercado de Valores<sup>18</sup> ejerce una supervisión prudencial, que debe garantizar la seguridad de las transacciones y la solvencia del sistema. Pero esta supervisión y control, sin embargo, no hace necesaria una autorización previa respecto de los productos financieros que se ponen en circulación o que se quieran comercializar, es decir, no es necesaria autorización administrativa previa ni para las emisiones ni para la admisión a negociación de los valores emitidos (art. 25 LMV), el emisor puede acudir a cualquier técnica adecuada para la colocación de los valores siempre que se ajuste a las condiciones recogidas en el folleto; pero ¿cómo puede garantizar la solvencia del sistema si no tiene como función verificar la veracidad de la información suministrada por los emisores, ni tampoco verificar los resultados de las ofertas de productos financieros sobre los inversores?, según el artículo 92 de la LMV la incorporación a los registros de la CNMV de la información «sólo implicará el reconocimiento de que aquellos contienen toda la información requerida por las normas que fijen su contenido y en ningún caso determinará responsabilidad de la Comisión Nacional del Mercado de Valores por la falta de veracidad de la información en ellos contenida»<sup>19</sup>. Tampoco es una forma de dar confianza en el sistema que las normas de conducta contenidas en los artículos 78 a 83

---

<sup>15</sup> «La labor supervisora se complica y, continuamente, va por detrás del desarrollo vertiginoso de los mercados, de los instrumentos financieros, de la tecnología», KIRCHNER, P./SALINAS, C., *La reforma de la ley del mercado de valores*, Valencia, 2009, pág. 329.

<sup>16</sup> Cabe recordar que inicialmente las acciones estuvieron reservadas por su alto nivel especulativo a inversores profesionales, vid. sobre ello, MÉADEL, J., *Les marchés financiers et l'ordre public*, LGDJ, París, 2007, pág. 159.

<sup>17</sup> Aunque, ciertamente, la medida ya no tenga mucho sentido en la actualidad, pues carecen de interés para las entidades de crédito, vid. MAYORGA TOLEDANO, M. C., «El problema de las participaciones preferentes: déficit regulatorio o apariencia de protección», en *Aranzadi Civil-Mercantil*, núm. 6, 2012, pág. 14.

<sup>18</sup> O de los mercados financieros, sobre la denominación, vid. MARTÍN MUÑOZ, A./IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J., «Concepto de valor y ámbito de aplicación de la Ley del Mercado de Valores», en *Derecho de la regulación económica, Mercado de valores*, t. II, dir.: JIMÉNEZ-BLANCO CARRILLO DE ALBORNOZ, Madrid, 2009, pág. 23 y sigs.

<sup>19</sup> Sobre el artículo 92 LMV, vid. Circular 1/2013, de 30 de enero, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre comunicación de informaciones relativas a empresas de servicios de inversión y sus sociedades dominantes y a sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva.

quater de la LMV, siendo normas imperativas, estén plagadas de conceptos vagos e indeterminados. Asimismo, las órdenes de ejecución de las operaciones deben permitir por parte del ordenante y del receptor que conozcan con exactitud sus efectos, pero no es un supuesto aislado que el propio oferente o quien comercializa el producto no lo entienda; en la SAP de Álava, de 7 de abril de 2009<sup>20</sup>, se analizaba un *swap* para cubrir el riesgo de oscilación monetaria, respecto al cual el mismo director de la oficina bancaria reconoció que no comprendía en absoluto esa cláusula del contrato, lo que provocó la declaración de su nulidad<sup>21</sup>.

Asimismo, son fines esenciales de la Ley del Mercado de Valores el fomento de la transparencia de los mercados de valores, la correcta formación de los precios y la protección de los inversores. Pero a este respecto, el propio Banco de España expresó que las participaciones preferentes ofrecían una rentabilidad poco acorde con el riesgo asumido, siendo dudoso que la rentabilidad residual supere a la de una imposición a plazo fijo, aunque se hayan comercializado convenciendo de que eran productos de alta remuneración; el Banco de España expresó su preocupación por el peso creciente de las participaciones preferentes en los recursos propios básicos de algunas entidades, así como por la forma en la que, en determinados casos, se estaban comercializando entre la clientela minorista tradicional<sup>22</sup>, lo que no evitó que se siguiera operando en muchos casos del mismo modo, ni se limitó la extensión del problema. En efecto, este producto vale simplemente lo que el mercado pague por él, dependiendo en buena medida de las condiciones del emisor y de su capacidad para generar beneficios, y sin carácter acumulativo. En una inversión se supone que se cobra un precio equivalente o con relación al riesgo asumido, pero en un reciente estudio donde se comprueba si su emisión fue efectuada en condiciones de mercado, comparándose con la rentabilidad de los activos sin riesgo, una de las conclusiones a las que se llega es que el diferencial con respecto a la deuda pública ha sido bajo durante todo el periodo analizado y «además se estrechó en la fase en la que ya desde España se amplió el abanico de entidades financieras que accedieron a la actividad de este instrumento financiero»; «las participaciones preferentes emitidas en España han presentado en general unas condiciones de emisión poco atractivas para los inversores, ...el agravante de todo esto es que su característica de perpetuidad deja atrapados a los inverso-

---

Cabe citar también la Circular 2/2013, de 9 de mayo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el documento con los datos fundamentales para el inversor y el folleto de las instituciones de inversión colectiva.

<sup>20</sup> AC 2009/995.

<sup>21</sup> También SAP de Jaén, de 27 de marzo de 2009, AC 2009/1604; SJPI, núm. 1 de Mataró, de 5 de febrero de 2012.

<sup>22</sup> Informe de Estabilidad Financiera del Banco de España, núm. 3, noviembre de 2002, págs. 13, 14 y 41.

res en unas inversiones de rentabilidad dudosa»<sup>23</sup>. En ello insiste el Informe de Estabilidad Financiera del Banco de España de noviembre de 2002, «dado que algunas participaciones preferentes no se han dirigido al mercado institucional, sino que se han comercializado entre la clientela minorista (con menor capacidad de valoración del riesgo asociado al instrumento), que su liquidez en el mercado secundario es muy escasa, y puesto que ofrecen una rentabilidad poco acorde con el riesgo asumido, las entidades podrían estar incurriendo en riesgo de reputación. En concreto, si a la rentabilidad ofrecida se le resta la prima de riesgo derivada del bajo derecho de prelación de las participaciones preferentes, la prima a percibir por su iliquidez y el precio de la opción de compra otorgada al emisor (aspectos mal conocidos por el pequeño inversor), es dudoso que, en algunas de estas emisiones, la rentabilidad residual supere a la de una imposición a plazo fijo»<sup>24 25</sup>.

El Banco de España tampoco ofrece una imagen de seguridad, percibiéndose esa contradicción entre primar la solvencia de la banca o la tutela del cliente<sup>26</sup>; la amortización anticipada de participaciones preferentes previa autorización del Banco de España, como excepción a su carácter perpetuo, es una prueba de ello; o cuando se da por quebrada una entidad, cuando en realidad ha sido rescatada y se puede suspender el cobro de intereses en vez de dar por perdido parte del capital invertido; el mismo problema se presentó cuando la sociedad emisora y el intermediario financiero, siendo la misma entidad, canaliza sus títulos, como ha ocurrido con la comercialización de participaciones preferentes, a través de las sucursales bancarias. Aunque para empezar, ¿qué autonomía cabe esperar de esta institución, o de la CNMV, como se exige, teniendo en cuenta el modo de realizarse en ellas los principales nombramientos?<sup>27</sup>. Los informes

---

<sup>23</sup> BLANCO MARCILLA, E., «Participaciones preferentes: rentabilidad de las emisiones», en *CNMV*, julio de 2007, págs. 1, 29, 35 y 49.

<sup>24</sup> Informe de Estabilidad Financiera del Banco de España, núm. 3, noviembre de 2002, pág. 41. En la Comisión Nacional del Mercado de Valores se habían recibido reclamaciones por la escasísima liquidez de las participaciones preferentes que cotizan en el mercado AIAF.

<sup>25</sup> El Informe del Defensor del Pueblo de marzo de 2013, a propósito de su estudio sobre las participaciones preferentes, reclama «mayor independencia y competencias claras y precisas para la CNMV, para adoptar medidas cautelares. Del mismo modo, es importante el otorgamiento de facultades a la CNMV para imponer acuerdos a las partes, cuando estime que la normativa no ha sido respetada, en perjuicio de los inversores minoristas, evitando que tengan que acudir a la justicia para solventar cuestiones que el supervisor ha decidido de antemano, sin perjuicio de su derecho a la utilización de la vía judicial».

<sup>26</sup> Vid. RAMOS MUÑOZ, D., «Las participaciones preferentes y su contexto: resolviendo el sudoku», en *La Ley*, núm. 7970, noviembre de 2012, pág. 7, sobre el potencial conflicto de intereses dentro del regulador, pues el cumplimiento de las normas de solvencia puede resultar contraproducente para los inversores.

<sup>27</sup> Sobre el tema, puede verse BETANCOR, A., «La Comisión Nacional del Mercado de Valores como administración independiente», en *Derecho de la regulación económica, Mercado de valores*, t. II, dir.: JIMÉNEZ-BLANCO CARRILLO DE ALBORNOZ, Madrid, 2009, pág. 172,



anuales de la CNMV sobre reclamaciones y consultas evidencian que no son suficientes las medidas actuales<sup>28</sup>.

De otro lado, las agencias de calificación son otra parte de la debilidad del sistema<sup>29</sup>, por las dificultades, entre otras razones, de perfilar sus responsabilidades; es sorprendente, expresa PARTNOY, que la cuestión de qué papel deberían desempeñar en el moderno desarrollo de la evolución de los mercados financieros siga aún abierta<sup>30</sup>. Son reiteradas las críticas que se han hecho a

---

por su parte, expresa que «en nuestro caso, el término independencia, aplicado a entes como la CNMV, debe hacerse en su sentido relativo».

<sup>28</sup> En el Informe anual de la CNMV sobre reclamaciones y consultas el 95 por 100 de las reclamaciones se dirigen contra los bancos y cajas de ahorro, cuatro entidades acumulan más del 45 por 100 de las quejas. Desde febrero de 2012 las reclamaciones se han incrementado en más de un 100 por 100 respecto al año anterior. Las reclamaciones tramitadas por los servicios de la CNMV alcanzaron en 2011 las 2.408, un 15,4 por 100 más que en 2010 y, de ellas, las que implicaron un análisis de las cuestiones planteadas y la emisión de un informe fueron 2.086, lo que supone un aumento del 17,6 por 100 respecto de las resueltas en 2010. Un 82 por 100 se refirió a incidencias relativas a la prestación de servicios de inversión, se debió principalmente a problemas de información a los inversores y, en segundo lugar, al proceso y ejecución de órdenes. Las reclamaciones resueltas con informe favorable al reclamante se incrementaron un 51,3 por 100 en el ejercicio 2011. En el año 2011, de las reclamaciones que se resolvieron con informe favorable al reclamante, las entidades comunicaron la rectificación de su actuación según los criterios señalados solo en el 9,6 por 100 de los casos, porcentaje inferior al de 2010 (14,6 por 100). En el resto de los casos, la entidad comunicó que no rectificaba en 238 ocasiones (19,5 por 100) y en 863 ocasiones (70,8 por 100) no se realizó ninguna comunicación al respecto a la CNMV.

<sup>29</sup> ONTIVEROS, E./ESCOLAR, I., *El rescate*, Madrid, 2013, págs. 124 y 125, «las agencias de calificación crediticia, como se ha puesto de manifiesto antes y después de la crisis, han ido siempre detrás de la curva, como se dice en los mercados financieros. En el mejor de los casos, porque también ha habido otras anomalías, han ido detrás de los acontecimientos y han sido de tal magnitud los errores que han cometido que muchas veces han tratado de curarse en salud y han bajado las calificaciones».

«Los fallos en los sistemas de evaluación de los activos y entidades por parte de las agencias de calificación impidieron anticipar los desfases patrimoniales», BILBAO UBILLOS, J., «La crisis actual, cambios en la regulación financiera y modificación de las fronteras entre lo público y lo privado», en *Gestión y política pública*, núm. 2, 2012, pág. 489; BETANCOR, A., «Mariposas, fotocopias y burbujas inmobiliarias», en *El Notario del Siglo XXI*, marzo-abril de 2013, pág. 30 y sigs.; PARMEGGIANI, F., «La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future», en *Giur. Comm.*, 2010, pág. 121 y sigs.; DENIS, F., «La nouvelle responsabilité civile des agences de notation», en *Rev. Lamy Droit des affaires*, núm. 65, 2011, pág. 73 y sigs.; ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, C., *La responsabilidad civil de las agencias de calificación crediticia*, Aranzadi, Navarra, 2013.

<sup>30</sup> «Legal scholars long have recognized that investment banking, accounting, and law firms can act as private gatekeepers to financial markets. However, scholars have not settled the questions of when and whether such gatekeepers should be liable for misrepresentations or fraud by public issuers of securities. The answers to these questions depend, of course, on both the reputational and legal constraints imposed on gatekeepers' activities. Because scholars continue to debate the scope of these constraints, it is unsurprising that the question of what role gatekeepers should play in modern, rapidly-evolving financial markets remains open», el autor hace, asimismo, una propuesta para una modificación de su régimen, en «Barbarians



las agencias de calificación, por la opacidad de sus métodos de calificación, por la fuerte concentración de este sector, como por sus conflictos de intereses.

Tampoco se han visto medidas de actuación sobre aquellas autoridades que, en este contexto más amplio de crisis, no solamente no corrigieron los excesos, sino que orientaron su política en la dirección contraria y continúan persistiendo en ella; y ¿por qué el mercado en nuestro país no se amplía a otras modalidades financieras que no sean necesariamente las bancarias?, es decir, aumentar la presencia de otro tipo de financiadores u operadores en el mercado financiero con adecuadas garantías; y ¿qué se hace con aquél que produjo el contagio a otros países por inflación de préstamos a particulares que ninguna posibilidad tenían de devolver los créditos y han comercializado básicamente productos financieros basados sobre esas hipotecas?, en definitiva, sobre una pura farsa<sup>31</sup>. ¿Qué confianza se puede tener en aquellos que deben resolver la crisis si no fueron capaces de predecirla?

Todas las variables deben tomarse en cuenta, porque como dijera J. F. NASH, en el mundo real tanto las relaciones económicas como las políticas y sociales el resultado depende de la conjunción de decisiones de diferentes agentes o jugadores.

Todo ello cuestiona al propio orden jurídico, puesto que la solución a estos problemas sociales y económicos tiene que ser política y jurídica, la correcta decisión política es también jurídica. El Derecho es la racionalización de la acción política, casi siempre con contenido y alcance económico. Otra vez confundir lo que erróneamente se distingue. El Derecho tiene que tener una respuesta objetiva de justicia y seguridad. Pero lo que se está intentando, las soluciones que se están proponiendo, son medidas más de circunstancias que la solución ortodoxa, lo que equivale a una incorrecta asignación de responsabilidades o a una huida del verdadero problema, y precisamente en el Derecho Civil se encuentra el fundamento para salir al paso de estos problemas.

---

at the gatekeepers?: a proposal for a modified strict liability regime», *Washington University Law Quarterly*, 2001, copr © 2003 West, Thomson business.

<sup>31</sup> No solo respecto de las denominadas *subprime*, las calificadas Alt-A que se realizaron en Estados Unidos entre 2004 y 2008 por un total de 1,2 billones de dólares tenían la misma probabilidad de impago, aunque tenían puntuaciones crediticias FICO superiores a las de los prestatarios de *subprime*. Pero mientras se pueda «atraer más dinero al mercado el problema queda resuelto. Esa ha sido la historia de los últimos tres o cuatro años» anteriores al 2007; lo cual quiere decir que no siempre las mejores firmas de Wall Street entienden sus propios riesgos; y «¿por qué las agencias de calificación no se mostraron más críticas con los bonos respaldados por hipotecas basura de interés variable?», LEWIS, M., *La gran apuesta*, trad.: F. J. RAMOS MENA, Barcelona, 2013, pág. 217 y pág. 258, el FMI evaluó las pérdidas en los activos relacionados con el mercado *subprime* originados en EE.UU. en un billón de dólares.

Vid. AVENEL, J. D., *L'essential des marches financiers aux Etats-Unis: institutions financières, fonctionnement des marches, produit financiers traditionnelles*, París, 2011.

Si bien, un establecimiento puede quebrar no por razones vinculadas al riesgo del mercado o al riesgo del crédito, vid. CHARTIER, E., *Le système d'information du risqué opérationnel*, Economica, París, 2009.

### III. LA PAUTA DE CONDUCTA EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

En concreto, la regulación debe reforzarse a favor de aquellos que tiene más posibilidades de verse perjudicados. A la vista de los acontecimientos, el conjunto de deberes a cargo de las entidades de comercialización de instrumentos financieros, y de las entidades supervisoras, que guían también las condiciones contractuales, proporcionan una tutela insuficiente. A este respecto, lo que han hecho las sucesivas regulaciones es ir proporcionando a cuenta gotas mayores rigores para la defensa del pequeño inversor, que, en definitiva, es una aplicación o una transposición a un área específica de los principios ya recogidos en la teoría general de las obligaciones y contratos; circunstancia reveladora, no tanto de un problema de deficiencia normativa, como, sobre todo, de aplicación y control. En este contexto, el principio de buena fe y de lealtad en las relaciones contractuales asume una especial significación a través del deber de información, con diversidad de funciones en su desenvolvimiento, que ha alcanzado un gran desarrollo sobre la base, fundamentalmente, pero no exclusivamente, de las relaciones entre profesional y usuario; esta obligación, que se entendía implícita en el principio de buena fe y lealtad en las relaciones contractuales, para permitir expresar un consentimiento correctamente formado, pasa a contemplarse expresamente como un deber de información de origen legislativo, con distinto alcance y contenido según su ámbito de actuación y con una diversidad de funciones, reflejando una nueva expansión de la lógica proteccionista del consumidor<sup>32</sup>.

La idea es compensar al usuario de servicios financieros que frecuentemente se ve indefenso en un campo excesivamente técnico y desconocido para él, enfrentado a una contraparte que parece mejor protegida por el sistema; en efecto, un banco no es un acreedor cualquiera<sup>33</sup>, y no puedo serlo porque cumple una finalidad de relevancia social y una utilidad económica muy especial, por lo que, en coherencia, debe ofrecer una cualificación y un estatuto particularmente exigente, con una normativa bien definida y mejor estructurada, apoyada por un eficiente sistema de control, que no siempre quiere funcionar.

De esta protección forma parte otra consideración: la transparencia en el funcionamiento de los mercados ha supuesto históricamente uno de los objetivos más perseguidos por los ordenamientos jurídicos de cualquier sector económico. No puede hacerse una correcta asignación de los recursos ni adoptarse decisiones económicas convenientes si hay asimetría en la información, fuente de

---

<sup>32</sup> Sobre esto puede verse MOLFESSIS, N., «De l'obligation de renseignement à l'éducation juridique du contractant», en *Mélanges en l'honneur du professeur J. Hauser*, París, 2012, pág. 928 y sigs.

<sup>33</sup> Vid., por ejemplo, Real Decreto-ley 5/2005, de 11 de marzo, para el impulso de la productividad y para la mejora de la contratación pública, sobre su posición de privilegio en lo referente al procedimiento concursal.

desigualdades<sup>34</sup>; por ello, las entidades financieras tienen que estar sometidas a un estatuto profesional especialmente exigente para favorecer su solidez y fiabilidad dentro del tráfico económico<sup>35</sup>. Es decir, la relación entre el inversor y la entidad de crédito no tiene que basarse en una relación de confianza, porque entre ambos hay conflicto de intereses<sup>36</sup>. En este ámbito las relaciones se desenvuelven, a diferencia de lo característico del Derecho Privado, entre el conflicto de intereses y la asimetría en la información.

Ante esto, un proceso de simplificación legislativa se impone ya para empezar, tanto por lo que se refiere al desarrollo de las normas de conducta o pautas de comportamiento de las entidades de emisión o intermediarias en relación con el inversor minorista, como en lo que respecta a su responsabilidad<sup>37</sup>. La dispersión legislativa y su fragmentación, característica de este ámbito que analizamos, debilita enormemente la eficacia en la protección de los derechos de este tipo de inversor, como perjudica también a las propias entidades participantes del sector, incrementando sus costes de transacción; de modo, que la propia codificación de la materia clarificaría y mejoraría la accesibilidad del inversor a los instrumentos financieros, superando la actual dispersión normativa, que ha sido objetivo, no conseguido, de la Orden EHA/2899/2011, de 28 de octubre, de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios<sup>38</sup>. Pero no sólo es esto, es un sistema de fuentes, el del ámbito económico, con una gran dependencia de elementos y conceptos definidos técnicamente fuera del sistema jurídico, con multitud de normas secundarias de distinto origen, en un complejo sistema de distribución de competencias no sólo territoriales, sino de los diversos centros de planificación y de producción paranormativa, con habilidad para crear además nuevos mecanismos de intervención para coyunturas específicas, por ejemplo, como la actual, en tiempos de crisis<sup>39</sup>.

<sup>34</sup> Sobre los fallos del mercado, vid. CIDONCHA MARTÍN, A., «Los mercados de valores: mercados primarios y secundarios. Las bolsas de valores», en *Derecho de la regulación económica, Mercado de valores*, t. II, dir.: JIMÉNEZ-BLANCO CARRILLO DE ALBORNOZ, Madrid, 2009, pág. 108.

<sup>35</sup> Vid. SSTs de 28 de marzo de 2005, *RJ* 2005/2614, 12 de abril de 2006, *RJ* 2006/1893, 21 de septiembre de 2006, *RJ* 2006/6652, 15 de noviembre de 2006, *RJ* 2006/8131.

<sup>36</sup> Por ello, en la Directiva MiFID se justifica que la creciente gama de actividades que muchas empresas de inversión realizan simultáneamente ha incrementado la posibilidad de que surjan conflictos de intereses entre estas diversas actividades y los intereses de sus clientes. Es, pues, necesario establecer normas que garanticen que estos conflictos no perjudiquen los intereses de sus clientes. Desarrollado en el artículo 18.2 de dicha normativa.

<sup>37</sup> ZUNZUNEGUI, F., «Hacia un estatuto del inversor», en *RDMF*, 2006, pág. 8 y sigs., propone ir desarrollando un Derecho especial del usuario de servicios financieros.

<sup>38</sup> OLAIZOLA, F., «Una visión crítica de la Orden EHA/2899/2011, de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios», en *El Notario del Siglo XXI*, pág. 48 y sigs.

<sup>39</sup> Como refiere ampliamente CARRILLO DONAIRE, J. A., «Peculiaridades del sistema de fuentes en el mercado de valores», en *Derecho de la regulación económica, Mercado de valores*, t. II, dir.: JIMÉNEZ-BLANCO CARRILLO DE ALBORNOZ, Madrid, 2009, pág. 429 y sigs.;

Por lo tanto, una tutela del inversor debe abordarse como protección de la parte más débil, con especial énfasis en la prevención de los problemas de información asimétrica, es más, este es el instrumento esencial para la protección del inversor y del propio mercado de valores<sup>40</sup>, si bien la normativa de protección del inversor tenga una identidad específica respecto a éste.

La normativa específica arranca con más detalle a partir del Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios, sobre normas de conducta de los intervinientes en los mercados de valores y las normas que rigen las relaciones entre clientes y entidades en las operaciones contratadas por ambos. Se integran para una mayor transparencia de los mercados y de la protección de los inversores, así como para una ordenación más completa de las relaciones entre estos y las entidades que actúan en los mercados de valores, estableciéndose las condiciones que, en aras de una mayor claridad, deben cumplir las órdenes sobre valores, actividades de asesoramiento y difusión de información en materias relacionadas con los instrumentos financieros. Son normas de ordenación del mercado, cuyo incumplimiento constituye una infracción administrativa y forman parte del contenido de las relaciones precontractuales con el cliente o inversor.

En definitiva, son medidas de gestión de conflictos de intereses, cuya función es poner en guardia; requieren la advertencia, con la debida antelación, para que el inversor tome las debidas precauciones y adopte la mejor decisión, y ello a lo largo del tiempo que permanezca la adquisición de ese producto<sup>41</sup>. Cualquier práctica comercial está guiada por el principio de diligencia y por las exigen-

---

vid. también FRISON-ROCHE, M. A., «Régulation bancaire, régulation financière», en *Études de droit privé, Mélanges offerts à P. Didier*, París, 2008, pág. 173 y sigs.

<sup>40</sup> Sobre la prioridad de los fines de esta política legislativa, vid. VALMAÑA OCHAITA, M., *Algunas consideraciones sobre el marco jurídico de protección del inversor en Derecho español*, ed. Facultad de Ciencias Sociales de Cuenca, 2008, pág. 5 y sigs.; *La responsabilidad civil derivada del folleto informativo en las ofertas públicas de suscripción y venta de valores*, Madrid, 2006; SÁNCHEZ ANDRÉS, A., *La nueva legislación del mercado de valores, fundamentos económicos y jurídicos para la regulación de la materia*, Pamplona, 1995, pág. 91 y sigs.; SALINAS ADELANTADO, C., «Desregulación y neoregulación en el mercado de valores», en *RDM*, núm. 224, 1997, pág. 709.

<sup>41</sup> En la SAP de Baleares, de 2 de septiembre de 2012, la Sala estima que, *en el caso, este deber de información implicaba dar a conocer a los clientes minoristas las informaciones preocupantes que se publicaban sobre el particular*, y en ocasiones, con carácter contradictorio, pues las agencias de calificación mantenían un «rating» elevado de seguridad de inversión, *a fin de que los clientes con todos los datos disponibles en dicho momento, hubieran podido decidir si procedían a la venta de las participaciones preferentes a pesar de la baja del valor nominal en las transacciones llevadas a cabo en un mercado secundario, o bien si las mantenían, con los riesgos que ambas posturas pueden implicar*: la reducción del valor, o, en último extremo, la quiebra, si no es rescatado, o bien que si mejorase la situación económica el valor pudiera incrementarse, en el bien entendido que no era posible conocer el futuro del valor de dicha inversión, y por ello, la entidad demandada no suministró esa información concreta y necesaria para decidir. La Audiencia entiende que hay un incumplimiento contrac-

cias de la buena fe, evitando conflictos de intereses y reflejando el propósito comercial de esa práctica. La redacción originaria de la LMV establecía como regla elemental de actuación respecto del cliente la diligencia, transparencia y una gestión ordenada y prudente. La obligación de que las entidades deberán informar a sus clientes con la debida diligencia de todos los asuntos concernientes a sus operaciones está en el origen; son las irregularidades, abusos o fraudes lo que ha llevado a sucesivos desarrollos mediante su especificación y concreción, que no representa, sino la insistencia sobre la misma regla; como si añadir sinónimos de la misma obligación evitara una conducta irresponsable, en vez de centrarse en un riguroso control y en fijar límites estrictos claramente definidos<sup>42</sup>.

Estas obligaciones se han desarrollado a través de diversos textos normativos, aplicándose de modo específico a concretos instrumentos financieros; nuevos instrumentos financieros de creciente complejidad, pues la difusión del empleo de las nuevas tecnologías y la profunda crisis del sector financiero han servido de justificación para ulteriores desarrollos de esta regulación en áreas sectoriales. Su evolución también se ha producido por la vía de otorgar un papel importante, aunque no en la práctica, a los códigos de conducta, a la autorregulación, como alternativa respecto del enfoque legislativo tradicional.

Pero es la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, *Markets in Financial Instruments Directive*<sup>43</sup>, el hito más citado en la protección del usuario de estos servicios, de acuerdo con el Plan de acción de servicios financieros<sup>44</sup>. La UE refuerza el marco legislativo comunitario de los servicios de inversión y de los mercados regulados, con el fin de alcanzar dos grandes objetivos en cuanto a reglamentación: por una parte, proteger a los inversores y preservar la integridad del mercado, estableciendo requisitos armonizados para la actividad de los intermediarios autorizados; por otra parte, fomentar la equidad, la transparencia, la eficacia y la integración de los mercados financieros. Más específicamente: la integración del mercado finan-

---

tual del artículo 1101 del Código Civil y de la suficiente entidad conforme al artículo 1124 del mismo Código para provocar la resolución contractual.

<sup>42</sup> Sobre estos límites puede verse HULL, J., *Options, futures et autres actifs dérivés*, París, 2011, pág. 16 y sigs.; MORVAN, J., *Marché et instruments financiers*, París, 2009, pág. 145 y sigs., su importancia se evidencia teniendo en cuenta que los mercados financieros están cada vez más globalizados e integrados, tema al que se refiere este autor.

<sup>43</sup> Por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo, modificada por la Directiva 2010/78.

<sup>44</sup> Y sus normas de desarrollo —la Directiva 2006/73/CE, el Reglamento 1287/2006 de la Comisión y los textos legales de nivel III derivados del asesoramiento del Comité de Reguladores Europeos (CESR)—. Como se podría aquí citar de manera más expresa la Orden EHA 2899/2011, de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios, que proviene también de esta Directiva y que provoca la modificación de la LMV.

ciero; introducir un régimen regulatorio común para los servicios financieros de los Estados miembros; introducir el principio de armonización máxima; reforzar la protección de los inversores, a través de un suministro de información de mayor calidad; el establecimiento de una mayor transparencia de los mercados de valores; el perfeccionamiento de las normas de conducta en la relación con los clientes; y la aplicación del principio de mejor ejecución, de manera que se incluya la obligación de obtener el mejor resultado posible al ejecutar las órdenes de los clientes. A los servicios que ofrecen productos financieros se les impone la obligación de actuar de forma honesta, imparcial y profesional en interés del cliente, y proporcionar información clara y no engañosa, de manera que se compruebe que se es consciente de lo que se está contratando.

Exige a las empresas de inversión, en su labor de comercialización de productos, que adecuen previamente su oferta al test de idoneidad o conveniencia del cliente, teniendo en cuenta sus circunstancias personales y patrimoniales. En definitiva, la idea es modernizar los mercados financieros; mejorar la potestad supervisora de las agencias nacionales de valores del mercado; y mejorar la cooperación transfronteriza entre supervisores. Ello se puede resumir en tres principios fundamentales: proporcionar un mayor nivel de protección a los clientes y especialmente al pequeño inversor mediante el establecimiento y aplicación por parte de las entidades que prestan servicios de inversión de normas de conducta y protocolos de organización y control; introducir un marco regulatorio común para homogeneizar la prestación de servicios de inversión en los países de la Unión Europea; y conseguir un aumento de la competencia, mediante la liberalización de determinados mercados y servicios financieros.

La normativa MiFID supone para los usuarios de servicios de inversión: la necesaria clarificación y comunicación de la clasificación asignada; la evaluación de la idoneidad o de la conveniencia en función del servicio de inversión prestado; la clasificación del cliente y el tipo de instrumento financiero sobre el que recaiga; y la aplicación de políticas específicas para la ejecución de órdenes y gestión de los conflictos de interés. Ello quiere decir que antes de que el servicio bancario o financiero venda un producto a un cliente, tiene que valorar: los conocimientos y experiencia del cliente, los tipos de productos y servicios con los que el cliente está familiarizado, naturaleza, frecuencia y tipo de operaciones a las que está habituado ese cliente y nivel de estudios, formación y experiencia profesional, sin presuponer conocimientos sobre cuestiones financieras por mucho que se puedan relacionar en parte con su profesión. Y asegurarse de la suficiencia y fiabilidad de la información que va a transmitir<sup>45</sup>.

---

<sup>45</sup> Sobre el deber de investigar, vid. FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., «La protección del inversor y la responsabilidad administrativa de los administradores y directivos por infracción de la normativa del mercado de valores», en *RDBB*, núm. 76, 1999, pág. 119 y sigs.; más específicamente y en función del tipo de servicio financiero que se preste vid. la

A la vista de ello, la Directiva no ha dejado de valorarse como el instrumento normativo esencial que introduce cambios sustanciales en la tutela del interés del inversor, lo cual no es tan cierto, al menos en lo que se refiere a las bases de la relación contractual, a los deberes de transparencia y de información y tampoco en cuanto a la relación de dichas normas de conducta en función del tipo de inversor —pues siempre se ha distinguido, para la apreciación de la validez, si los contratantes son peritos o conocedores del ámbito del respectivo negocio, así por ejemplo en relación al requisito de la excusabilidad del error—. En relación con la protección del inversor minorista no es más que una especificación al ámbito financiero de los principios que están en la base de la teoría general de las obligaciones y contratos, como el principio de buena fe en las relaciones contractuales y precontractuales, la nulidad de pleno derecho de los actos jurídicos celebrados en contra de normas imperativas —art. 6.3 del CC, o aplicación del art. 1258 o del art. 1265 del CC—; también son deberes de cualquier mandatario o comisionista, que se desenvuelven ahora de modo acorde con su especialidad en las normas de conducta o en las pautas de comportamiento de los intermediarios financieros; tomando la protección de los intereses de los inversores como clave del sistema, como no podría ser de otro modo, y ante lo que se insiste por numerosas conductas irregulares y se imponen con valor clarificador y conminador. Su trascendencia económica y jurídica radica en su utilidad para dar confianza y seguridad al mercado de valores, es una técnica de control de este mercado, que procura unas instituciones sometidas a un estatuto de rigor y profesionalidad, de competencia, aunque esto sólo será así si, en efecto, funcionaran de este modo con independencia de las actuaciones de supervisión e inspección.

Son normas de disciplina y de ordenación, cuya infracción da lugar a sanciones administrativas y cuyo incumplimiento o defectuoso cumplimiento permite al perjudicado reservarse las acciones legales correspondientes, en cuanto forman parte del contenido contractual y precontractual de obligado cumplimiento.

Esto quiere decir que en relación a la adquisición de determinados productos financieros, como han sido las denominadas participaciones preferentes, no es coherente la exigencia de un régimen diferente antes y después de la entrada en vigor de la Directiva MiFID y que se resuelvan jurisprudencialmente supuestos similares de modo diverso en atención a dicho documento, porque el problema estaba previsto ya antes en la misma LMV a la luz de la Directiva 1993/22/CE<sup>46</sup>, y en los propios principios generales de la teoría de las obligaciones y contratos; sin perjuicio todo ello, del objetivo de la Directiva MiFID de resolver los problemas de manera uniforme para un mercado único. Por ello, aquellas

---

Guía de obligaciones de información al inversor en el marco de la Directiva MiFID, CARRASCO PERERA, A./LYCZKOWSKA, K., en [www.uclm.es/Centro/Cesco](http://www.uclm.es/Centro/Cesco).

<sup>46</sup> Vid. STS de 18 de abril de 2013.



actividades que queden fuera del marco de esta Directiva tendrán que recibir igualmente unos niveles adecuados de protección del usuario y ese contexto se determina igualmente por las reglas de la teoría general de las obligaciones y contratos, Ley CGC o TR de 2007, pues no afecta a productos de crédito como préstamos o hipotecas, salvo en el caso de algunos productos de financiación muy sofisticados que incluyan la utilización de instrumentos derivados.

En todo caso, hay que advertir que los inversores minoristas no son exactamente consumidores, pero merecen un tratamiento jurídico protector diferenciado como el de estos, sean o no consumidores; por lo que, en función de cada caso, pueden confluir normas de la Directiva MiFID y la Orden EHA de 2011 con el TR de 2007<sup>47</sup>.

La distinta consideración en función del tipo de inversor por la Directiva MiFID, determina unas consecuencias y una protección jurídica diversa, trasplantadas a los artículos 78 bis y 78 ter de la Ley 47/2007, que tampoco es una concepción nueva, pues la responsabilidad del adquirente en la teoría general del Código Civil también se flexibiliza en función de la experiencia, la cualificación y los conocimientos técnicos en el sector del negocio en el que está actuando. La máxima protección corresponde al cliente minorista, que se define en la propia

---

<sup>47</sup> SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «La protección del inversor en el mercado de capitales», en *Reforma del Derecho Privado y protección del consumidor*, JCYL, Documentos Consumo, Valladolid, 1994, pág. 216 y sigs., no considera la integración de la protección del inversor en el marco de la protección del consumidor atendiendo a su diferente naturaleza económica; por su parte, TAPIA HERMIDA, A. J., «Las normas de protección de la clientela en el mercado de valores», en *RDBB*, 1996, pág. 569 y sigs., el cliente «al ser usuario de servicios financieros tendrá derecho a gozar de los medios de protección establecidos genéricamente por la LGDCU». Las normas especiales de protección de la clientela en el mercado de valores —continúa el autor— deben integrarse en las normas generales de protección del consumidor o usuario, de manera que las lagunas de la normativa sectorial sean completadas por remisión a la normativa general contenida en la LGDCU. Es útil considerar que el principio de protección del inversor constituye una aplicación sectorial del principio de protección del consumidor en el que se integra, cuyas razones explica en las págs. 572 y sigs. Vid., en la misma línea, FERNÁNDEZ BENAVIDES, M., «Participaciones preferentes: aproximación al problema y primeras respuestas de la jurisprudencia civil», núm. 4, 2012, págs. 35, 45 y 49, [www.revista.uclm.es/Index.php/cesco](http://www.revista.uclm.es/Index.php/cesco); ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, C., «Mecanismos jurídicos de protección del cliente inversor frente a las entidades prestadoras de servicios de inversión», en *RDBB*, núm. 114, 2009, pág. 66 y sigs.

El consumidor de bienes de consumo corriente no tiene la misma posición que un inversor particular, en el ámbito de los mercados financieros no está protegido contra las fluctuaciones del mercado, si bien está protegido en cuanto hay un reconocimiento a través de un estatuto jurídico específico y una distinción entre distintos tipos de inversores, lo que redundará sobre su categoría específica diferenciadora de la posición de consumidor de otro tipo de servicios y bienes. La Ley no se refiere a la categoría de consumidor, sino que distingue los inversores profesionales del resto de inversores, lo que responde a la necesidad de reforzar la parte más débil, pero también y especialmente para simplificar las operaciones entre profesionales, así MÉADEL, J., *Les marches financières et l'ordre public*, en LGDJ, París, 2007, pág. 159 y sigs., reconociendo, no obstante, que la naturaleza imperativa del principio de transparencia es objeto de una aproximación al Derecho del consumo (pág. 178).

Directiva como todo cliente que no sea profesional, siendo cliente profesional el que se ajusta a los criterios establecidos en su anexo II, artículos 78 bis2 y bis3 de la LMV. Los clientes minoristas pueden renunciar a la protección legal prevista, ya sea en todo momento o con respecto a un servicio de inversión o a una operación determinada, o a un tipo de operación o producto; deben declarar por escrito, en un documento separado del contrato, que son conscientes de las consecuencias de su renuncia; será válida, por tanto, si se efectúa una evaluación adecuada de la competencia, la experiencia y los conocimientos del cliente que ofrezca garantías razonables, a la vista de la naturaleza de las operaciones o de los servicios previstos<sup>48</sup>; requiere, así, consentimiento expreso y por escrito y tal renuncia no libera a la entidad prestadora de servicios financieros de la correspondiente responsabilidad, pues debe advertirle claramente por escrito de la protección y de los derechos de indemnización de los que puede quedar privado; y antes de decidir si acepta la solicitud de renuncia, las empresas de inversión estarán obligadas a adoptar todas las medidas razonables para asegurarse de que el cliente que pide ser tratado como cliente profesional cumple los requisitos legales para ello<sup>49</sup>.

Salvo esta renuncia, deben cumplirse por parte de la entidad prestadora de servicios financieros todas las pautas de comportamiento, pues respecto del inversor minorista no se presume ni la suficiente experiencia ni conocimientos ni cualificación adecuada para una correcta evaluación de los riesgos. Y estas pautas están presentes a lo largo de todo el periodo vinculado por ese negocio, pues ante cambios en el mercado tiene que mantenerse la debida relación, calculada inicialmente, entre el tipo de inversor y el nivel de riesgos.

La clasificación en función del tipo de inversor es la que ha sido fundamentalmente tenida en cuenta por las diversas resoluciones judiciales para anular o no la orden de compra del inversor respecto de las denominadas participaciones preferentes, pero en ocasiones ha aplicado esta diversa clasificación sin casuismo, puesto que la previa adquisición del inversor minorista de algún producto financiero, complejo, no equivale a conocimiento y adecuada valoración del riesgo de cualquier otro tipo de producto también complejo, y máxime si respecto

---

<sup>48</sup> Debe comprobarse que se cumplen, como mínimo, dos de los siguientes criterios: que el cliente haya realizado en el mercado de valores de que se trate operaciones de volumen significativo con una frecuencia media de diez por trimestre durante los cuatro trimestres anteriores; que el valor de la cartera de instrumentos financieros del cliente, formada por depósitos de efectivo e instrumentos financieros, sea superior a 500.000 euros; que el cliente ocupe o haya ocupado por lo menos durante un año un cargo profesional en el sector financiero que requiera conocimientos sobre las operaciones o los servicios previstos.

<sup>49</sup> Las empresas —expresa la Directiva— deben aplicar políticas y procedimientos internos adecuados, que deberán establecerse por escrito, para clasificar a los clientes. Corresponde a los clientes profesionales informar a la entidad de inversión de cualquier cambio que pudiera modificar su clasificación, si esta tuviera conocimiento de que el cliente ha dejado de cumplir las condiciones para poder acogerse a un trato profesional, adoptará las medidas apropiadas.

de él no se han seguido las pautas de obligado cumplimiento frente al inversor en función de su clasificación, y especialmente en función del tipo de servicio de inversión; no porque conozca determinados productos complejos cabe deducir que conoce otros distintos, respecto a él debe cumplirse igualmente el deber de información. En función del caso concreto es aceptable que se afirme que «la cultura financiera de los actores, no es la del hombre medio, la del buen padre de familia que preconiza nuestro Código Civil, sino que su posición social, su cultura financiera y sus posibilidades económicas no pueden pretender que se considere que tienen escasos conocimientos sobre los productos financieros que adquieren y que únicamente realizan inversiones en función de lo que les va indicando su asesor»<sup>50</sup>. Pero convence poco en abstracto, porque el cumplimiento de estas obligaciones de información, a pesar de lo que puede entenderse del texto legal, no puede depender exclusivamente de si el producto es complejo o no, porque la diferencia a los efectos de esta clasificación no puede ser sólo objetiva, sino también subjetiva, dependiendo, a su vez, de la experiencia o de los conocimientos financieros de ese concreto inversor minorista, porque no todo producto catalogado de no complejo es así para todo tipo de inversor minorista. De otro lado, las dificultades no pueden producirse a los efectos de catalogar y clasificar el tipo de inversor por la entidad, porque aparece claramente definido en el anexo correspondiente de la Directiva, aunque cabe pasar de una clase a otra, cumplidos los requisitos y condiciones para ello; por lo que no parece que pueda haber discrepancias entre las diversas entidades a los efectos de esta clasificación, la dificultad más bien está en comprobar que la entidad ha cumplido todas las pautas de comportamiento a la hora de comercializar de manera concreta ese producto específico. Es el test de conveniencia o de idoneidad, según el tipo de servicio financiero que se preste, el medio de valoración de la adecuación de determinados productos financieros para ese concreto inversor minorista, y es el cumplimiento por parte de la entidad de todas las pautas de comportamiento correspondientes a los deberes de información para ese concreto producto que se pretende adquirir lo que liberará a la entidad de cualquier ulterior responsabilidad, esto es lo que significa asegurar la gestión adecuada y prudente de la empresa de inversión, que exige el artículo 9 de la Directiva, y no, como se hace en algunas sentencias, dependiendo de *si con carácter general* el inversor estaba habituado a invertir y a la realización de determinadas operaciones financieras; lo que corresponde, pues, es comprobar si para la adquisición de ese concreto producto o prestación de servicio financiero por parte de la entidad se han realizado todas las actuaciones que implican el correcto deber de información sobre el alcance de los riesgos, características y condiciones de ese producto de manera clara e inteligible al nivel de este

---

<sup>50</sup> Sentencia del Juzgado de Primera Instancia de lo Mercantil de Barcelona, de 8 de septiembre de 2009.

concreto inversor minorista, tanto en el caso de asesoramiento de inversión<sup>51</sup>, como el caso de ejecución de órdenes por cuenta de clientes<sup>52</sup>. Y en caso de conflicto esto es lo que debe demostrar la entidad, que no es ni más ni menos que el cumplimiento de las actuaciones comprendidas en el principio de buena fe de las relaciones contractuales y precontractuales, y ello a lo largo del tiempo, pues la entidad continua obligada a informar sobre la evolución de ese producto en los mercados financieros, y habría que añadir también cuando se ejerciten los mecanismos de reclamación, es decir en la fase postcontractual<sup>53</sup>. Y no solamente esto, sino que la Directiva impone a las empresas de inversión una obligación efectiva de «ejecución óptima», para garantizar que ejecutan las órdenes en las condiciones más favorables para los clientes<sup>54</sup>, para cuyo control se diseña el registro de contratos (art. 79 ter LMV). Lo que debe tratarse como una obligación de medios o de actividad, no de resultado en todo caso, pues no cabe imponer responsabilidades cuando lo propuesto no ha dado los resultados esperados, en un mercado sometido a la influencia de múltiples factores, es decir, aleatorio. Y esta obligación debe aplicarse a toda empresa que tenga obligaciones contractuales o de intermediación con el cliente<sup>55</sup>. Aplicándose tanto a los servicios y actividades de inversión<sup>56</sup>, como a las actividades de

<sup>51</sup> La Directiva define como asesoramiento en materia de inversión la prestación de recomendaciones personalizadas a un cliente, sea a petición de éste o por iniciativa de la empresa de inversión, con respecto a una o más operaciones relativas a instrumentos financieros.

<sup>52</sup> Que se define por la Directiva como la conclusión de acuerdos de compra o venta de uno o más instrumentos financieros por cuenta de clientes.

<sup>53</sup> SAP de Valencia, Sección 9 de 30-10-2008 (AC 2009/92).

<sup>54</sup> «Los Estados miembros exigirán que, cuando preste servicios de inversión o, en su caso, servicios auxiliares a clientes, la empresa de inversión actúe con honestidad, imparcialidad y profesionalidad, en el mejor interés de sus clientes» (art. 19.1).

<sup>55</sup> La Directiva MiFID no se aplica, en otros casos, al de las personas que prestan asesoramiento en materia de inversiones en el ejercicio de otra actividad profesional no regulada por la presente Directiva, siempre que la prestación de dicho asesoramiento no esté específicamente remunerada (art. 2.1.j).

<sup>56</sup> Servicios y actividades de inversión: cualquiera de los servicios y actividades enumerados en la sección A del anexo I en relación con cualquiera de los instrumentos enumerados en la sección C del anexo I. Es decir, recepción y transmisión de órdenes de clientes en relación con uno o más instrumentos financieros; ejecución de órdenes por cuenta de clientes; negociación por cuenta propia; gestión de carteras; asesoramiento en materia de inversión; aseguramiento de instrumentos financieros o colocación de instrumentos financieros sobre la base de un compromiso firme; colocación de instrumentos financieros sin base en un compromiso firme; gestión de sistemas de negociación multilateral. Respecto de los siguientes instrumentos financieros: Valores negociables; Instrumentos del mercado monetario; Participaciones de organismos de inversión colectiva; Contratos de opciones, futuros, permutas (*swaps*), acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de derivados relacionados con valores, divisas, tipos de interés o rendimientos, u otros instrumentos derivados, índices financieros o medidas financieras que puedan liquidarse en especie o en efectivo; Contratos de opciones, futuros, permutas (*swaps*), acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de derivados relacionados con materias primas que deban liquidarse en efectivo o que puedan liquidarse en efectivo a petición de una de las partes (por motivos distintos al incumplimiento

comercialización<sup>57</sup>. Ampliando la Directiva los servicios de inversión a los de asesoramiento, es decir análisis y recomendaciones a un concreto inversor en función de las circunstancias de su cartera de gestión<sup>58</sup>, de modo que al ser el asesoramiento un servicio de inversión, va a ser objeto de autorización y registro, y, por ello, de mayores requisitos y controles para su ejercicio, lo que se trata de diferenciar respecto de la comprensión y explicaciones que debe recibir el cliente a la hora de adquirir algún producto financiero<sup>59</sup>, como obligaciones de carácter precontractual. En cuanto a su extensión a las actividades de comercialización, dependerá de si por la forma de su difusión o por la forma de su realización pueden ser incluidos en alguno de estos conceptos<sup>60</sup>. A este respecto

---

o a otro suceso que lleve a la rescisión del contrato); Contratos de opciones, futuros, permutas (*swaps*) y otros contratos de derivados relacionados con materias primas que puedan liquidarse en especie, siempre que se negocien en un mercado regulado o SMN; Contratos de opciones, futuros, permutas (*swaps*), acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de derivados relacionados con materias primas que puedan ser liquidados mediante entrega física no mencionados en el punto 6 de la Sección C y no destinados a fines comerciales, que presentan las características de otros instrumentos financieros derivados, teniendo en cuenta, entre otras cosas, si se liquidan a través de cámaras de compensación reconocidas o son objeto de ajustes regulares de los márgenes de garantía; Instrumentos derivados para la transferencia del riesgo de crédito; Contratos financieros por diferencias. Contratos de opciones, futuros, permutas (*swaps*), acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de derivados relacionados con variables climáticas, gastos de transporte, autorizaciones de emisión o tipos de inflación u otras estadísticas económicas oficiales, que deban liquidarse en efectivo o que puedan liquidarse en efectivo a elección de una de las partes (por motivos distintos al incumplimiento o a otro suceso que lleve a la rescisión del contrato), así como cualquier otro contrato derivado relacionado con activos, derechos, obligaciones, índices y medidas no mencionados en la presente sección C, que presentan las características de otros instrumentos financieros derivados, teniendo en cuenta, entre otras cosas, si se negocian en un mercado regulado o SMN, se liquidan a través de cámaras de compensación reconocidas o son objeto de ajustes regulares de los márgenes de garantía.

<sup>57</sup> Vid. sentencia núm. 514/2012, de 3 de diciembre, *JUR* 2013/9883, AP de Baleares, sobre los diferentes tipos de servicios y las diferentes fórmulas de administración y gestión de valores y su diferente contenido, como el modelo de diligencia exigible. Vid., asimismo, sentencia de 21 de marzo de 2011 (*JUR* 2011/190142), con alusión a la SAP de Asturias, de 27 de enero de 2.010 (*AC* 2010/6).

<sup>58</sup> «Al prestar asesoramiento en materia de inversiones o realizar gestión de carteras, la empresa de inversión obtendrá la información necesaria sobre los conocimientos y experiencia en el ámbito de inversión correspondiente al tipo concreto de producto o servicio, la situación financiera y los objetivos de inversión del cliente o posible cliente, con el fin de que la empresa pueda recomendarle los servicios de inversión e instrumentos financieros que más le convengan», artículo 19.4.

Vid. SAP de Barcelona, de 4 de diciembre de 2009 (*JUR* 2010/34833), sobre la relevancia del asesoramiento personalizado.

<sup>59</sup> SAP de Asturias, de 22 de octubre de 2012, *JUR* 2012/37094, «si bien el contrato explica suficientemente la mecánica de funcionamiento de la permuta financiera, no puede aceptarse que el banco hubiera agotado el deber de información».

<sup>60</sup> La posición dominante es la de excluir del ámbito de esta Directiva a la actividad de comercialización de productos y servicios de inversión, y no sólo porque ésta no se mencione en el listado del anexo correspondiente de la Directiva, sino porque conceptualmente

«toda la información, incluidas las comunicaciones publicitarias, dirigidas por la empresa de inversión a los clientes o posibles clientes serán imparciales, claras y no engañosas. Las comunicaciones publicitarias serán claramente identificables como tales» (art. 19.2 de la Directiva).

Esto todo caso, si la Directiva representa un hito fundamental<sup>61</sup>, desde luego deja cabos sueltos, para empezar tendría que tener como fundamento, sobre todo, el artículo 169 del Tratado constitutivo, no tanto la realización del mercado interior, para cuya realización otras importantes medidas deberían afrontarse, como la armonización del mercado hipotecario, que por el momento no se hará; así mismo, faltan medidas de valor prudencial en relación con la prevención del endeudamiento; y utiliza términos indefinidos y susceptibles de diversas interpretaciones, lo que impide una mejor protección del usuario de estos servicios y dificulta la armonización.

#### IV. DIFICULTADES DE APLICACIÓN Y EL FRACASO EN LA GESTIÓN DE LOS RIESGOS

El derecho del inversor minorista a una completa información puede resultar un tanto ambiguo ante la dificultad de trasladar unos conceptos de por sí intrínsecamente complejos y excesivamente técnicos. Esta adaptación es la que se deja a la discreción de la entidad, con tal de que se cumpla el objetivo. No es fácil que un texto normativo pueda precisar mucho más cuando expresa que se proporcionará a los posibles clientes de manera comprensible información adecuada sobre la empresa de inversión y sus servicios, y sobre los instrumentos financieros y las estrategias de inversión propuestas, pero lógicamente la abstracción facilita fugas; asimismo, porque ello estará en relación con el nivel de conocimientos del inversor y del objeto de la inversión y la normativa presupone y cuenta con la colaboración del inversor<sup>62</sup>, y, por esta vía, puede que se presuponga demasiado, puede no ser correcta la idea que se hace el gestor de los conocimientos o del nivel del inversor o escudarse en esta valoración subjetiva para rebajar su responsabilidad; de otro lado, la decisión del inversor no sólo debe ir precedida de la debida información, sino de un plazo de reflexión, en lo que no se hace especial énfasis. La Directiva MiFID lo que previene es que «esta información incluye orientaciones y advertencias apropiadas acerca de los riesgos asociados a las inversiones en esos instrumentos o en relación

---

difiere de lo que es un asesoramiento o de lo que es una ejecución de órdenes en materia de servicios de inversión, así FLORES DOÑA, M. S., «Ejes del mercado europeo de instrumentos financieros», en *Perspectivas del sistema financiero*, núm. 98, pág. 27.

<sup>61</sup> CHOQUET, L., «Services d'investissement, Directive MIF: oasis ou mirage?», en *Rev Banque*, núm. 678, mars 2006, pág. 54 y sigs.

<sup>62</sup> Apartado 5 del artículo 19.

con estrategias de inversión particulares, centros de ejecución de órdenes, y gastos y costes asociados, de modo que les permita, *en lo posible*, comprender la naturaleza y los riesgos del servicio de inversión y del tipo específico de instrumento financiero que se ofrece y, por consiguiente, puedan tomar decisiones sobre la inversión con conocimiento de causa» (art. 19.3). Siendo todas estas actividades supervisadas por la respectiva autoridad competente de cada uno de los Estados miembros. Estas dificultades, pero sobre todo la inercia en unas prácticas demasiado flexibles, han llevado a que entre los problemas de comercialización detectados o los motivos de reclamación más habituales esté el no someter al inversor a un riguroso test de conveniencia o defectos significativos en el diseño de dicho test, que condicionan el resultado y autorizaciones inadecuadas de compra por parte de inversores que resultaron no ser aptos para el producto<sup>63</sup>. Como ha ocurrido con el supuesto de las participaciones preferentes y la deuda subordinada.

A estas alturas es ya suficientemente conocido el producto de las participaciones preferentes, aunque desde el punto de vista objetivo las características de las participaciones preferentes presentan una gran casuística<sup>64</sup>, han variado notablemente a lo largo del tiempo y, sobre todo, entre tipos de entidades<sup>65</sup>. Las participaciones preferentes han sido valores regulados por normas mercantiles de otros países, habitualmente centros *offshore*, desde donde se han emitido por filiales instrumentales, creadas con esa única finalidad por el grupo<sup>66</sup>. Este

---

<sup>63</sup> Otras denuncias frecuentes se han realizado en relación con redondeos al alza en los créditos; comisiones de apertura o cancelación de cuentas; comisiones abusivas por gestión o por descubierto; más excepcionalmente inversiones no consentidas, hasta el punto de que el banco convence al cliente para que fraccione sus ahorros y, sin avisarle, invierte, por ejemplo, parte de ellos en Bolsa.

<sup>64</sup> VAMPARYS, X., «Retour sur un modèle: les preferred shares américaines», en *Actualité du droit des sociétés*, núm. 11, 2006, 273. Sobre su diversa utilidad, puede verse *Les actions de préférence: pour une modernisation du droit des valeurs mobilières*, Proposition du MEDEF, mai 2001; MONOD, F., «Les actions privilégiées: un levier pour l'investisseur minoritaire», en *Rev Banque*, juin 1994, núm. 549, pág. 58 y sigs.; LAGARRIGUE, A., «Deeply subordinated bonds, preferred shares: debt or capital?», en *International Business Law*, 2005, núm. 4, pág. 540 y sigs.; sobre su origen, vol. col. *Les actions de préférence en droit comparé*, París, 1978.

<sup>65</sup> Uno de los fuertes motivos para su introducción ha sido permitir a los establecimientos de crédito emitir equivalentes de *preferred shares* anglosajonas para satisfacer las exigencias prudenciales a los que se les sometía, sin descartar las ventajas de diversificar su portfolio, a estas circunstancias y su utilidad se refieren BARSAN, I. M/PIETRANCOSTA, A., «Pour une réforme des actions de préférence: focus sur le régime du rachat à la lumière du droit communautaire», en *RTDF*, núm. 3, 2008, pág. 11 y sigs.; GISSINGER, P., «Les nouvelles générations de titres hybrides», en *RTDF*, núm. 2, 2006, 98 y sigs.

<sup>66</sup> Posteriormente han tenido que ser emitidas por una entidad de crédito española o por una sociedad anónima residente en España o en un territorio de la Unión Europea, que no tenga la condición de paraíso fiscal, y cuyos derechos de voto correspondan en su totalidad directa o indirectamente a una entidad de crédito española y cuya actividad u objeto exclusivos sea la emisión de participaciones preferentes.



es propietario de las acciones ordinarias de la filial y avala sus emisiones de preferentes<sup>67</sup>. Los fondos así captados los utiliza la filial para conceder financiación, depósito subordinado, a otra entidad del grupo, que suele ser la matriz<sup>68</sup>. Una parte de las participaciones preferentes han cotizado en mercado secundario organizado no oficial de valores que no ha tenido mucha transparencia; menos cuando se ha hecho a través de un mercado interno, por el contrario, un mercado secundario amplio con una correcta formación de precios reflejaría adecuadamente el nivel de riesgo. No otorgan a sus titulares derechos políticos, o derecho de voto, salvo en los supuestos excepcionales que se establezcan en las respectivas condiciones de emisión. No otorgan derechos de suscripción preferente respecto de futuras nuevas emisiones. Toda su preferencia se circunscribe respecto de las acciones ordinarias y, en su caso, de los cuotaparticipes<sup>69</sup>; si bien, en el caso de las cajas de ahorro la expresión es más engañosa<sup>70</sup>. La propia denominación no expresa su esencia, es confusa, y, como tal no es casual, otra expresión podría haber alertado a los inversores, la denominación debe representar la esencia y la cualidad fundamental de la figura, y de esta manera sirve o constituye otra vía de protección. No son depósitos, ni están cubiertos por el fondo de garantía de depósitos. Son productos de renta variable, aunque en ocasiones se hayan comercializado como si fueran de renta fija. Son títulos «ultrasubordinados que tienen una liquidez muy restringida y que, por tanto, si se intentan liquidar se pueden obtener pérdidas significativas»<sup>71</sup>; sin un mercado líquido no hay seguridad de que puedan venderse cuando se quiera ni obtenerse un precio justo por ello. Se diferencian de las acciones por su complejidad, al incorporar opciones<sup>72</sup>. Su plazo es ilimitado, tienen carácter perpetuo, normalmente el emisor se reserva el derecho a amortizarlas, aunque el emisor podrá acordar la amortización anticipada a partir del quinto año desde su fecha de desembolso, previa autorización del Banco de España, que sólo la concederá si no se ve afectada la situación financiera ni la solvencia de la entidad de crédito,

<sup>67</sup> Sobre estos antecedentes, DELMAS GONZÁLEZ, F. J., «Comentarios al Reglamento de obligaciones de información respecto de participaciones preferentes y otros instrumentos de deuda y de determinadas rentas obtenidos por personas físicas residentes en la UE», en *Doc.* núm. 2-20056 y sigs.

<sup>68</sup> Siguiendo el Informe de Estabilidad Financiera del Banco de España de noviembre de 2002, pág. 41 y sigs.

<sup>69</sup> SYLVESTRE, S./PASSEMAR, J., «Les actions de preference peuvent-elles conférer des droits inférieurs aux actions ordinaires?», en *RTDF*, núm. 1, 2010, pág. 70 y sigs.

<sup>70</sup> FERNÁNDEZ DEL POZO, L., *Las participaciones preferentes, un híbrido financiero supletorio del capital social*, Civitas, Madrid, 2005, pág. 80, nos encontramos ante una clase de financiación *tertium genus*, tipificada por el legislador entre los dos modelos típicos de financiación permanente de la empresa, y no asimilable a ninguno de aquellos.

<sup>71</sup> SEGURA, J., «Comparecencia parlamentaria», en *DOCD*, núm. 283, 26 de mayo de 2009, pág. 22.

<sup>72</sup> Pueden calificarse de productos complejos, así se ha manifestado la CNMV al expresar que si incluyen un derivado implícito siempre se considerarán instrumentos complejos.

o de su grupo o subgrupo consolidable<sup>73</sup>. A estos efectos, el Banco de España podrá condicionar su autorización a que la entidad sustituya las participaciones preferentes amortizadas por elementos de capital computables de igual o superior calidad<sup>74</sup>. En todo caso, su contenido depende de las condiciones de la emisión, dentro de los límites de su regulación.

Las participaciones preferentes sirven para incrementar los recursos propios básicos, a un coste, en general, muy por debajo del ROE<sup>75</sup> <sup>76</sup>, en coyunturas como las que han atravesado recientemente las principales entidades españolas: rápida expansión, basada en la compra de paquetes accionariales significativos; descenso de los recursos propios básicos, por los fondos de comercio generados; y carácter temporal de este descenso, que explica que el emisor se reserve el derecho a la recompra de las preferentes, para cuando haya amortizado aceleradamente los citados fondos, estableciéndose límites para dar derecho a dividendo, sin perjuicio de las limitaciones a efectos de solvencia<sup>77</sup>.

---

<sup>73</sup> Las condiciones de emisión de las participaciones preferentes no podrán contemplar incentivos a la amortización anticipada. El Banco de España podrá conceder autorización en cualquier momento para el reembolso anticipado de instrumentos con o sin vencimiento en el supuesto de que se produzca una modificación en el régimen fiscal o de computabilidad como recursos propios de dichos instrumentos que no estuviera prevista en la fecha de emisión (Real Decreto 771/2011, de 3 de junio, por el que se modifica el Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras, y el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, sobre fondos de garantía de depósitos de las entidades de crédito).

La Ley 6/2011, de 11 de abril, por la que se modifican la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros; la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y el Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio, sobre adaptación del derecho vigente en materia de entidades de crédito al de las Comunidades Europeas, modifica los requisitos para la computabilidad de las participaciones preferentes como recursos propios, complementado con lo dispuesto por el Real Decreto-ley 18/2012, de 11 de mayo, sobre saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero.

<sup>74</sup> Vid. Boletín Económico del Banco de España, julio-agosto de 2011.

<sup>75</sup> *Return on Equity* o rentabilidad financiera. Beneficio después de impuestos/Fondos propios.

<sup>76</sup> Lo que en realidad se está haciendo no es más que financiar a esa entidad «comprando un título de discutible rentabilidad, escasísima liquidez y mucho riesgo, sin disfrutar de los derechos sociales que otorga la Ley al tenedor de acciones de una empresa con forma societaria. Es decir, se convierte en un accionista «de segunda» y acaba siendo el banco de su propio banco. La entidad, claro está, no puede estar más contenta: por un lado consigue captar capital sin que la posición del accionista se vea perjudicada, capital que en realidad no computa como tal a efectos de rentabilidad sobre recursos propios lo que hace que su ROE se dispare y, generalmente, se reserva el derecho de convertir esas participaciones en acciones cuando quiera... que es tanto como decir cuando le convenga. Negocio redondo aunque sólo sea para uno», CABOBLANCO SANTAMARÍA, L., «Ingeniería financiera, ¿es realmente juego limpio?», en *Estrategia financiera*, núm. 296, julio-agosto de 2012, pág. 11.

<sup>77</sup> Informe de Estabilidad Financiera del Banco de España de noviembre de 2002, pág. 41.

Es decir, un producto hecho exclusivamente a la medida de los intereses del emisor o de la entidad en la que se invierte.

Todas estas características revelan que se trata de un producto admisible por su aceptación en el elenco de productos financieros comprendidos en la Ley del Mercado de Valores, pero puede muy bien reputarse como uno de los peores de los valores negociables regulados en el panorama español<sup>78</sup>. Debería partirse de una cierta proporcionalidad. No tanto porque a la otra parte se le considere como un consumidor, no es consumidor, sino participe en una entidad, siéndole aplicables las normas del mercado de valores y otras generales. Pero la gracia es que el suscriptor, en muchos casos, creía actuar como consumidor, de modo que él cree que la función pactada es el ahorro como titular de cuenta a plazo fijo o variable, aparece como cliente de una empresa que no pretende que lo engrandezcan uniéndole a ella para luego desmantelarlo en la práctica. Y, si la función pactada por él no es esa, hay disenso por error obstativo y, por tanto, anulabilidad —siguiendo a CLAVERÍA GOSALBEZ<sup>79</sup>— o nulidad —según otro sector doctrinal—, según se valore ese delicado equilibrio lleno de matices y de subjetividad entre la protección del contratante y la seguridad jurídica o la estabilidad contractual; o hay error vicio; más allá cabe pensar en el dolo —error provocado— o, incluso, fraude. Habría estafa si con ánimo de lucro utilizaren engaño bastante para producir error en otro, induciéndolo a realizar un acto de disposición en perjuicio propio o ajeno<sup>80</sup>. Convendría aclarar, aunque algunos autores hayan manifestado lo contrario, que los inversores minoristas no son exactamente consumidores, pero merecen un tratamiento jurídico protector diferenciado como el de estos, sean o no consumidores: cabe aplicarles, por supuesto, los preceptos correspondientes del Código Civil sobre error y dolo y las normas de la LMV y la Orden del EHA 2011 derivadas de las dos MiFID, pero no directamente la LCGC de 1998 ni el Texto Refundido de consumidores del 2007, salvo por analogía. Pero, si pretenden ser consumidores

---

<sup>78</sup> Por tratarse de «un valor leonino en el sentido de que representa una posición jurídica de socio cautivo en cuanto excluido de interés común de la sociedad... ya que el tal pseudo socio sólo participa en los avatares adversos de la sociedad en la que se integra pero sin derecho de participación en su sistema de organización interna ni en las ganancias sociales ni en la eventual revalorización del patrimonio social, así como tiene excluido de entrada el derecho de suscripción preferente con independencia de que concurra o no causa de interés social», ALONSO ESPINOSA, F. J., «Participaciones preferentes y clientes minoristas de entidades de crédito», en *La Ley*, 2012, núm. 7875, pág. 4.

<sup>79</sup> Vid. CLAVERÍA GOSALBEZ, L. H., «Notas para una revisión general de la denominada ineficacia del contrato», en *Las nulidades de los contratos: un sistema en evolución*, dir.: DELGADO ECHEVERRÍA, Navarra, 2007, págs. 73, 81, 84, «no todos los casos de disenso o de falta de consentimiento deben ser tratados (de nulidad) si son muy cercanos a otros que el legislador ha afrontado asignándoles la anulabilidad: el supuesto de error obstativo, tan próximo al error vicio, es el más claro, pero cabe añadir otros».

<sup>80</sup> Puede verse sobre el fraude, MATA MARTÍN, R., *Estafa convencional, estafa informática y robo en el ámbito de los medios electrónicos de pago*, Navarra, 2007.

(quieren depósito a plazo fijo) y les colocan las preferentes (serían inversores, cosa que no quieren), entonces sí se les aplicaría el Derecho de la imposición del contenido contractual a los consumidores, con control de inclusión y de contenido, nulidad de cláusulas abusivas, etc., como ocurre en el caso de los préstamos hipotecarios.

La comercialización no se hizo siempre como impone la normativa, cuando se suministró al mercado una información falsa o engañosa, tendenciosa, incluso los propios supervisores lo consideraban inapropiado para los particulares; el problema se puede resumir en el ofrecimiento y colocación indiscriminada, en algunos casos, de un producto complejo de alto riesgo sin el correcto asesoramiento y la debida información, a iniciativa de la propia entidad bancaria, basándose en la confianza que previamente ese cliente tenía depositada en el comercial de la entidad. La falta de percepción de los rendimientos derivados de la inversión advirtió con posterioridad de las irregularidades en la difusión de estos productos, al comprobarse la imposibilidad de recuperar el capital invertido, cuestionándose la validez de su comercialización por falta de la debida información e incumplimiento de las pautas de comportamiento de la entidad para la comercialización de productos complejos, o, en definitiva, por la falta de transparencia y, en ocasiones, a través de comerciales sin ninguna formación cualificada.

A partir de aquí se ofrece un amplio abanico de soluciones. Salvo el inversor correctamente informado que asume el riesgo del mercado<sup>81</sup>, el resto tiene que ser resarcido. Con lo cual, la responsabilidad penal o civil derivada de este incumplimiento quedará a salvo, a pesar de que el *Memorandum of Understanding on Financial Sector Policy Conditionality* —que no es fuente del Derecho— advierta que los accionistas, los titulares de capital híbrido y los de deuda subordinada, en cuanto a los bancos que han recibido ayudas para su rescate, tengan que asumir parte de las pérdidas, debiendo tomar el Gobierno las medidas legislativas necesarias para obligar a los accionistas y a los titulares de híbridos a asumir la mencionada quita si no se pudiera llegar a un acuerdo voluntario sobre el reparto de la carga. Y si se canjean por acciones o se recompran con pérdidas de capital ello no impide cualquier tipo de reclamación en caso de incumplimiento de las normas de comercialización de estos productos.

---

<sup>81</sup> Como puede verse en la sentencia núm. 343/2012, de 27 de septiembre, AC 2012/2148, AP de Valladolid, y de igual modo en la sentencia núm. 370/2012, de 6 de julio, AC 2012/1178, AP de Madrid.

## V. LAS VÍAS DE RECLAMACIÓN

Al margen de otras responsabilidades<sup>82</sup>, el incumplimiento de las pautas de comportamiento por parte de las entidades prestadoras de servicios financieros puede dar lugar a diferentes categorías de ineficacia; los efectos y consecuencias jurídicas dependerán del tipo de contrato de prestación de servicios de inversión<sup>83</sup>, pudiendo derivarse en cualquiera de las fases de contratación, teniendo en cuenta que las responsabilidades están presentes mientras se mantenga ese producto financiero<sup>84</sup>.

Ello implica la necesidad de un análisis casuístico de los afectados por irregularidades en la comercialización de participaciones preferentes, a pesar de que las entidades nacionalizadas, como paradoja, hayan optado por soluciones globales, tanto cuando se canjea por otros productos, como cuando se decide a favor del arbitraje colectivo. Recientemente, la oficina del Defensor del Pueblo ha apoyado un arbitraje universal a cargo de la CNMV para las participaciones preferentes de las antiguas cajas que han recibido ayudas públicas, para ofrecer un tratamiento unitario, y con el fin de facilitar a los afectados un medio ágil o más económico para la recuperación de su inversión o parte de ella. Pero las soluciones universales de la manera tan particular con que se están llevando a cabo —así en el caso de Bankia— justifican algunas reticencias, y no sólo porque impliquen pérdidas para el inversor o por el proceso de selección previa que se está haciendo, por lo que no todos los afectados pueden acudir a él; se

---

<sup>82</sup> Imposición de posibles sanciones administrativas, responsabilidad patrimonial de la administración por falta de supervisión administrativa, o responsabilidades penales.

<sup>83</sup> Sobre estos contratos, MADRAZO, J., «Los contratos de servicios de inversión», en *Los mercados financieros*, dir. CAMPUZANO, B./CONLLEDO LANTERO, F./PALOMO ZURDO, R. J., Tirant lo Blanch, Valencia, 2013, pág. 716 y sigs.

<sup>84</sup> Como ha tenido la oportunidad de expresar alguna resolución judicial, «la primera cuestión esencial a efecto de determinar el grado de información exigible a prestar por la entidad demandada, es determinar la calificación del contrato suscrito entre los litigantes, debiéndose distinguir al respecto si se trata de una simple administración de valores o además de lo anterior, puede considerarse como un contrato de gestión de los mismos o que comporte obligación de asesoramiento». Y así, en la sentencia núm. 360/2012, de 20 de julio, AC 2012/1469, AP de Zaragoza, sobre nulidad de la contratación de las participaciones preferentes del Royal Bank of Scotland, se argumenta que «no cabe postular la nulidad de la adquisición de un producto del que por una de las facultades de dicho contrato se podía adquirir. La naturaleza jurídica del contrato de gestión de carteras discrecional que vinculaba a las partes, y en virtud del cual la entidad tenía la potestad jurídica de adquirir productos de inversión sin una previa autorización del cliente, regulándose una información *a posteriori*, lo que llevará a, tras concluir que al cancelar el contrato de gestión no se dio orden de venta de las preferentes, desestimar en su integridad la demanda. Cuestión distinta es si se facilitó o no la información adecuada, lo que fundaría una acción resarcitoria si su incumplimiento ha generado daños al cliente; pero tal falta de información, que operaría en tal caso *ex-post* la contratación del producto, dadas las facultades discrecionales de la entidad no puede generar una nulidad originaria de la contratación».

requeriría, para empezar, si se quiere a través de estas variedades, una comisión verdaderamente independiente, que decida qué casos pueden resolverse a través de este medio, y para su debida independencia no parece suficiente que el banco que reciba las solicitudes nombre a una consultora externa para su evaluación. El arbitraje se ha abordado con autorización del Banco de España y de la Unión Europea, y se ha ido extendiendo, desde los bancos nacionalizados, a través de un arbitraje de consumo con ámbito autonómico o local ejercido a través de las juntas arbitrales; pero si se opta por esta vía, hay que garantizar la especialización de las cortes arbitrales, una especialización bancaria y financiera. Y se está ampliando con una comisión de seguimiento en la que participa la CNMV, el Banco de España, el Consejo de Consumidores y usuarios y otros organismos públicos, fijando y supervisando los criterios y el perfil del inversor y con control de la entidad externa que determina los derechos de reclamación; lo que no evidencia un sistema muy operativo.

El Real Decreto Ley 6/2013, de 22 de marzo, de protección de los titulares de determinados productos de ahorro e inversión y otras medidas de carácter financiero, crea esta comisión de seguimiento, que establecerá los criterios para que los titulares puedan acogerse al arbitraje<sup>85</sup>; acordándose una derrama extraordinaria al Fondo de Garantía de Depósitos<sup>86</sup> para dar liquidez a los canjes de estos productos, como participaciones preferentes. El objetivo es la creación de un órgano con funciones de coordinación y promoción de los trabajos necesarios para el seguimiento de las incidencias derivadas de la comercialización de

---

<sup>85</sup> La nota de prensa publicada por el FROB con fecha 17 de abril de 2013 sobre «Publicidad de los criterios básicos determinados por la Comisión de Seguimiento de Instrumentos Híbridos de Capital y Deuda Subordinada», toma en cuenta: los relativos a los requisitos de capacidad para contratar; los relativos a la documentación contractual, así, inexistencia del documento contractual, falta de documentación relevante en el expediente de contratación, incorrecciones relevantes en el documento contractual (denominación incorrecta del producto, falta de alguna de las firmas en caso de cotitularidad, órdenes de compra facilitadas por el director no selladas...); los relativos a la información proporcionada sobre el producto: falta de información (o información incorrecta) sobre las características y riesgos del producto antes de la contratación, especialmente, clasificación como producto sin riesgo o conservador, clasificación como producto no complejo, plazo de la inversión, riesgo de liquidez y/o grado de subordinación, información adicional no correcta sobre el producto, contradictoria o no coherente con la información contenida en la documentación contractual, ausencia de explicación de las condiciones, efectos y riesgos del producto por parte de la entidad financiera, especialmente el hecho de que este producto no estaba cubierto por el FGD y que podía perder todo o parte del capital adquirido; los relativos a la obtención de información sobre el cliente por la entidad, así como otras circunstancias del cliente minorista. Serán objeto de arbitraje preferente para las entidades los ahorradores que sean titulares de una inversión en los productos objeto de controversia inferior a 10.000 euros, en particular cuando la inversión proceda de un traspaso de productos de bajo riesgo de la propia entidad.

<sup>86</sup> Medidas sobre el FGD que se han sido cuestionadas por el BCE en su Informe de 10 de abril de 2013 sobre el citado Real Decreto-ley de marzo.

instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada, haciendo un análisis de los factores generadores de reclamaciones judiciales y extrajudiciales, así como de sus resultados por parte, especialmente, de las entidades participadas por el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria, realizando informes sobre su evolución, que serán remitidos al Congreso de los Diputados; determinándose los criterios básicos, en el caso de entidades participadas por el FROB, para ofrecer a sus clientes la sumisión a arbitraje.

Pero, si de lo que se trata es de buscar soluciones *ad hoc* más que responsabilidades, a la vista de las circunstancias, lo más sencillo sería que la entidades comercializadoras propusieran un acuerdo a sus clientes, una solución favorecida por la CNMV o el Banco de España, y, en su caso, promover más la mediación<sup>87</sup> que el arbitraje, a la vista del procedimiento tan *sui generis* que se está siguiendo con estos arbitrajes<sup>88</sup>. Teniendo en cuenta, que la solución tiene que ser rigurosamente jurídica, lo contrario es además antisocial, no puede tratarse como si hubiera sobrevenido un fenómeno de la naturaleza; la vía abierta por el Gobierno, a través del citado texto legal, no es muy ortodoxa; la solución

---

<sup>87</sup> Sin coste para los adquirentes, igual que se ha pensado en esa comisión que se dice independiente que realiza funciones de análisis y de selección.

<sup>88</sup> En la información que proporciona Bankia a quienes han adquirido preferentes y subordinadas de Bankia, se hace constar que el arbitraje es un proceso independiente al canje obligatorio por acciones, por lo que al margen de que se haya realizado dicho canje o se vaya a realizar próximamente, se puede solicitar la aceptación al arbitraje. Cuya fórmula de cálculo, bastante arbitraria en cuanto a la utilización del índice, se obtendrá descontando de la cuantía de su inversión nominal los intereses brutos percibidos desde el momento en que suscribió el contrato de inversión. A esa cantidad resultante, se añadirán los intereses brutos que le hubieran correspondido desde el momento de su inversión hasta la firma del convenio arbitral, tomando como referencia la evolución del índice Euribor, doce meses desde la suscripción o compra de los Títulos y hasta el día de la firma de la entrega de las Acciones del Banco, Bonos BFA o Depósito o hasta la fecha de la firma del presente Convenio, en el caso de que ésta tenga lugar antes de la referida entrega. Pero, si ya se ha producido el canje obligatorio en el momento de suscribir el convenio arbitral e inmediatamente antes de su firma, puede dar a la oficina bancaria la orden de vender las acciones que le hayan sido entregadas en virtud del canje obligatorio efectuado y hacerlas efectivas en ese momento, de acuerdo con el valor de mercado. Si el cliente decide vender sus acciones en ese momento, le será ingresado en su cuenta el precio obtenido por la venta de esas acciones. Así mismo, se advierte que «concluidas las actuaciones y dictado el laudo arbitral, la liquidación de las cantidades a percibir por el Interesado en caso de laudo estimatorio, se efectuará por diferencias entre la Cantidad máxima objeto de restitución y el valor de cotización de las Acciones del Banco, que continúan siendo titularidad del Interesado, tomando la cotización de cierre de mercado del día anterior a la fecha de firma del presente Convenio. En caso de que las Acciones del Banco se hubiesen vendido parcial o totalmente con anterioridad a la fecha de firma del presente Convenio, se descontará el precio de venta de mercado de las Acciones del Banco enajenadas. Si las Acciones del Banco se hubiesen vendido con posterioridad a la fecha de firma del presente Convenio, se descontará el valor de cotización de las Acciones del Banco enajenadas, tomando la cotización de cierre de mercado del día anterior a la fecha de firma del presente Convenio».



no puede ser socializar las pérdidas, la falta de rigor trae malas consecuencias para el sistema financiero<sup>89</sup>.

Las vías de reclamación son diversas, distinguiéndose si la entidad financiera ha comercializado el producto como intermediaria de otra entidad o vende participaciones preferentes emitidas por ella misma o por una filial<sup>90</sup>.

Si las irregularidades en la comercialización de participaciones preferentes se han producido por la falta de información o deficiente información y ha llevado a la incorrecta formación del consentimiento del inversor, ha inducido a error en la adquisición de ese producto financiero, en virtud del artículo 1266 del Código Civil el error invalidará el consentimiento cuando recaiga sobre la sustancia de la cosa que fuere objeto del contrato o sobre aquellas condiciones de la misma que principalmente hubiesen dado motivo a celebrarlo. La entidad que comercializa tiene que asegurarse de que el inversor comprende el contenido y su verdadero alcance y esa información fundamentalmente debe resaltar el riesgo patrimonial del producto. Basta con tener una información en lo esencial, y no es suficiente la mera explicación, ha de verificarse su comprensión y ha de entregarse por escrito, como folleto informativo del producto que se pretende adquirir o de las condiciones de la orden de compra, sin que se considere adecuadamente cumplido porque se encuentre a disposición en una página web. El cumplimiento del deber de información no se entiende en sentido formal, sino en sentido efectivo y en función de la singular y concreta relación y en función del tipo de servicio de inversión que se vaya a prestar<sup>91</sup>.

Algunas sentencias han deducido la existencia de error por la discrepancia en la denominación, se llamaba «contrato de depósito a plazo», cuando, en realidad, se trataba de participaciones preferentes, unido al hecho de que el adquirente, por su formación, era ajeno a los conocimientos del mercado financiero. La equívoca denominación se unía al hecho de la falta de la debida información. «Sin que la aceptación del abono de cupones pueda considerarse una confirmación del negocio en cuanto el adquirente pudo confundirlo con abono de intereses del

---

<sup>89</sup> Pero por qué extrañarse si se va en la dirección contraria, si como expresa LAURENT, J., *Global derivate Debacles, From theory to Malpractice*, Singapore/London, 2012 (hay traducción al francés de A. GRIBE, *Les produits derives et le grands desastres financiers, ingeniere défailante et supercherie*, París, 2011, pág. 288, definir la inclinación al riesgo de una sociedad es una de las piedras angulares de toda estrategia de gestión de riesgos y la decisión tiene que asegurar que estas políticas están bien adecuadas al ADN de la sociedad.

<sup>90</sup> Vid., CHAVES RIVAS, A., «Instrumentos y formalidades en la emisión de participaciones preferentes. Derecho de información», en vol. col. dir. por SAN JUAN Y MUÑOZ/LÓPEZ JIMÉNEZ, *Reclamaciones frente a la comercialización de las participaciones preferentes*, Bosch, Barcelona, 2013, pág. 117.

<sup>91</sup> SANGIOVANNI, V., «L'adeguatezza degli investimenti prima e dopo la MiFID», en *Corriere giuridico*, 10/2010, pág. 1385 y sigs.; GRECO, «Il consumatore-risparmiatore e gli obblighi informativi continuativi tra fonte legale e fonte convenzionale», en *Resp. civ. e prev.*, 2011, pág. 1357 y sigs.

depósito», por lo que se declara la resolución del contrato, obligando a las partes a la restitución recíproca de lo abonado, con los intereses legales devengados desde la fecha efectiva del pago o cobro, «por aplicación del artículo 1124 del Código Civil», si bien debería mejor haber citado el artículo 1303 del Código Civil. Se aprecia un supuesto de vicio del consentimiento derivado de un error, en virtud del artículo 1266 del Código Civil, inducido por la discrepancia entre la denominación y el objeto del contrato. El error habría recaído sobre la sustancia de la cosa que fue objeto del contrato y sobre aquellas condiciones que principalmente han dado motivo a celebrarlo. La falta de la debida información o la defectuosa información ha conducido a una disfunción, a una falsa representación de la realidad, induciendo a estipular, que no se corresponde con lo realmente querido con error<sup>92</sup>. De igual modo<sup>93</sup>, cuando una orden de compra se ha rubricado bajo la denominación de «compra de renta fija a vencimiento» y, en realidad, se suscribe deuda privada perpetua, y el inversor había manifestado la necesidad de disponer de ello en un periodo de tiempo razonable. El hecho de que el cliente estuviera en la creencia de que la fecha de vencimiento reflejada en el contrato era la fecha de vencimiento total, no una fecha para que el banco emisor si a este le convenía retornaba al inversor, se consideró como ocultación dolosa determinante de un error invalidante del consentimiento, puesto que afectó a los elementos esenciales del contrato.

Se deduce también error<sup>94</sup> cuando no se informa de los elementos esenciales como son el plazo de vigencia, tipo de intereses remuneratorios, posibilidad de rescate o si el principal se encontraba garantizado, por lo que del contenido del negocio no se puede deducir, en modo alguno, las condiciones de lo contratado. El error es *in substantia*, pues recayó sobre lo que constituyó el objeto del contrato, es decir la clase de inversión contratada, «pues la demandante manifestó al director de la oficina que intervino en la formalización del contrato la necesidad de poder disponer del dinero invertido en un plazo de dos años, y las participaciones preferentes adquiridas se emitieron por tiempo indefinido, con fecha de amortización fijada en el 31 de diciembre de 2050, que únicamente se podían amortizar total o parcialmente a voluntad del emisor, y no a solicitud de los inversores, con autorización previa del garante a partir de que hayan transcurrido cinco años desde la fecha del desembolso, lo que contraviene de forma clara la voluntad manifestada por la demandante, constituyendo el plazo de vigencia de la inversión un requisito esencial del contrato»<sup>95</sup>.

---

<sup>92</sup> SAP de Madrid, de 26 de junio de 2012, AC 2012/465, núm. 428.

<sup>93</sup> SAP de Alicante, de 27 de septiembre de 2012, La Ley 144034/2012.

<sup>94</sup> SAP de Pontevedra, de 25 de abril de 2012, La Ley 59977/2012.

<sup>95</sup> De igual modo, SAP de Alicante, de 27 de septiembre de 2009, resultaron determinantes «las omisiones en la información ofrecida por la CAM sobre aspectos principales del contrato, unida a que la facilitada era en muchos aspectos equívoca, hubo de producir en los clientes —que no tenían la condición de expertos financieros relevantes— un conocimiento

También ha servido para afianzar estos argumentos la falta de adecuación del producto para ese concreto inversor y la falta de experiencia en productos de estas características, y ello a pesar de que se había realizado un test de conveniencia, de lo que se tenía que haber deducido la falta de perfil del inversor, estando, además, la persona afectada por graves limitaciones, como un deterioro cognitivo severo, progresivo e irreversible, «lo que lleva a pensar que fue inducida a contratar bajo error»<sup>96</sup>, calificándose de un error importante y relevante, pues afecta al núcleo del contrato y a sus obligaciones principales y no es imputable a la negligencia de la demandante, sino que es excusable «pues respondió a la lógica confianza de ésta en la entidad bancaria», con lo que se asimila al empleo de una diligencia normal, no imputable, por ello, a la persona que lo padece, disponiéndose la devolución a favor de la demandante del capital invertido y ésta a reintegrar los importes recibidos trimestralmente como intereses a cuenta de su inversión<sup>97</sup>.

---

equivocado sobre el verdadero riesgo que asumían, ante la posibilidad de perder la totalidad del capital invertido, incurriendo así en error sobre la esencia del contrato de entidad suficiente como para invalidar el consentimiento, de acuerdo con lo establecido en el Código Civil en su artículo 1265».

<sup>96</sup> Juzgado de Primera Instancia de Santander, núm. 10, de 29 de enero de 2010.

<sup>97</sup> La venta a unos ancianos, de los cuales uno estaba afectado por una enfermedad degenerativa con conocimiento de ello por parte del comercial de la entidad bancaria, ha sido tratado como un supuesto de nulidad, o como un supuesto de falta de consentimiento, justificado por el hecho de no poder, libre y voluntariamente, suscribir un contrato sin los conocimientos específicos para su entendimiento y sin que conste en el documento mención a las características de la emisión del producto. La declaración de nulidad obligó, en el supuesto en concreto, a la restitución de las prestaciones y el precio con los intereses legales desde la fecha de suscripción, sin perjuicio de resarcir los daños producidos por el equivalente al tipo de interés que la propia entidad de crédito demandada abonaba a los fondos depositados a plazo fijo en cada anualidad, aplicada al capital invertido más los intereses.

El Juzgado de Primera Instancia, núm. 4 de Vigo, por su parte, declara nulo el contrato de una joven a la que pasaron los fondos de una cartilla infantil a participaciones preferentes. La sentencia destaca que no se ha apreciado «motivo ninguno para pensar» que la joven o su madre —que fue la que en su nombre, en 2005, contrató el producto, «presentaran la experiencia inversora suficiente como para concluir que el error hubiera sido fruto de su propia negligencia o desatención», pues se trata de un producto «complejo». Asimismo, destaca que «no habría de extrañar» que la denunciante y su madre «pudieran acabar confundiendo el producto con algo parecido a un depósito a plazo, del que las participaciones preferentes se diferencian de forma sustancial, pero cuyos elementos diferenciales no fueron adecuadamente puestos de manifiesto por la entidad bancaria».

Otras sentencias que pueden verse, SAP de Palma de Mallorca, de 11 de marzo de 2011, *JUR* 2011/190142, núm. 91; SAP de Murcia, de 1 de abril de 2011, *AC* 2011/1903, núm. 105; SAP de Badajoz, de 26 de julio de 2011, *JUR* 2011/369474, núm. 266; SAP de Pontevedra, de 25 de abril de 2012, *JUR* 2012/178529, núm. 324; SAP de Madrid, de 29 de noviembre de 2011, *JUR* 2012/29023, núm. 587, 6 de abril de 2011, *AC* 2011/1914, núm. 156; SAP de Valencia, de 17 de julio de 2008, *JUR* 2008/307713, núm. 243; SAP de Zaragoza, de 3 de febrero de 2012, *AC* 2012/19, núm. 58; SAP de Baleares, de 16 de febrero de 2012, *JUR* 2012/113800. Sobre Resolución contractual puede verse la SAP de Asturias, de 26 de septiembre de 2011, *AC* 2011/2197, núm. 431; SAP de Badajoz, de 26 de julio de 2011, *JUR*

En algunas sentencias donde se declara la existencia de error, sin entrar la resolución en demasiadas profundidades, podría considerarse más específicamente error obstativo, porque falta la intención común, hay error sobre la naturaleza del contrato, falta la coincidencia sobre los efectos esenciales o sobre las condiciones o cualidades principales del producto financiero, sin que pueda considerarse que no había una coincidencia sobre lo que en este caso se pudiera entender como características esenciales del producto<sup>98</sup>.

Se califique de contrato o de orden de suscripción de valores, la entidad oferente debe recabar el consentimiento informado, y esta condición debe poderla acreditar en cualquier momento y lo contrario le hace responsable; deben explicarse y aclararse las características del producto contratado y su naturaleza, y la prueba de que se ha realizado esta aportación le corresponde a la entidad<sup>99</sup>; sin una completa información no puede haber un válido consentimiento. Así mismo, en el extracto de posiciones debe figurar exacta la denominación de participaciones preferentes u obligaciones subordinadas; en algunos casos, la denominación se hacía de manera sintética, por ejemplo, «F. Telf. Finan. USA Pref.», lo que no permite una correcta determinación del producto; ni es suficiente para que la entidad se libere de responsabilidad hacer referencia en la orden de compraventa de valores que «el ordenante hace constar que recibe copia de la presente orden que conoce su significado y transcendencia, así como que ha sido informado de la tarifa de comisiones y gastos aplicables a la operación y autoriza a la entidad a asentar los importes»; tiene que poder demostrar que al cliente se le facilitó efectivamente la información, que la comprendía y aceptaba dichas condiciones. Recae sobre la entidad o el profesional financiero la carga de la prueba del correcto asesoramiento e información a la clientela y, sobre todo, en el caso de productos de inversión complejos, con aplicación de lo establecido por la STS de 14 de noviembre de 2005<sup>100</sup>.

---

2011/369474, núm. 266; SAP de Valencia, de 28 de junio de 2011, AC 2011/2044, núm. 283; SAP de Valencia, de 24 de febrero de 2010, JUR 2010/222625, núm. 68, o la más reciente de la AP de IB, de 4 de mayo de 2013, condenando a Banesto a devolver 205.000 euros a un cliente al que dio información deficiente, por no aclarar la «imprevisibilidad» de la operación.

Plazo para el ejercicio: SAP de Badajoz, de 26 de julio de 2011, JUR 2011/369474, núm. 266; SAP de Baleares, de 21 de marzo de 2011, JUR 2011/190142, núm. 91.

<sup>98</sup> Vid. TERRÉ, F./SIMLER, P. H./LEQUETTE, Y., *Droit civil, les obliations*, Dalloz, París, 2009, pág. 227.

<sup>99</sup> SAP de Barcelona, de 25 de julio de 2012, núm. 276/2012.

<sup>100</sup> Asimismo, SAP IB de 3 de diciembre de 2012, «la existencia de estas normas no se justifica por una exclusiva finalidad de protección de la parte contratante con mayor déficit de información. Es necesario contextualizar este tipo de normas que disciplinan la participación de determinados agentes económicos en la posición oferente del mercado de crédito. Por lo tanto, en última instancia, constituyen una regulación profesional ordenada a sentar las bases para conseguir una mayor competencia entre las entidades, objetivo éste que aparece claramente enunciado en la propia Exposición de Motivos de la Orden de 12-XII-1989 en una sencilla frase que anuda ambos conceptos, mejor información y mayor competencia, en

Pero no solamente se trata de tener información sobre las características completas del producto en el momento de la contratación, sino de la situación patrimonial de la entidad en la que se invierte a través de estas participaciones preferentes, es decir estar informado de manera continuada sobre los riesgos dependientes del emisor del producto, lo que abunda en la falta de correspondencia de este producto con el perfil de un inversor minorista, conservador o poco conocedor de los mercados financieros, pues solo se pueden ofrecer productos que encajen en el perfil derivado del test correspondiente, y en este caso se entiende a favor de inversores especializados<sup>101</sup>.

Este fenómeno ha demostrado la importancia de extender el nivel de cultura financiera de los no profesionales y restringir la comercialización de productos financieros no referenciados a mercados oficiales independientes de los operadores. Para los inversores lo más importante es el objetivo de su inversión y proceder con diligencia.

Sin embargo, a pesar del pronunciamiento de la mayoría de las sentencias calificándolo de un supuesto de error, la incidencia del dolo pudiera no ser tan excepcional, teniendo en cuenta que la STS de 5 de marzo de 2010<sup>102</sup> aprecia dolo en el que calla o no advierte a la otra parte en contra del deber de informar que exige la buena fe; o en la STS de 11 de diciembre de 2006<sup>103</sup>, en virtud de la cual se reputa dolo la omisión de hechos o circunstancias influyentes y determinantes para la conclusión del contrato, respecto de los que existe el deber de informar según la buena fe y los usos del tráfico. Por ello, ya LACRUZ BERDEJO expresó que, en realidad, los vicios del consentimiento podían reducirse a dos categorías fundamentales<sup>104</sup>, el error y el miedo<sup>105</sup>; al dolo podríamos llamarlo

---

una relación de causa-efecto». La carga probatoria acerca de tal extremo debe pesar sobre el profesional financiero, respecto del cual la diligencia exigible no es la genérica de un buen padre de familia, sino la específica de un ordenado empresario y representante leal en defensa de sus clientes, lo cual es lógico por cuanto desde la perspectiva de estos últimos (los clientes) se trataría de probar un hecho negativo como es la ausencia de dicha información AP de Valencia, de 26-4-2006 (*JUR* 2006/272575).

Insisten sobre ello GUILLOT, L. L./BÉRARD, P. Y., «Le devoir de vigilance du banquier», en *Rev. Banque*, núm. 744, 2012, pág. 73 y sigs.

<sup>101</sup> «Es imposible que las preferentes, un producto muy complejo, híbrido, perpetuo y subordinado, haya sido el producto más vendido de los últimos años, con cifras de 30.000 millones de euros nada menos, si no es por un incumplimiento generalizado y sistemático de todas las normas de protección al (usuario)», GOMÁ LANZÓN, F., *Blog ¿hay derecho?*

<sup>102</sup> *RJ* 2010/2390.

<sup>103</sup> *RJ* 2006/9893.

<sup>104</sup> LACRUZ BERDEJO, J. L., *Elementos de Derecho Civil*, II, Barcelona, 1977, pág. 52.

<sup>105</sup> CLAVERÍA GOSALBEZ, L. H., «Notas para una revisión general de la denominada ineficacia del contrato», en *Las nulidades de los contratos: un sistema en evolución*, dir.: DELGADO ECHEVERRÍA, Navarra, 2007, pág. 83, hay que revisar el régimen de los vicios de la voluntad, reformando y desarrollando más la regulación del error... unificando la violencia e intimidación y suprimiendo el dolo como figura autónoma, pues según la construcción más preferible, o consiste en una actividad encaminada a provocar el error, o en

un error provocado. En el dolo se exige un ánimo intencionado, una actuación maliciosa para provocar en el otro engaño<sup>106</sup>, que determina y lleva efectivamente a la contratación, que puede realizarse a través de un hecho positivo o un hecho negativo, en cuanto la conducta dolosa puede consistir también en una omisión, por ejemplo no sacar del error a la otra persona, «las medias palabras o las informaciones imprecisas o incompletas podrán también considerarse en ocasiones como maquinaciones dolosas y, desde luego, los son en todos aquellos casos en que exista, impuesto por la buena fe, un especial deber de información fidedigna por parte de los contratantes en orden a la determinación de los extremos básicos del contenido contractual»<sup>107</sup>. En cuyo caso respondería el mismo comercial que las ha vendido.

Cabe añadir que en los supuestos que analizamos no se requiere el elemento intencional para calificarlo de dolo, pues, por un lado, el profesional no podía ignorar la información omitida, de importancia determinante para la otra parte, y, por otro, la propia legislación impone el deber de información, una obligación exigida de manera reforzada, podríamos decir, por la trascendencia del producto comercializado y porque le incumbe demostrar la ejecución de esta obligación, así, por esta vía se suprime el elemento intencional del dolo; o, podríamos decir, es fácilmente deducible la mala fe o intención deliberada si no se ha informado de aquello a lo que se estaba obligado, pues ¿de haberse informado correcta y ampliamente de sus condiciones muchos hubieran adquirido este producto financiero?; cabe presumir que en muchos casos, de haberse conocido, no se hubiera llegado a contratar. Supuestos cuya nulidad cabe declarar, pudiéndose, asimismo, exigir además, una indemnización de daños y perjuicios, aunque bien es cierto que las pérdidas fueran provocadas por la crisis, sin ella, en buena parte, no se hubiera ni siquiera hablado de este producto, pues algunos ni eran conscientes de que se las habían colocado. En todo caso, el silencio sobre esa información decisiva sin la intencionalidad no puede considerarse como una simple falta de la obligación contractual de información —«obligación precontractual de información que existe en todos los ámbitos de Derecho Civil y en todos los negocios»—<sup>108</sup>, de manera que no se presentan los mercados financieros con una normativa muy original.

---

una manipulación cercana a la intimidación; en rigor, podemos decir que el consentimiento está viciado cuando la información de un contratante es defectuosa o cuando su libertad se halla limitada o no existe».

<sup>106</sup> No se requiere que el dolo invalidante cause perjuicio —*animus decipiendi*—.

<sup>107</sup> LACRUZ BERDEJO, J. L., *Elementos...*, cit., pág. 64.

<sup>108</sup> Si bien tenga un contenido variable, FAGES, B., *Droits des obligations*, LGDJ, París, 2011, pág. 104; FABRE-MAGNAN, M., *De l'obligation d'information dans le contrat. Essai d'une théorie*, LDGJ, París, 1992; artículo 110, *L'avant projet Catala*; artículo 50, *Projet de la Chancellerie*; artículo 33, *Propositions Terré*.

El deber de información o el reforzamiento de las exigencias de lealtad en este contexto<sup>109</sup> cabe asimilarlo a determinados negocios donde se valora de una manera particular la necesidad de una especial fidelidad o una especial buena fe<sup>110</sup> y, en vez de esto, en algunos supuestos, parece percibirse la creación de un artificio para representar una situación de aparente confianza con el cliente disimulando una información con influencia en la adecuada formación del consentimiento. No se trataba de una relación entre profesionales, cuya omisión pudiera, en todo caso, tratarse como una falta; aunque, un error sobre un producto financiero de estas características padecido por un profesional no es tampoco necesariamente inexcusable. Dadas estas circunstancias, carece de relevancia si la ignorancia de la víctima proviene de una imposibilidad absoluta de informarse por no tener los medios para disipar el error o por la simple desigualdad de la cualificación de las partes contratantes. El cliente tiene un deber de diligencia, pero si se exigiese un deber autónomo del cliente de informarse se impediría la función de la norma que es la responsabilidad de la entidad financiera por no informar o informar incorrectamente, lo que no excluye la actuación diligente y prudente con la que debe proceder el cliente. No es fácil encontrar el punto de equilibrio<sup>111</sup>, precisamente por ello el objetivo de la normativa a través de la transparencia es evitar el conflicto de intereses y la asimetría de la información recomponiendo la paridad.

¿Y podría solicitarse la nulidad por infracción de normas imperativas o por reputarse el deber de información como un principio de orden público?, las irregularidades en la información de un contratante por otro o los consiguientes desequilibrios o abusos son defectos intrínsecos al proceso formativo del negocio, debiendo, por ello, calificarse de invalidez; pero no se trata de un contenido contractual ilegal, sino de una deficiente formación de la voluntad contractual, por falta de información o de libertad: en nuestro Derecho eso se canaliza a través de la anulabilidad; a veces, también con la rescisión, que no es técnicamente invalidez, pero eso es una distorsión del sistema<sup>112</sup>. Sólo, si cabe estimar que falta totalmente el consentimiento, cabría nulidad en virtud

---

<sup>109</sup> SAP de Asturias, de 16 de julio de 2012, AC 2012/1453, se requiere «una diligencia profesional específica a la entidad de inversión, que se ha de materializar en un deber de información riguroso...».

<sup>110</sup> BRINGUIER-FAUS, S., «Vers la consécration de grands principes européens des contrats: l'exemple du principe de bonne foi-loyauté», en *Rev. Lamy Droit des affaires*, núm. 79, 2013, pág. 66 y sigs.

<sup>111</sup> Como ha señalado SERRAO D'AQUINO, P., «Obblighi informativi e responsabilità dell'intermediario finanziario. Parte I: criteri generali di comportamento, operatore qualificato, profilatura della clientela secondo la MiFID. Obblighi informativi legati ai prodotti derivati», en *Giur. di merito*, 2012, núm. 214, pág. 1466 y sigs.

<sup>112</sup> En este sentido, CLAVERÍA GOSALBEZ, L. H., «Notas para una revisión general de la denominada ineficacia del contrato», en *Las nulidades de los contratos: un sistema en evolución*, dir.: DELGADO ECHEVERRÍA, Pamplona, 2007, pág. 73 y sigs.



del artículo 1261, 1.º, del Código Civil. En cuanto a su consideración como principio del orden público, no hay contenido contrario al orden público, sino práctica contraria al orden público; el contenido es correcto y no habría nada que objetar si hubiera libertad e información, pues los desequilibrios están permitidos, en cuanto la donación está permitida<sup>113</sup>.

## VI. A MODO DE CONCLUSIÓN. LA GESTIÓN DEL RIESGO FINANCIERO Y SU INFLUENCIA EN LA EVOLUCIÓN DEL DERECHO CONTRACTUAL

Afectados los mercados y las empresas por la crisis económica y financiera, la necesidad de atraer capitales a través de nuevos productos más innovadores, tanto al ámbito europeo como internacional, es un reto que requiere al mismo tiempo de una gran dosis de seguridad jurídica y de reglas claras y transparentes, y aún más, de una armonización de las garantías financieras. La asistencia al sistema financiero es un reto constante que cuestiona al orden jurídico y exige decisiones judiciales previsibles. Los productos híbridos representan una renovación de los métodos de financiación comercial e industrial, que favorecen numerosos proyectos arriesgados, favorecen la reestructuración empresarial, como son una oportunidad para las empresas en dificultad, pues no en vano se han privilegiado en una época de depresión de los mercados. Sin embargo, su complejidad y los resultados, cada vez más especulativos, requieren de reglas precisas, de límites más estrictos y de controles más férreos para servir verdaderamente al mundo empresarial como nuevos instrumentos de financiación, con las suficientes garantías para reforzar la estabilidad del sistema y de la economía, participando como factor de crecimiento económico y no, como ha ocurrido, vehículos que han contribuido al riesgo sistémico. El núcleo conceptual básico del Derecho Privado asegura la salvaguardia del sistema a través del principio de transparencia y de un intento de igualdad de los distintos operadores, y, para ello, el deber de información, en la base del principio de buena fe y de la lealtad de las relaciones contractuales, se convierte en un instrumento de especial significación, «signo eminente de las exigencias crecientes de la transparencia en Derecho positivo», «la información no es solamente ya la garantía de un derecho y de su buen ejercicio, sino, que se ha convertido ella misma en objeto de derecho. Mejor, la información se incorpora en el Derecho mismo. Esta extensión considerable, más allá del Derecho del consumo, implica la difusión de una lógica consumerista en ámbitos que se creían en una lógica diferente, incluso opuesta». Desborda, sin duda, el marco del Derecho de consumo para

---

<sup>113</sup> Como de nuevo argumenta CLAVERÍA GOSALBEZ, L. H., *Notas para...*, cit. pág. 69 y sigs.

influir en situaciones diferentes, que se caracterizan por una desigualdad entre contratantes. El movimiento actual profundiza en «una implicación creciente del deudor de la información, encargado de inculcar a su contratante las informaciones necesarias para su decisión», y tiene más sentido a medida que los riesgos del contrato se acrecientan<sup>114</sup>. Representa una evolución en nuestro sistema, pero no exento de producir distorsiones en los mismos elementos que están en el origen de la transmisión<sup>115</sup>, es decir, que no necesariamente es el antídoto de los riesgos<sup>116</sup>.

En el centro del problema, representado por el binomio riesgo-obligación, la cuestión se resuelve en la adaptación al tipo de inversor a través de la clásica obligación de información, pero ahora contemplada legislativamente de manera expresa y con particularidades específicas, no siendo suficiente una leal y completa información, sino que debe comprobarse y responsabilizarse de su comprensión, por tanto, bajo exigencias específicas, cuyo incumplimiento o defectuoso cumplimiento compromete gravemente la responsabilidad contractual. Pero no es un antídoto contra el riesgo, pues en el ámbito financiero no existe el riesgo cero, y porque el deber de información no es sinónimo de educación y pedagogía financiera para el inversor no advertido, así como por sus perfiles difusos por definición, dado que exige una adaptación; por ello, el legislador se tiene que plantear si en la configuración de estos instrumentos, como las participaciones preferentes, es admisible una desproporción tan fuerte entre los derechos y riesgos que asume el adquirente y si cabe excluir de su comercialización al inversor minorista, ¿una prohibición de no contratar, porque puede hacerse peligroso individual y colectivamente? En caso contrario, el inversor minorista tiene que dejar claro que es consciente de la contingencia específica que asume cuando decide elegir este tipo de productos; teniendo en cuenta que no evita el fraude el artículo 6 de la Ley 1/2013, de 14 de mayo, de medidas para reforzar la protección a los deudores hipotecarios, cuando prescribe que en la contratación de préstamos hipotecarios se exigirá que la escritura pública incluya, junto a la firma del cliente, una expresión manuscrita por la que el prestatario manifieste que ha sido adecuadamente advertido de los posibles riesgos derivados del contrato, el otorgamiento de las escrituras ya implica la obligación del notario de leerla y asesorar al firmante.

De esta manera, ante la adversidad sólo hay: o el inversor a quien se ha informado debidamente y asume sus consecuencias o el inversor minorista frente a quien no se cumplieron o se cumplieron defectuosamente las advertencias

---

<sup>114</sup> MOLFESSIS, N., «De l'obligation de renseignement à l'éducation juridique du contractant», en *Mélanges en l'honneur du professeur J. Hauser*, París, 2012, págs. 928, 943 y 949.

<sup>115</sup> BAUDOUIN JURDANT, B., «La colonisation scientifique de l'ignorance», *Alliage*, déc. 2007, núm. 61, esta transmisión popular del saber es ilusoria.

<sup>116</sup> Sobre esta relación, vid. de nuevo, MOLFESSIS, N., *De l'obligation de renseignement...*, cit. pág. 949.

legales, en cuyo caso tiene a su disposición, del modo que hemos analizado, los clásicos instrumentos del Derecho contractual; al margen de las sanciones administrativas y otras responsabilidades; esto debe implicar la producción de los efectos propios de la declaración judicial en cada caso, sin concentrar o tratar el perjuicio reparable como una pérdida de oportunidad. Pero lo que resulta sorprendente son los circunloquios y los parcheos legislativos que se han ido disponiendo en la resolución del problema de las participaciones preferentes, que hemos tomado como específico, para paliar una situación que se hubiera resuelto con simplicidad si no se hubieran dejado derivar sucesivas prácticas poco ortodoxas y no se retorcieron algunos instrumentos del Derecho, como hemos visto. No hay que contentar a todos, simplemente contra arbitrariedad teórica, nos recuerda ATIAS.

Como se trata de responder a los diferentes agentes en el mercado y a las diferentes necesidades, hay una diversa protección, en este sentido es importante hacer una distinción: los inversores minoristas no son exactamente consumidores, pero merecen, como hemos visto, un tratamiento jurídico protector diferenciado como el de éstos: cabe aplicarles, por supuesto, los preceptos correspondientes del Código Civil sobre error y dolo y las normas de la LMV y la Orden del EHA de 2011 derivadas de las dos MiFID —2004 y 2006—, pero no directamente la LCGC de 1998 ni el Texto Refundido de consumidores del 2007. Pero, si pretenden ser consumidores (quieren depósito a plazo fijo) y les colocan las preferentes (serían inversores, cosa que no quieren), sí se les aplicaría el Derecho de la imposición del contenido contractual a los consumidores, con control de inclusión y de contenido, nulidad de cláusulas abusivas, etc., como ocurre en el caso de los préstamos hipotecarios. Dicho de otro modo, ¿se transforma en inversor (partícipe preferente) a alguien que quiere ser consumidor (depositante)?, no, sigue siendo consumidor. Si una persona cree que es consumidor y desea serlo debe ser protegido en virtud del TR de 2007, además de por el Código Civil, aunque el contrato firmado no sea de consumidor, sino de partícipe, aunque el contrato sea inválido total o parcialmente, la conducta del banco debe caer en el ámbito del consumidor y MiFID. Esto es importante para evitar manipulaciones dentro del derecho de consumidores, que pueda realizar el predisponente o contratante fuerte frente al consumidor, que es alterar de manera artificial el supuesto de hecho<sup>117</sup>; es decir, evitar el caso sorprendente de que una persona quiera ser simplemente un depositante, por lo tanto, consumidor, y lo conviertan en inversor (adjudicándole las participaciones preferentes que no quería). El error provocado por dolo, o sin dolo, relevante, productor de nulidad, puede recaer acerca de la índole de la relación que contrae la parte más débil con la entidad finan-

---

<sup>117</sup> CLAVERÍA GOSALBEZ, L. H., *Condiciones generales y cláusulas contractuales impuestas*, Bosch, Barcelona, 2008.

ciera, ésta y los documentos lo reputan inversor y él cree ser consumidor, por ejemplo, depositante o cuenta correntista, ¿qué le aplica el jurista?, el Código Civil, los artículos 1266 y 1301, MiFID, LMV, Orden EHA 2011, ¿pero se le aplica, si hay condiciones generales, el Decreto de 2007?, sí, si él pretende ser consumidor. La diferenciación, pues, es importante a la hora de delimitar más correctamente su tratamiento jurídico.

Quizá sea más factible superar la categoría de consumidor y crear una protección simplemente del «contratante más débil»<sup>118</sup>, hacer una categoría más amplia, con aplicación a los pequeños inversores.

Esta normativa no deja de advertir, como se ve, la influencia de los procesos de masificación. La estandarización de la materia contractual y la necesidad de agilización del tráfico jurídico-económico han producido una nueva normativa que sitúa en su núcleo central la preocupación por la justicia contractual, y el Derecho ha reaccionado protegiendo a la parte más débil en la contratación en masa, desde un ámbito añadido por el nuevo reto de la globalización. Por esta vía, se ha producido una tal «influencia del Derecho del consumo sobre el Derecho común de los contratos y sobre todo el sistema jurídico, que algunos ven en el Derecho del consumo el futuro Derecho común del contrato», «el vector de una renovación de la teoría general del contrato»<sup>119</sup>. Esta influencia ha hecho que la noción de contrato sea menos percibida como un acuerdo de voluntades, que como un compromiso creador de una expectativa legítima, apareciendo la teoría del contrato relacional, según BUSSEUIL, como el nuevo parangón del Derecho Privado europeo, como clave para la explicación unitaria del Derecho europeo de contratos; de manera, que el fundamento del contrato «no es ya unitario, sino pluralista»<sup>120</sup>. Esta influencia ha revelado también la insuficiencia de la regulación contenida en el Código Civil y en el Código de comercio en lo que se refiere al proceso de formación del contrato y a su perfección, que contrasta con la importancia que tales aspectos han ido cobrando tanto desde el punto de vista jurídico, como económico. Y sobre ello se han producido los principales problemas de comercialización de las participaciones preferentes. En cuanto a la perfección del contrato y lo que para nosotros podría tener relevancia, debe resaltarse la importancia cada vez mayor de los sistemas de temporización del contrato, dirigidos a permitir una mejor formación de la voluntad contractual a favor de la parte más débil, proporcionado con la debida antelación, hecho que no se refuerza demasiado en la normativa.

A su vez, la evolución de esta concepción tiene su correlativo reflejo en el ámbito de la responsabilidad, favoreciendo la viabilidad de indemnizaciones

---

<sup>118</sup> Incluidos los empresarios suministradores.

<sup>119</sup> BUSSEUIL, G., *Contribution à l'étude de la notion de contrat en droit privé européen*, en LGDJ, París, 2009, pág. 334.

<sup>120</sup> Ib., pág. 681.

con una función de socialización, y hay que tener presente que esta vía tiene sus riesgos. Se está viendo en algunas propuestas para la resolución de los problemas originados por la comercialización de las participaciones preferentes, cuyo tratamiento tiene que contenerse dentro de los efectos jurídicos de su respectiva calificación jurídica, y no dentro de esa idea que concibe a la sociedad como fuente aseguradora de todos los riesgos. La evolución que ha llevado a una inflación de la responsabilidad tiene un coste económico importante y no puede abrirse la puerta a todos los excesos; cada vez más está presente en este ámbito la abstracción y los conceptos imprecisos<sup>121</sup>, por donde pierde coherencia y rigor el fundamento y las funciones de la responsabilidad. Estos límites están por redefinir a la vista de la expansión de las actividades y factores derivados del desarrollo tecnológico y de otras realidades a las que el Derecho se hace cada vez más sensible.

#### RESUMEN

##### *CRISIS FINANCIERA PARTICIPACIONES PREFERENTES*

*Buena parte de los desastres financieros han tenido su origen en montajes especulativos a través de la ingeniería financiera, coincidiendo, a menudo, crisis y productos financieros de creciente complejidad y opacidad. La promoción de nuevos medios jurídico-financieros destinados a favorecer el desarrollo y la reorganización de estructuras empresariales y bancarias constituye un riesgo en el ámbito de las inversiones; la última experiencia la aporta el fenómeno de las participaciones preferentes o la deuda subordinada. La solución a los problemas sociales y económicos que han originado tiene que ser a la vez política y jurídica, la correcta decisión política es también jurídica. El Derecho es la racionalización de la acción política, casi siempre con contenido y alcance económico. Su estudio, cara a posibles propuestas de lege ferenda, requiere un análisis de las pautas de conducta de los diferentes agentes en el*

#### ABSTRACT

##### *FINANCIAL CRISIS PREFERRED SHARES*

*A good many financial disasters stem from set-ups designed for speculation through financial engineering. Often crises coincide with financial products of increasing complexity and opacity. It is a risky proposition, investment-wise, to push new legal and financial measures through to favour the development and reorganisation of business and banking structures; the most recent experience on that topic had to do with preferred shares, or subordinated debt. Any solution to the social and economic problems they have created has to be both political and legal. The correct political decision will also be a legal decision. Law is the rationalisation of political action, and it almost always refers to and affects economic matters. De lege ferenda, what is required is analysis of the patterns of conduct of the different market agents and the evolution of Spanish legislation, which reinforces contract*

---

<sup>121</sup> Vid., en este sentido, TOURNEAU, P. H., «Responsabilité», en *Enc. Dalloz*, Rep. Droit civil, t. X, 2009, pág. 11.

*mercado y de la evolución de una normativa marcada por un reforzamiento de las condiciones contractuales, vinculando la peculiar aportación del sistema financiero en la gestión de los riesgos al proceso y desarrollo del Derecho contractual.*

*conditions. Such analysis could forge a link between the financial system's special contribution to risk management and the process and development of contract law.*

*(Trabajo recibido el 3-6-2013 y aceptado para su publicación el 31-7-2013)*