

La protección del inversor en la contratación de productos financieros

Universitat de Girona
Facultad de Derecho
Grado en Derecho - Curso 2015/16
Convocatoria de junio

Autor: Àlex Cabello i Forroll
Dirigido por Dr. Josep Oriol Llebot Majó

Palabras clave

Inversor minorista / MiFID / Productos financieros / Normas de conducta / Deberes de información

Key words

Retail client / MiFID / Financial instruments / Standards of conduct / Information duties

Índice de abreviaturas

CE	Constitución Española de 1978
CESR	Comité Europeo de Reguladores
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
DOUE	Diario Oficial de la Unión Europea
ESI	Entidad de Servicios de Inversión
FJ	Fundamento Jurídico
FSAP	Plan de Acción de Servicios Financieros de la Unión Europea
LMV	Ley del Mercado de Valores
MiFID	<i>Markets in Financial Instruments Directive</i>
MiFIR	<i>Markets in Financial Instruments Regulation</i>
RD	Real Decreto
<i>RDBB</i>	Revista de Derecho Bancario y Bursátil
SAP	Sentencia de la Audiencia Provincial
SJPI	Sentencia del Juzgado de Primera Instancia
STJUE	Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea
STS	Sentencia del Tribunal Supremo
TRLMV	Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores
UE	Unión Europea

Índice

Introducción.....	4
-------------------	---

CAPÍTULO I: ANÁLISIS DEL RÉGIMEN JURÍDICO APLICABLE

1. La protección del inversor en el régimen jurídico nacional.....	5
1.1 La difusión normativa en materia de protección del inversor.....	5
1.2 El derecho de consumo y su relación con la protección del inversor.....	13
2. La protección del inversor en el régimen jurídico comunitario: la normativa MiFID.....	15
2.1 Fundamentos teóricos de la normativa MiFID.....	15
2.2 La Directiva 2004/39/CE.....	18
2.3 De MiFID a MiFID II: la Directiva 2014/65/UE.....	21
3. Los deberes de las Entidades que prestan servicios de inversión.....	24
3.1 Consideraciones generales.....	24
3.2 El deber de clasificación del cliente	26
3.3 El deber de informar al cliente.....	29
3.4 El deber de informarse respecto de las circunstancias del cliente: los test de conveniencia e idoneidad.....	29
3.4.1 El <i>test de conveniencia</i>	30
3.4.2 El <i>test de idoneidad</i>	31
3.4.3 El <i>asesoramiento</i> en materia de servicios de inversión.....	32

CAPÍTULO II: REFLEXIONES SOBRE MIFID. LA NECESIDAD DE UN NUEVO ENFOQUE DEL MODELO DE PROTECCIÓN DEL INVERSOR

1. La información y la transparencia como pilares del sistema de protección del inversor.....	35
2. Sobre el asesoramiento en materia de inversiones, el “ <i>know your customer</i> ” y los efectos del incumplimiento de las normas de conducta.....	37

Conclusiones.....40

Bibliografía.....42

Introducción

Los años de bonanza económica trajeron consigo dos fenómenos de alta trascendencia jurídica: el auge de los productos financieros, tanto en tipología como cantidad, y la entrada del pequeño inversor a los mercados financieros. Hasta entonces, los inversores que venían operando en el mercado revestían un carácter fundamentalmente profesional. Sin embargo, esta ampliación del público inversor no trajo consigo un incremento de la formación y experiencia de estos nuevos inversores que, lejos de pretender operar con asiduidad en el mercado financiero, únicamente tratan de invertir parte de sus ahorros, en productos que normalmente desconocen, con la principal finalidad de sacarles rentabilidad.

Con este cambio en el *statu quo* de los mercados financieros, y con la llegada de la actual situación de crisis financiera, se han puesto de manifiesto una serie de deficiencias en el funcionamiento del mercado. En particular y por lo que ahora interesa: la carencia de protección suficiente para los nuevos inversores, de un lado, y la ausencia de controles efectivos, de otro. Para enfrentarlas, en el marco europeo la legislación de los distintos países en materia de protección al inversor se ha venido modificando con tal de dotar al sistema de una normativa común, adaptada a los nuevos tiempos, implementando a nivel comunitario una serie de normas destinadas a armonizar el marco legal europeo para los mercados de instrumentos financieros y la prestación de servicios de inversión. La incorporación de la nueva regulación en España exigió una reforma sustancial de la Ley 24/1998, de 28 de julio, del Mercado de Valores y de sus normas de desarrollo.

El estudio consta de dos capítulos. En el *Capítulo I* se analizan los cambios introducidos en la legislación en materia de protección del inversor desde un punto de vista fundamentalmente analítico. Así como se trata de esclarecer cuan pacífica es la convivencia entre los tres bloques normativos con incidencia en la contratación de servicios financieros. En este sentido cabe mencionar que el estudio se centra en la posición del inversor minorista en la contratación mobiliaria, no sólo por su interminable casuística, también por su evidente relevancia en el plano práctico. Expuesto el régimen jurídico y sentadas las bases del actual modelo de protección del inversor, en el *Capítulo II* se analizan sus fundamentos teóricos y principales efectos en el plano práctico. Con todo ello, se pone a disposición del lector una breve aproximación al actual modelo de protección del inversor en nuestro ordenamiento, que tanto contiene grandezas como flaquezas.

CAPÍTULO I: ANÁLISIS DEL RÉGIMEN JURÍDICO APLICABLE

1. La protección del inversor en el régimen jurídico nacional

1.1 La difusión normativa en materia de protección del inversor

La comercialización de servicios de inversión es una materia ampliamente desarrollada y armonizada en la Unión Europea -en lo sucesivo UE-. Como se verá, las normas establecidas en este sentido revisten una naturaleza pública y su finalidad es la ordenación del mercado. Sin embargo, también despliegan sus efectos en el Derecho Privado¹, en tanto es cierto que “*ya no estamos solamente ante la regulación de intereses privados de las partes, sino que las normas del orden público-económico inciden cada vez con mayor fuerza en el ámbito contractual*”² de lo que “*MiFID es un ejemplo paradigmático*”³. En otras palabras, existe en materia de protección al inversor una doble proyección (jurídico-pública y jurídico-privada), en tanto existen normas de Derecho público con incidencia directa en el Derecho privado. La naturaleza dual de esta normativa se refleja, además, en que la “*inobservancia de las normas puede acarrear responsabilidades civiles de naturaleza contractual junto a otras responsabilidades administrativas de carácter sancionador*”⁴. Sobre este extremo se volverá más adelante.

La norma capital en materia de protección al inversor en nuestro ordenamiento es el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores -en adelante TRLMV-. Debe advertirse, en primer término, que a raíz de su aprobación “*se han realizado determinados ajustes en la estructura del texto modificando la numeración de los artículos y, por lo tanto, de las remisiones y concordancias entre ellos*”⁵. De modo que las normas de conducta aplicables a

1 Sobre la naturaleza dual (jurídico pública y jurídico privada) de las normas de protección al inversor véase la STS de 18 de abril de 2013 (caso *BBVA/Preferentes Lehman brothers*).

2 FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ, Alejandro. *Repensar la protección del inversor: bases para un nuevo régimen de la contratación mobiliaria* [en línea]. Diario La Ley, Diario La Ley, N° 8549, Sección Doctrina, 28 de Mayo de 2015, Ref. D-212, Editorial LA LEY ISSN 1989-6913. p. 15

3 *Ibidem*.

4 *Ibidem*.

5 Así lo dispone el preámbulo del RDL 4/2015, añadiendo que “*este trabajo de refundición permite preparar la normativa del mercado de valores de cara a esas inminentes reformas, anticipando las futuras modificaciones y creando un texto que facilite la labor del legislador en el momento de la transposición de las normas europeas. (...) y, sobre todo, la nueva regulación MIFID2 que sustituye a la ya mencionada MIFID, que se compone de la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE, y del Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012*”.

quienes presten servicios de inversión, que hasta la fecha se recogían en el artículo 79 LMV, pasan a comprenderse ahora entre los artículos 202 a 224 TRLMV. Opera también en nuestro Ordenamiento, en materia de protección del inversor, el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión⁶, que vino a sustituir al hasta entonces vigente RD 623/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios. Ambas normas son las encargadas de regular y desarrollar, entre otros extremos, las llamadas *normas de conducta*. Mandatos que las empresas que presten servicios de inversión (en adelante, ESI⁷) deben obedecer cuando prestan servicios de inversión.

Sin embargo, es cierto que conviven en nuestro ordenamiento “*tres bloques normativos (Derecho del Consumo, Derecho de Obligaciones y Contratos y Derecho del Mercado de Valores), que giran en torno a un mismo problema (la protección del inversor) y que, según por el lado que se mire [...] pueden arrojar valoraciones muy distintas*”⁸. Por ello es posible que se den conflictos o desavenencias entre lo regulado en una norma y otra, además de una situación de inseguridad jurídica para los operadores. En este último sentido, apunta FERNÁNDEZ DE ARAOZ⁹ que “*este estado de gran confusión en el que nos encontramos [refiriéndose a la dispersión normativa en materia de protección al consumidor financiero] no es compatible con un ordenamiento jurídico, que debe proporcionar tanto a los operadores jurídicos, como a quienes tienen que aplicar las normas (tribunales y reguladores), un marco de seguridad jurídica regido por la predictibilidad y una razonable certeza*”. Como se verá en el *Capítulo II*, el modelo actual dista mucho de poder ser considerado un óptimo de regulación. Sin embargo, a mi parecer la interrelación entre estos tres bloques normativos no presenta realmente grandes retos, si bien sí presenta algunos problemas concretos.

6 Modificado recientemente por el Real Decreto 358/2015, de 8 de mayo, por el que se modifica el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.

7 Se entiende por ESI, en este trabajo, todas aquellas entidades que presten servicios de inversión de acuerdo con lo dispuesto en el art. 4 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.

8 FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ, Alejandro. *Repensar la protección del inversor: bases para un nuevo régimen de la contratación mobiliaria* [en línea]. *Op. Cit.* p. 20

9 *Ibidem*.

a) *La naturaleza de la norma y su vulneración*

Dado el carácter imperativo que caracteriza las normas de conducta, su vulneración debería determinar la nulidad del contrato *ex art. 6.3 CC*¹⁰. No obstante, la jurisprudencia en este sentido se pronuncia de forma desigual. Existen resoluciones que consideran que la inobservancia de las normas de conducta del TRLMV conlleva la nulidad del negocio jurídico por aplicación del artículo 6.3 CC, en tanto consideran “esenciales” o “parte esencial” del negocio el respeto y la observancia de los deberes de información. Otras resoluciones, en cambio, se pronuncian en el sentido contrario; pues señalan que no procede declarar la nulidad del contrato por estimar la infracción de las normas de conducta como una “infracción menor”. Otra discordancia en nuestros tribunales, quizá más sustancial, radica en la naturaleza de las normas de conducta. Puesto que el pronunciamiento es en uno u otro sentido en función de la naturaleza que el juzgador le atribuya a la norma.

De entre la jurisprudencia que se pronuncia al respecto arrojan un poco de luz sobre esta cuestión la STJUE de 30 de mayo de 2013¹¹ y la STS 716/2014, de 15 de diciembre de 2014 (ROJ: STS 5411/2014). Respecto de la primera, constata en su apartado 57 que “*si bien el artículo 51 de la Directiva 2004/39 prevé la imposición de medidas o de sanciones administrativas a las personas responsables de una infracción de las disposiciones aprobadas para aplicar dicha Directiva, esta no precisa que los Estados miembros deban establecer consecuencias contractuales en caso de que se celebren contratos que no respeten las obligaciones derivadas de las disposiciones de Derecho interno que traspone el artículo 9, apartados 4 y 5, de la Directiva 2004/39, ni cuáles podrían ser esas consecuencias*”. Por ello, señala la misma sentencia que “*corresponde al ordenamiento jurídico interno de cada Estado miembro regular las consecuencias contractuales de la inobservancia de dichas obligaciones*”¹².

10 FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ, Alejandro. *Repensar la protección del inversor: bases para un nuevo régimen de la contratación mobiliaria* [en línea]. *Op. Cit.* p. 16

11 La Sentencia del Tribunal de Justicia de 30 de mayo de 2013 se pronuncia en el marco de una cuestión prejudicial planteada ante sí por el Juzgado de Primera Instancia num. 12 de Madrid. En resumen: se abordaban dos litigios, ambos relativos a la contratación de un *swap* de interés (como “cobertura de riesgo” ante los préstamos contratados) en los que no se había procedido a la realización de test alguno, pese a la vigencia de MiFID. En este contexto, se plantean al TJUE tres cuestiones: *a)* si el servicio prestado (el *swap*) constituye o no un asesoramiento en materia financiera; *b)* en caso afirmativo, si procede la aplicación de la excepción del art. 19.9 de la Directiva 2004/39/CE; y *c)* si la no realización del test conlleva la nulidad de la relación jurídica [que es la cuestión que ahora se aborda].

12 Sobre el mismo extremo se pronuncia también la STJUE de 19 de julio de 2012 (caso *Littlewoods Retail*) en su apartado 27.

Así las cosas, queda determinar cuales son los efectos jurídicos sobre el contrato de servicios financieros cuando existe un incumplimiento de las disposiciones de la normativa MiFID y, en concreto, de las normas de conducta en ella establecidas. La mencionada STS 716/2014, de 15 de diciembre de 2014, resume -pero no resuelve- en su FD nº 13 el *iter* procedimental de esta cuestión. En resumen, viene a constatar que: *a)* Es cierto que MiFID no determina la nulidad del contrato cuando se incumplen las normas de conducta (y en particular, por tanto, tampoco cuando se incumplen los deberes de información), por lo que habrá de estarse a lo dispuesto en nuestro derecho interno; *b)* Así, establece el art. 6.3 CC que “*los actos contrarios a las normas imperativas (...) son nulos de pleno derecho, salvo que en ellas se establezca un efecto distinto*”; *c)* “Efecto distinto” es precisamente el previsto en el art. 99.2.z. *bis* de la ya derogada LMV (en la actualidad se corresponde con el art. 284 TRLMV), cuando se advierte que el incumplimiento de las obligaciones de información y protección al inversor es considerado “*infracción muy grave*”¹³; *d)* No contempla el TRLMV, por el contrario, la nulidad del negocio jurídico como consecuencia del incumplimiento de las normas de conducta en él recogidas; *e)* Por tanto, y a tenor literal, “*la mera infracción de estos deberes (...) no conlleva por sí sola la nulidad de pleno derecho del contrato*”, sin perjuicio que no niega el Tribunal que “*la infracción de estos deberes legales de información pueda tener un efecto sobre la validez del contrato*” si mediara error o vicio en el consentimiento.

b) La doctrina del error-vicio del consentimiento.

En nuestro país existe abundante doctrina jurisprudencial acerca del error vicio en el consentimiento¹⁴. De entre todas ellas, destaca quizá la STS 683/2012, de 21 de noviembre, que viene a asentar las bases de la actual doctrina del error-vicio en el consentimiento en materia de servicios financieros. En la mencionada sentencia, el Supremo rechaza de llano el planteamiento de la Audiencia Provincial en la sentencia recurrida¹⁵ que, en resumen, señalaba que la -acreditada- insuficiencia de la información determina por sí solo la existencia de error vicio en el consentimiento. El Supremo, en clara oposición a esta declaración,

13 Por lo que se faculta a la CNMV para abrir a la entidad un expediente sancionador e imponer a la ESI la sanción administrativa que corresponda.

14 Sentencias que, en su gran mayoría, se pronuncian sobre el error vicio del consentimiento en contratos de productos financieros complejos como son el *swap* o las participaciones preferentes. Forman el cuerpo doctrinal en este sentido las SSTS 840/2013, de 20 de enero de 2014 ; 491/2015, de 15 de septiembre ; 458/2014, de 8 de septiembre ; 460/2014, de 10 de septiembre ; 384 y 385 de 2014, ambas de 7 de julio ; 387/2014, de 8 de julio ; 110/2015, de 26 de febrero ; 535/2015, de 15 de octubre ; 563/15, de 15 de octubre ; 547/15, de 20 de octubre ; 549/15, de 22 de octubre , 595/2015 y 610/2015, de 30 de octubre , 588/2015, de 10 de noviembre , 623/2015, de 24 de noviembre , 675/2015, de 25 de noviembre , 631/2015, de 26 de noviembre , 676/2015, de 30 de noviembre , 670/2015, de 9 de diciembre , 691/2015, de 10 de diciembre , 692/2015, de 10 de diciembre , y 742/2015, de 18 de diciembre , entre otras.

15 SAP de Asturias, de 27 de enero de 2010

señala que no cabe asemejar el incumplimiento de los deberes de información a la nulidad del contrato por vicio en el consentimiento, si bien sí permite presumir (a modo de indicio, se entiende) que pudo existir dicho error. Ha de plantearse la doctrina del error vicio, apunta el Tribunal, de forma más rigurosa y siempre atendiendo a las circunstancias particulares de cada caso. Tal y como declara la SAP de Madrid (Secc. 18ª) de 12 febrero de 2014 en su Fjº 8 “*no es cuestión pacífica en la doctrina y entre las Audiencias Provinciales la cuestión de cuál ha de ser la consecuencia de la vulneración de las normas que establecen los deberes de diligencia, información y transparencia, y, en general, de las normas de conducta que deben seguir las entidades que prestan servicios de inversión. La respuesta ofrecida depende en gran medida de la naturaleza y el carácter que se atribuya a tales normas*”. Ello enlaza con lo expuesto al inicio, pues el pronunciamiento del Tribunal en uno u otro sentido dependerá de la naturaleza que a la norma se le atribuya -jurídico-pública, jurídico privada, o ambas-.

Así las cosas, las particularidades de cada litigio resultan una vez más cruciales para la determinación de la nulidad de estos negocios. Y si bien la casuística es interminable, de la jurisprudencia reciente acerca de la doctrina error vicio se pueden extraer algunas ideas en claro, en el plano teórico al menos. En síntesis:

1. El incumplimiento de los deberes de información no conlleva necesariamente la apreciación del error vicio. Así lo determina el Supremo en las mencionadas SSTs 683/2012, de 21 de noviembre; 840/2013 de 20 de enero; y 384/2014, de 7 de julio, por citar sólo algunas.
2. No obstante, sí permite presumirlo. La razón es que “*el incumplimiento de los deberes legales de información al cliente desemboca en un error en la prestación del consentimiento por parte de éste, ya que (...) esa ausencia de información permite presumir el error*”¹⁶. Y el error que se permite presumir es el error por vicio en el consentimiento de los arts. 1265 y ss. del Código Civil -en adelante CC-.
3. Existe error vicio cuando “*la voluntad del contratante se forma a partir de una creencia inexacta. Es decir, cuando la representación mental que sirve de presupuesto para la realización del contrato*

16 STS 693/2015, de 4 de diciembre de 2015. En el mismo sentido señala la STS 384/2014, de 7 de julio, en su FD. Nº 6, que “*el incumplimiento de los deberes de información no conlleva necesariamente la apreciación del error vicio pero puede incidir en la apreciación del mismo y directamente en la concurrencia del requisito de excusabilidad del error; permite presumir el error cuando como es el caso la entidad bancaria no realizó, siendo preceptivo, el test de idoneidad*”

es equivocada o errónea”¹⁷.

4. El error-vicio se somete a una aplicación restrictiva, “*puesto que está en juego la desvinculación de un contrato y el riesgo de poner en cuestión el <principio pacta sunt servanda>*”¹⁸, debiendo concurrir para su apreciación las siguientes circunstancias:

a) El error ha de recaer sobre el objeto del negocio o una parte sustancial de él, además de sobre la propia persona en determinados casos, como bien reza el art. 1261.2 CC.

b) Además, el error ha de ser esencial, “*en tanto se debe proyectar sobre aquellas presuposiciones -respecto de la sustancia, cualidades o condiciones del objeto o materia del contrato- que hubieran sido la causa principal de su celebración, en el sentido de causa concreta o de motivos incorporados a la causa*”¹⁹. En otras palabras, debe tratarse del motivo -o uno de ellos- determinante que lleve al inversor a prestar su voluntad.

c) Las circunstancias “erróneamente representadas” por quien afirma haber errado pueden ser pasadas, presentes o futuras pero en todo caso deben haber sido “representadas” en el momento de la perfección del contrato (extendiéndose también a la fase pre-contractual). Esta representación debe ser, además, razonablemente cierta²⁰.

d) Finalmente, el error ha de ser también excusable. Como se ha señalado hasta la saciedad, la excusabilidad es también requisito indispensable para la concurrencia del error vicio. Las SSTS 840/2013, de 20 de enero de 2014 y 460/2014, de 10 de septiembre, entre otras muchas, así lo advierten: “*la existencia de estos deberes de información que pesan sobre la entidad financiera incide directamente sobre la concurrencia del requisito de la excusabilidad del error; pues si el cliente minorista estaba necesitado de esta información y la entidad financiera estaba obligada*

17 STS 491/2015, de 15 de septiembre. FJ nº 9

18 FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ, Alejandro. *Repensar la protección del inversor: bases para un nuevo régimen de la contratación mobiliaria* [en línea]. *Op. Cit.* p.16

19 STS 491/2015, de 15 de septiembre. FJ. nº 9

20 En este sentido se pronuncia la Doctrina jurisprudencial en los litigios donde se discute la nulidad de los contratos *swap*. El planteamiento generalizado, reiterado en numerosas sentencias sobre el error vicio, apunta que los contratos de permuta financiera o *swap* revisten, por su naturaleza, un alto componente de aleatoriedad, lo que difícilmente casa con que la representación mental pueda ser razonablemente cierta, especialmente en aquellos *swap* meramente especulativos.

a suministrársela de forma comprensible y adecuada, el conocimiento equivocado sobre los concretos riesgos asociados al producto financiero complejo contratado en que consiste el error, le es excusable al cliente". Repárese en que el requisito de la excusabilidad no aparece en el art. 1266 del CC; se trata de una exigencia añadida por el Supremo. En pocas palabras, se trata de un deber de diligencia mínimo que se impone al inversor, que deberá indagar y prestar atención suficiente para conocer -o haber podido conocer de ser posible- aquello respecto de lo que erró al contratar.

Como decía al inicio, basta con echar un vistazo a la mencionada jurisprudencia para constatar que *"no es cuestión pacífica (...) cuál ha de ser la consecuencia de la vulneración de (...) las normas de conducta que deben seguir las entidades que prestan servicios de inversión"*²¹. Como también se ha mencionado, el pronunciamiento en uno u otro sentido dependerá en gran medida de la naturaleza que el juzgador le atribuya a estas normas. En cualquier caso, lo cierto es que sorprende el gran número de pronunciamientos que declaran los contratos de servicios financieros nulos por error vicio en el consentimiento. Sobretudo en aquellos casos donde se declara que hubo asesoramiento y no se realizó el test de idoneidad²². En definitiva, y pese a los asentados criterios jurisprudenciales expuestos respecto de la doctrina del error vicio, lo cierto es que la regulación respecto de la nulidad de los contratos de servicios financieros no ofrece seguridad jurídica alguna. Sobre ello se volverá mas adelante.

He de decir que coincido con FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ²³ cuando señala que no es creíble que el 90% de los inversores tuvieran el consentimiento viciado por error. El autor sostiene que *"estamos asistiendo a una completa desnaturalización de una doctrina, como es la del error-vicio en el consentimiento, que llevaba muchas décadas perfectamente asentada y consolidada. Pese a que su aplicación era excepcional y muy restrictiva, hemos pasado ahora a que su aplicación ha pasado a ser la regla general"*²⁴. Para el autor el error salta a la vista. Se ha endurecido la aplicación de la doctrina del error vicio, en tanto el Supremo señala que ha ser interpretada de forma más restrictiva y atendiendo a las circunstancias particulares de cada caso²⁵. Y precisamente por ello ocurre que se está exigiendo que el juez *"pueda llegar a la conclusión de que*

21 SAP Madrid (Secc. 18ª) de 12 de febrero de 2014, Fjº 8

22 Sobre el asesoramiento y el test de idoneidad véase el apartado 3.4.

23 FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ, Alejandro. *Repensar la protección del inversor: bases para un nuevo régimen de la contratación mobiliaria* [en línea]. *Op. Cit.* p. 16

24 *Ibidem.*

25 Prueba de ello es, por ejemplo, la ya mencionada STS 626/2013, de 29 de octubre, para dos extremos: a) el Tribunal tiene en consideración el perfil de la sociedad inversora (una sociedad con experiencia en el mercado) y sentencia que *"es difícil admitir que una sociedad con experiencia en el mercado y en las relaciones con las entidades bancarias (...) padeciera un error como el declarado en las instancias (...) y, en último caso, que fuera excusable"*; y b) las características del contrato, en el caso, un *swap* de cobertura, declarando que este tipo de contrato fluctúa *"en atención a acontecimientos futuros e inciertos, derivados de las fluctuaciones del mercado"*.

existía una elevada probabilidad de que el inversor tuviera su consentimiento viciado por error. Este ejercicio resulta muy relevante y existe un riesgo evidente de condonar «conductas oportunistas» en clientes a quienes las inversiones, arriesgadas por definición, les han ido mal y es más práctico «echarle la culpa» al banco»²⁶.

1.2 El derecho de consumo y su relación con la protección del inversor

Resulta relevante para este análisis el examinar la incidencia que la normativa protectora de los consumidores y usuarios tiene sobre la contratación de servicios financieros. Ello es así porque “*se ha evolucionado hacia un <<modelo de consumerización de los inversores>>*”²⁷, en el que se refuerza cada vez más la protección de un colectivo al que se presume débil y necesitado de especial atención, de forma parecida a lo que ocurre con el consumidor. Así, la influencia del Derecho del Consumo en materia de servicios de inversión es palpable, de ahí que exista “*una cierta propensión a identificar estas reglas de protección del inversor con las normas de protección de consumidores*”²⁸. Bajo mi punto de vista, la relación entre ambos bloques normativos es una cuestión más bien pacífica, sin perjuicio que pueda adolecer, en mi opinión, de una debida coordinación entre ambos bloques.

El artículo 51 de la Constitución Española (en adelante CE) consagra como principio informador del ordenamiento jurídico español que los poderes públicos deben garantizar la defensa de los consumidores y usuarios, protegiendo, entre otros extremos, su seguridad y legítimos intereses económicos. La norma básica de nuestro Ordenamiento en este sentido es la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios, de 19 de Julio de 1984²⁹, cuyo artículo 8 reitera el contenido del art. 51 CE. Sentencias como la STS de 22 de diciembre de 2009 o SAP Madrid de 27 de marzo de 2013 señalan que, de hecho, las normas de conducta del TRLMV son una manifestación de lo dispuesto en estos artículos. Por ello, si bien parecen responder a un mismo objetivo, ¿por qué elaborar una normativa sectorial?.

26 FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ, Alejandro. *Repensar la protección del inversor: bases para un nuevo régimen de la contratación mobiliaria* [en línea]. *Op. Cit.* p. 16

27 *Ibidem.* p. 13

28 VALPUESTA GASTAMINZA, Eduardo. *Incumplimiento de la normativa comunitaria MiFID en cuanto a los deberes de información y evaluación del cliente: consecuencias en el ámbito contractual según la jurisprudencia española*. Cuadernos de Derecho Transnacional (Marzo 2016), Vol. 8, Nº1, p. 275.

29 Texto refundido por el Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias.

Coincido con RUIZ DE VELASCO³⁰ cuando señala que “*la LDCU no basta, con sus preceptos, para proteger adecuadamente al inversor financiero, dado que sus normas atienden más a las características de un mercado de bienes o servicios que a un mercado de inversión financiera*”. Además, la necesidad de un régimen de protección especializado para la comercialización de productos financieros responde precisamente a su complejidad, no pareciendo suficiente la protección general ofrecida por el TRLGDCU (art. 60). Como se verá más adelante, la normativa encargada de la protección de los inversores ofrece un refuerzo subjetivo y objetivo, “*en primer lugar porque se personaliza en función del tipo de consumidor (...) y en segundo lugar, porque se incrementa cuanto más complejo sea el producto financiero de que se trate*”³¹. Se trata, por tanto, de dos bloques normativos de igual naturaleza (jurídico-pública y jurídico-privada) que responden a finalidades de orden público-económico, pero son sin embargo dos ámbitos completamente distintos.

La doctrina es unánime en este sentido. Señala ZUNZUNEGUI PASTOR³² que “*en la Unión Europea se considera que los servicios financieros forman parte de un sector específico alejado del núcleo básico de la protección de los consumidores y usuarios*”, lo que casa con la exclusión expresa de la aplicación de la Directiva sobre los derechos de los consumidores en materia de servicios de inversión³³. Así, las normas de conducta encargadas de la protección del inversor no pertenecen al Derecho de Consumo, sino que son “*dos ámbitos distintos, uno de regulación del mercado de valores y otro de protección de los consumidores*”³⁴. Por ello, el inversor dispone de una doble protección, “*la recibida de forma indirecta a través de las normas de conducta del mercado de valores, y la directa, a consecuencia de la aplicación de las reglas que protegen a los consumidores y usuarios*”³⁵. Por su parte, y en la misma línea argumental, señala PULIDO BEGINES³⁶ que “*puede decirse que existen dos grupos de normas en el campo del Derecho del consumo bancario: de un lado, aquellas que con carácter general protegen a todos los consumidores y, también, al de servicios financieros, y, de otro lado, aquellas normas específicamente destinadas a proteger al consumidor de servicios financieros*”. En otras palabras, se sostiene que al inversor financiero goza de una doble protección: la del Derecho del Consumo, por aplicación general y la del TRLMV en particular. Por su parte,

30 RUIZ DE VELASCO, Adolfo. *La protección del inversor* [en línea]. *Cuadernos de Estudios Empresariales* 1997, número 7, 431-452- ISSN 1131-6985. p. 432.

31 ROY PÉREZ, Cristina: *El régimen de protección del consumidor de productos bancarios y financieros*, en *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 287, 2013, p. 161

32 ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. *Aproximación a la responsabilidad contractual de los prestadores de servicios de inversión*. *RDBB núm. 141 / Enero-marzo 2016*. p.129.

33 Véase artículo 3.3.d) Directiva 2011/83/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 25 de octubre de 2011, sobre los derechos de los consumidores.

34 ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. *Hacia un estatuto del inversor*. *RDMF Working paper 1/26*, diciembre de 2006. pgs. 9-10

35 *Ibidem*.

36 PULIDO BEGINES, Juan Luis. *El deber de las entidades financieras de informar al cliente: la normativa MiFID*. *RDBB núm. 130 /Abril-Junio 2013*. p.13

FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ ³⁷ señala que la incidencia que el Derecho del Consumo tiene en el ámbito de la contratación de servicios financieros es <toda> la incidencia posible, en tanto aquél tiene un efecto transversal y “viene a superponerse perpendicularmente al resto de bloques normativos que conforman nuestro ordenamiento”. Puede ocurrir por tanto que el “inversor que actué como consumidor al invertir (...) sea, además, cliente minorista”³⁸ y “si el cliente minorista actúa, además, como consumidor, a ese negocio serían aplicables ambos bloques normativos (protección del inversor en el mercado de valores, y protección del consumidor), con perfiles y matices propios”³⁹.

De lo expuesto se desprende que, si bien la diferenciación entre ambos bloques es una cuestión resuelta, no es así respecto de su interrelación. Como señala FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ⁴⁰ “las relaciones entre el Derecho del Consumo y el Derecho de Obligaciones constituyen en gran medida una cuestión abierta”. Así, resulta patente la necesidad de una nueva regulación, más sistemática, que establezca la “debida coordinación entre el Derecho del consumo y la regulación financiera”⁴¹, sistematizando con claridad la regulación del inversor / consumidor / consumidor financiero y acotando sus respectivos ámbitos de aplicación.

2. La Protección del inversor en el régimen jurídico comunitario: La normativa

MiFID

2.1 Fundamentos teóricos de la normativa MiFID

Para poder contextualizar MiFID y poder discernir su transcendencia, cabe considerar primero sus antecedentes. Un breve repaso de La Ley del Mercado de Valores, como ley base de la regulación de los mercados financieros españoles, pasaría por analizar sus tres reformas de mayor calado. En primer lugar, respecto de la reforma de 1988, se dice de ella que “cambió completamente la estructura de la

³⁷ *Ibidem*.

³⁸ VALPUESTA GASTAMINZA, Eduardo. *Incumplimiento de la normativa comunitaria MiFID en cuanto a los deberes de información y evaluación del cliente: consecuencias en el ámbito contractual según la jurisprudencia española*. *Op. Cit.* p. 275.

³⁹ *Ibidem*. p. 75, con cita a E. Muñiz Espada, en *Adquisición de productos financieros y los riesgos de asimetría en la información*, RCDI, núm. 739, 2013, p. 3036

⁴⁰ FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ, Alejandro. *Repensar la protección del inversor: bases para un nuevo régimen de la contratación mobiliaria* [en línea]. *Op. Cit.* p. 13

⁴¹ *Ibidem*.

intermediación de valores en España”⁴². Bajo el contexto del *Big Bang* de 1986, se promovió la creación de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, lo que supuso ya una ruptura respecto el derecho bursátil vigente hasta la fecha,. De entre los cambios efectuados por esta ley, destacaron la creación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores -en adelante CNMV-, la distinción entre el mercado primario y los mercados secundarios, un incremento de la transparencia del mercado y la posibilidad de contratación continua a través del Sistema de Interconexión Bursátil⁴³. Diez años más tarde, la Ley 37/1998, de reforma de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores, supuso también un cambio legislativo trascendente. La transposición de la Directiva de Servicios de Inversión (Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el campo de los valores negociables) cambió completamente el *statu quo* del Mercado de Valores español. Entre otros extremos, se implementó la actuación transfronteriza mediante sucursales y se produjo “*la equiparación de las entidades de crédito en (...) la contratación bursátil*”⁴⁴.

La tercera gran reforma viene dada por la transposición al ordenamiento español de la ya mencionada Directiva 2004/39/CE del Parlamento y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, comúnmente conocida como *MiFID*⁴⁵. Nacida en el marco del Plan de Acción de Servicios Financieros de la Unión Europea⁴⁶ (en adelante FSAP) y bajo el contexto de crear un mercado europeo único, el objetivo primordial de MiFID es precisamente contribuir a su creación. Uno de los mecanismos mediante el cual pretende conseguirlo es protegiendo al inversor, tarea que MiFID aborda por distintas vías: reforzando los requisitos organizativos y operativos de los proveedores de servicios de inversión, endureciendo las normas de conducta que rigen su actuación y, en general, asentando una política de transparencia y fluidez en la información mutuamente ofrecida entre entidad e inversor, con especial carga sobre el primero.

Es bien sabido que en los mercados financieros infieren aspectos y circunstancias complejas que dificultan su comprensión, y muy especialmente para aquellos que no son profesionales del sector. La información relativa a estos aspectos y circunstancias, por lo tanto, no está al alcance de todos los sujetos que en él

42 MORENO ESPEJO, Antonio; BUENAVENTURA CANINO, Rodrigo. *Directiva MiFID, reforma de la Ley del Mercado de Valores e implicaciones en el caso español* [en línea]. *Ekonomiaz* N° 66, 3 cuatrimestre, 2007. p.147

43 Véase art. 49 de la ya derogada Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores [BOE-A-1988-18764].

44 MORENO ESPEJO, Antonio; BUENAVENTURA CANINO, Rodrigo. *Directiva MiFID, reforma de la Ley del Mercado de Valores e implicaciones en el caso español* [en línea]. *Op. Cit.* p. 146

45 Es el acrónimo de *Markets in Financial Instruments Directive*.

46 Que tiene por objeto “*alcanzar tres objetivos estratégicos, a saber, instaurar un mercado único de los servicios financieros al por mayor, hacer accesibles y seguros los mercados minoristas y reforzar las normas de supervisión cautelar*”. Según se extrae del Comunicado de la Comisión, de 11 de mayo de 1999, sobre la «Aplicación del marco denacción para los servicios financieros: Plan de acción» [disponible en <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=uriserv:l24210>].

participan. En otras palabras, existe un desequilibrio de información entre los distintos usuarios del mercado. Desequilibrio que puede traducirse en que el oferente de servicios de inversión, que es quien dispone de mayor información y conocimientos técnicos, abuse de la buena fe de los inversores -especialmente de aquellos que no son profesionales- induciéndolos a engaño⁴⁷. En este sentido señala ZUNZUNEGUI PASTOR⁴⁸ que la entidad tiene el deber de informar a su cliente (véase *infra* § 3.3) para que éste decida “*con conocimiento de causa, reduciendo la asimetría informativa que separa al profesional del profano*”. Y en efecto MiFID refuerza la protección de los inversores mediante el establecimiento de un sistema de transparencia informativa, exigiéndole a las ESI el cumplimiento de -cada vez más- estrictos deberes de información. En gran parte la ampliación y endurecimiento de estas normas viene dado por “*la dependencia cada vez mayor de los inversores de recomendaciones personalizadas*”, lo que “*obligó a incluir la prestación de servicios de asesoramiento en materia de inversión entre los servicios de inversión sujetos a autorización y a normas de conducta específicas*” ya que “*Hasta entonces, se consideraba un servicio accesorio*”, como señala el Considerando 70 de la Directiva 2014/65/UE⁴⁹. Desde que MiFID entró en vigor la diferenciación entre los servicios de mera ejecución de órdenes y los servicios de asesoramiento en materia de inversión es fundamental, pues de ello depende que se dispare la obligación de llevar a cabo uno u otro deber, como se verá.

Mediante estas líneas de actuación se quiere facultar a las ESI para que mejoren su solvencia, transparencia y credibilidad, entre otros extremos⁵⁰, extendiendo sus beneficios también a los inversores. Por que para estos la situación también mejora, pues ven reforzado su nivel de protección y disponen ahora de cantidad de información técnica que poco les aporta. Y es que si bien en un plano teórico esta línea de actuación se podría considerar correcta, la realidad empírica demuestra con creces que no es así. Cuando MiFID se planteó, sus creadores ya habían estudiado la necesidad de evitar un exceso de regulación que encareciera los costes de la comercialización de los productos financieros⁵¹ y -entendiendo- que tenían presente la constante mutación a la que todo se somete y el rápido avance en la tecnología de la información. En este sentido, cada vez es más sencillo para los inversores el acceso a muchos y muy relevantes datos acerca de los mercados financieros. Como se tendrá tiempo de desarrollar en el *Capítulo II*, lo que falta es, en mi opinión, la implantación de la debida cultura financiera, sobretudo para las futuras generaciones, que cada vez disponen de un mayor y más fácil acceso a la información.

47 RUIZ DE VELASCO, Adolfo. *La protección del inversor* [en línea]. *Op. Cit.* p. 432

48 ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando ... [et al.]. *Derecho bancario y bursátil*. *Op. Cit.* p. 674

49 Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2015, relativa a los mercados de instrumentos financieros.

50 Sobre ello se incide con mayor detenimiento en el *Capítulo 2*.

51 PULIDO BEGINES, Juan Luis. *El sistema de clasificación y evaluación de la clientela de servicios de inversión de la directiva MiFID*. [en línea]. *Op. Cit.* sp.

2.2 La Directiva 2004/39/CE

Coinciden la mayoría de autores en que la Directiva 2004/39/CE del Parlamento y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros -en adelante, MiFID⁵²- supuso un cambio en la regulación de los mercados financieros en la gran mayoría de los países comunitarios. Si bien su predecesora (la Directiva 93/22/CEE del Consejo de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de valores negociables) tubo también en su momento gran trascendencia entorno a esta cuestión, MiFID pretende dar un paso más. En este sentido, apunta VALPUESTA GASTAMINZA⁵³ que MiFID “constituía varias <<vueltas de tuerca>> en la organización del sistema”. Ello porque, señala el autor, el núcleo duro de la reforma se cifra en “la ampliación de los servicios e instrumentos financieros regulados por la norma (singularmente, la extensión a los derivados financieros); el incremento de la protección al cliente (en cuanto a la información previa y posterior al contrato, y al conocimiento de tal cliente); y mayores requisitos para la autorización operativa de las empresas de inversión”.

La Ley 47/2007 de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, fue la encargada de la transposición de MiFID a nuestro ordenamiento. Ello supuso, en la misma línea que se ha venido argumentando, una reforma sustancial de la LMV y sus normas de desarrollo (principalmente el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, de régimen jurídico de las Empresas de Servicios de Inversión) que habían de ser adaptadas a la nueva regulación europea. Esta nueva legislación introduce un sistema de control más preciso que el ya existente⁵⁴, introduciendo una serie de cambios que afectan principalmente a: a) el ámbito de aplicación; b) la regulación de los mercados de instrumentos

52 Se entiende por MiFID en este trabajo el concepto genérico que engloba toda la normativa del *paquete* MiFID: la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004 relativa a los mercados de instrumentos financieros, la Directiva 2006/73/CE de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, por la que se aplica la Directiva 2004/49/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión y términos definidos a efectos de dicha Directiva y el Reglamento (CE) 1287/2006 de la Comisión por el que se aplica la Directiva 2004/39/CE en lo relativo a las obligaciones de las empresas de inversión de llevar un registro, la información sobre las operaciones, la transparencia del mercado, la admisión a negociación de instrumentos financieros y términos definidos a efectos de dicha Directiva.

53 VALPUESTA GASTAMINZA, Eduardo. *Incumplimiento de la normativa comunitaria MiFID en cuanto a los deberes de información y evaluación del cliente: consecuencias en el ámbito contractual según la jurisprudencia española*. Cuadernos de derecho transnacional, ISSN-e 1989-4570, Vol. 8, Nº. 1, 2016, págs. 271-299. p.273

54 Con anterioridad a la entrada en vigor de la normativa MiFID, en materia de protección al inversor en España operaban, además de la LMV: a) *antes de julio de 2001*: el Real Decreto 629/1993 de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios, y sus ordenes de desarrollo (Orden de 25 de octubre de 1995 de desarrollo parcial del RD 629/1993 y Orden de 7 de octubre de 1999, de desarrollo del Código General de Conducta y normas de actuación en la gestión de carteras de inversión); y b) *después de julio de 2001* el RD 867/2001, de 20 de julio, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión.

financieros y de las empresas de servicios de inversión; c) las normas de conducta en los mercados de valores; y d) el régimen de supervisión, inspección y disciplina⁵⁵. De entre ello, y con justicia al objeto de este trabajo y por razones de acotar su contenido, se abordan sólo los cambios introducidos por MiFID en cuanto a las normas de conducta.

La Sección II del Capítulo II de la Directiva 2004/39/CE, bajo el título “*Disposiciones para garantizar la protección del inversor*” compila las reglas a las que están sujetas las ESI cuando prestan servicios de inversión. Un buen resumen de su contenido es el de VALPUESTA GASTAMINZA⁵⁶ cuando señala que “*estas reglas se traducen, fundamentalmente, en: mayor información al cliente sobre los productos financieros (art. 19.1 a 3); obtención de información por parte del intermediario acerca de los conocimientos y experiencia del cliente (art. 19.4 a 9); regulación de la prestación de servicios por medio de otra empresa de inversión (art. 20); obligación de ejecutar órdenes en las condiciones más ventajosas para el cliente (art. 21); normas de gestión de órdenes de clientes (art. 22); obligaciones de las empresas de inversión que designan agentes vinculados (art. 23); y operaciones ejecutadas con contrapartes elegibles (art. 24)*”. De entre ello, se debe centrar el análisis en aquello más relevante, por lo que se verá el contenido de los deberes de información (art. 19.1 a 3) el deber de clasificación y los test de conveniencia e idoneidad (art. 19.4 a .9) y la obligación de ejecutar órdenes en las condiciones más ventajosas para el cliente (art. 21). No se entra sobre el contenido de los arts. 20 (prestación de servicios por medio de otra ESI), 22 (agentes vinculados) y 23 (operaciones con contraparte elegible).

a) Deberes de información y clasificación

En cuanto a las normas de conducta, una de las novedades más significativas de MiFID es que establece una distinción entre categorías de clientes y les proporciona su propio rango diferenciado de protección en función de ello. No es que se trate de un “deber base”, del que los demás deberes dependan, pero en cierto modo guarda una estrecha relación con -casi- todos ellos puesto que la obligaciones de clasificación les precede y condiciona cualquier posterior actuación de la entidad. Como es razonable pensar, no es igual la protección que merece de su ordenamiento jurídico un cliente minorista, total desconocedor de los mercados financieros y su mecánica, que un cliente profesional. El primero merecerá más protección que el segundo, en tanto este tiene conocimientos y medios suficientes para protegerse por sí solo, mientras que aquél no

⁵⁵ Clasificación de DÍAZ RUIZ, Emilio y RUIZ BACHS, Salvador. En *Transposición de MiFID en España* [en línea] p. 8

⁵⁶ VALPUESTA GASTAMINZA, Eduardo. *Incumplimiento de la normativa comunitaria MiFID en cuanto a los deberes de información y evaluación del cliente: consecuencias en el ámbito contractual según la jurisprudencia española*. *Op. Cit.* p. 273

(véase *infra* § 3.2). En cuanto a todo ello, las normas de conducta se abordan con mayor detenimiento en sus correspondientes apartados, a cuyo contenido nos remitimos.

b) La política de mejor ejecución

“Mejor ejecución” es la obligación que tienen las ESI de ejecutar las órdenes de sus clientes en las condiciones que a éstos les sean más ventajosas. Cabe advertir de inicio que la “mejor ejecución” se encuentra íntimamente ligada con factores como la competitividad y los costes. Ello es así, resumidamente, por que el contraste entre las políticas de mejor ejecución de los distintos centros condicionaran potencialmente el nivel y la calidad de sus operaciones. El motivo es que, en resumidas cuentas, aquellos mercados que mejoren la calidad de su política de ejecución de órdenes se verán beneficiados, mientras que aquellos que no guarden tal observancia no. Este planteamiento daría para otra tesis; por lo que ahora interesa la mejor ejecución se cristaliza como un deber de las ESI y des de este punto de vista lo abordamos.

Con anterioridad a MiFID regía en nuestro ordenamiento el *principio de concentración*, en tanto se obligaba a todos los operadores de servicios de inversión a canalizar su actuación a través de un mercado regulado. En la actualidad, y fundamentalmente debido a la aparición de nuevos centros de ejecución, como por ejemplo los SMN a los que ya nos hemos referido, rige el *principio de mejor ejecución*⁵⁷, que se ha integrado en la legislación comunitaria a través del art. 21 de la Directiva 2004/39. La norma que la desarrolla, la Directiva 2006/73/CE, extiende considerablemente el contenido de este principio⁵⁸, que se configura ahora en los ordenamientos europeos a modo de exigencia conductual de las ESI. En resumen, la mejor ejecución significa que los intereses de los clientes que soliciten la tramitación y ejecución de ordenes debe prevalecer siempre ante los de la ESI y, en general, ante los de cualquier otro. Que el cliente de instrucciones o no al agente de la entidad respecto de la ejecución es clave; siempre que la ESI ejecute la orden de su cliente siguiendo sus instrucciones se presumirá que la entidad ha cumplido con su deber de ejecución óptima⁵⁹. En caso contrario -esto es, cuando no existan instrucciones específicas del cliente- la Directiva de desarrollo de MiFID compendia una serie de criterios para determinar cual es el resultado óptimo de ejecución (art. 44.3) y las medidas oportunas que se considera que las ESI deben tomar para su consecución (art. 45.4)⁶⁰, así como

57 Véase, en general, GIMÉNEZ ZURIAGA, Isabel. *Reflexiones sobre el alcance de la Mejor Ejecución de órdenes bajo la Directiva europea MiFID. Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos*. 2010. (pp. 230-260). Ed. *Fundación de estudios financieros*. ISBN 978-84-613-7661-2.

58 Arts. 44 a 49 Directiva 2006/73/CE

59 Así lo prevé el Considerando 67 de la Directiva 2006/73/CE, añadiendo que se entenderá óptimamente ejecutada la orden “*solo por lo que atañe a la parte o al aspecto de la orden a que se refieran tales instrucciones*”.

60 El Considerando 67 de la Directiva 2006/73/CE señala que “*A fin de garantizar que una empresa de inversión obtenga el mejor resultado posible para el cliente al ejecutar la orden de un cliente minorista en ausencia de*

otros extremos sobre los que no se entrará.

La política de mejor ejecución de MiFID supone un cambio en la organización de los mercados financieros. Fomenta la fluidez y transparencia de sus operaciones y contribuye a la protección de los inversores. En este sentido, apunta GIMÉNEZ ZURIAGA ⁶¹ que “*las disposiciones destinadas a asegurar que las Entidades de Servicios de Inversión (ESI) realicen la ejecución de órdenes en las circunstancias más favorables constituyen un progreso regulatorio destacado*”. Y es que parece que los deberes que MiFID impone a las ESI en cuanto a la óptima ejecución de órdenes funcionan con relativo éxito, en esencia por que se trata de una ejecución y “nada más”, a diferencia de cuando el servicio es de asesoramiento, como se verá.

2.3 De MiFID a MiFID II: la Directiva 2014/65/UE

Los fallos y problemas detectados en los últimos años en el seno de los mercados financieros y las empresas de servicios de inversión han llamado a la reforma de la normativa MiFID. Las dolencias del modelo MiFID afectan a distintos extremos, como la falta de transparencia, la carencia de un sistema de gobierno corporativo y las imperfecciones en la prestación de servicios financieros⁶². En junio de 2014 se publicaron en el Diario Oficial de la Unión Europea (DOUE) la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2015, relativa a los mercados de instrumentos financieros -conocida como *MiFID II*-, y el Reglamento (UE) n° 600/2014 del Parlamento Europeo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros -*MiFIR*- que llegan para sustituir a los ahora vigentes. Pese a que MiFID II aún no se ha transpuesto a nuestro ordenamiento (y pese a que la fecha límite se ha extendido a 8 de enero de 2018)⁶³ conviene repasar las principales novedades que trae consigo en aras de su inminente vigencia.

instrucciones específicas de este, la empresa debe tomar en consideración todos los factores que le permitan ofrecer el mejor resultado posible”. Y en cuanto a estos, la Directiva nos señala sólo algunos “*la rapidez, la probabilidad de la ejecución y la liquidación, el volumen y la naturaleza de la orden, el impacto en el mercado y otros costes de transacción implícitos*”.

61 GIMÉNEZ ZURIAGA, Isabel. *Reflexiones sobre el alcance de la Mejor Ejecución de órdenes bajo la Directiva europea MiFID. Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos. Op. Cit.* p. 255

62 AGUILAR ALONSO, Isabel. *Foro de actualidad jurídica Uría Menéndez / 91-95.. La directiva 2014/65/UE Del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID II)* [en línea] p. 91

63 Según expresa el comunicado de la Comisión Europea de 10 de febrero de 2016 (http://europa.eu/rapid/press-release_IP-16-265_en.htm?locale=en).

Según AGUILAR ALONSO⁶⁴, las novedades que MiFID II trae consigo afectan principalmente “*al régimen de autorización de las empresas de inversión, requisitos de organización y normas de conducta, proveedores de suministro de datos, estructura de mercado y medidas de protección al inversor*”. Y si bien las novedades responden a distintos ámbitos, se debe centrar el estudio en aquello relativo a la contratación de productos financieros y por ende, se abordan en este estudio únicamente aquellos cambios que afectan a las normas de conducta y a las medidas de protección del inversor en sentido estricto. Así, sepa el lector que MiFID II trae consigo otras muchas novedades⁶⁵, de entre las cuales veremos sólo algunas.

De entre las novedades que MiFID II incorpora para la protección del inversor, destaca en primer lugar la implementación de un proceso de aprobación para los instrumentos financieros que las ESI deberán llevar a cabo. Así, establece el art. 16 Directiva 2014/65/UE que las Entidades habrán de tener un procedimiento para realizar un estudio por el que se determine qué clientes pueden ser destinatarios de ese instrumento en particular. Se trata, pues, de un nuevo enfoque en el sistema de clasificación de la clientela financiera, sobre el que se entrará más adelante. Las ESI deberán además acotar el mercado al que se destina ese instrumento y tomar las medidas adecuadas para garantizar que así siga (art. 24.1 Directiva 2014/65/UE). En particular, el proceso “*debe garantizar que el nivel de riesgo del instrumento es acorde con el perfil de riesgo del mercado destinatario y, por tanto, que la estrategia de comercialización del instrumento es adecuada*”⁶⁶, aplicándose este extremo tanto a clientes profesionales como minoristas.

MiFID II introduce también novedades respecto de la regulación del asesoramiento en materia de inversiones, aspecto que, como se verá, ha generado gran número de controversias en los últimos años. La nueva normativa aborda este extremo introduciendo dos novedades: una distinción entre la información que habrán de prestar las ESI cuando presten servicios de asesoramiento y cuando no, de un lado, y una distinción entre el asesoramiento independiente y el no independiente, limitando así los incentivos que la ESI está facultada para recibir en caso que lo sea. Ambas novedades se implementan como deberes de las ESI, endureciendo así, nuevamente, las normas de conducta a las que estas entidades están sujetas.

Respecto del primer cambio, en la actualidad y aún bajo la vigencia de MiFID I, la información que la ESI

64 AGUILAR ALONSO, Isabel. *Foro de actualidad jurídica Uría Menéndez / 91-95.. La directiva 2014/65/UE Del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID II)* [en línea]. *Op. Cit.* p. 92

65 Como por ejemplo un nuevo régimen de formación y remuneración del personal asesor o de ventas y el aumento de la información post-contractual en los servicios de asesoramiento continuado, por nombrar sólo algunos.

66 *Ibidem.* p. 92

debe trasladar al inversor es la misma con indiferencia de si el servicio conlleva o no asesoramiento [véase *infra* § 3.3 y 3.4]. Ocurre que con la llegada de la nueva normativa el paradigma cambia, exigiéndoles a las ESI que trasladen a sus clientes una mayor información si el servicio que les presta conlleva un servicio de asesoramiento en materia de servicios de inversión. Como expone AGUILAR ALONSO ⁶⁷, en este último supuesto la Entidad deberá facilitar, además de la información general, información acerca de “(i) si el asesoramiento es independiente o no; (ii) si el asesoramiento está basado en un análisis amplio o restringido de instrumentos financieros y si se limita a instrumentos emitidos o facilitados por la entidad, por entidades con vínculos estrechos o por entidades con cualquier otro tipo de relación jurídica o económica; (iii) si se va a realizar un seguimiento de la idoneidad del producto, y (iv) cómo se ajusta la recomendación realizada a las preferencias, objetivos y demás características del cliente”. Así se desprende de forma cuasi literal del Considerando 72 ⁶⁸ y art. 24.4 Directiva 2014/24/UE.

En cuanto a la segunda novedad, cuando el asesoramiento se preste con carácter independiente, desde la entrada en vigor de MiFID II se impone a las ESI el deber de evaluar un número “suficiente” de productos de diferentes proveedores con anterioridad a efectuar la recomendación personalizada a su cliente. Respecto de la suficiencia de la evaluación se pronuncia expresamente la norma cuando apunta que “No es necesario que el asesor evalúe los productos de inversión ofrecidos en el mercado por todos los proveedores o emisores de productos, pero sí que el conjunto de instrumentos financieros no se limite a los emitidos o proporcionados por entidades que tengan vínculos estrechos con la empresa de servicios de inversión o cualquier otro tipo de relación jurídica o económica, como una relación contractual, tan estrecha que pueda poner en riesgo la independencia del asesoramiento prestado” ⁶⁹. El fondo de esta cuestión se entiende al ponerlo en relación con el cobro de honorarios o comisiones de las ESI por parte de terceros (p.ej. fondos de inversión), aspecto que la nueva normativa se ha encargado de limitar – aún más⁷⁰- en aras de “la protección de los inversores y aumentar la claridad para los clientes en cuanto a los servicios que reciben” ⁷¹. Así, cuando una Entidad preste un servicio de asesoramiento en materia de servicios de inversión habrá de comunicar a su cliente: a) si el servicio es o no independiente. Es decir, se exige a las ESI que declaren a sus clientes si el servicio es

67 *Ibidem*. p. 94

68 Así, el Considerando 72 de la Directiva 2014/24/UE señala que “conviene exigir a las empresas de servicios de inversión que presten servicios de asesoramiento que comuniquen el coste del asesoramiento, expongan claramente en qué se basa su asesoramiento, en particular qué tipo de productos manejan en sus recomendaciones personalizadas a los clientes, si su asesoramiento en materia de inversión es de carácter independiente y si ofrecen una evaluación periódica acerca de la idoneidad de los instrumentos financieros que recomiendan a sus clientes. Procede también exigir a las empresas de servicios de inversión que expongan a sus clientes las razones que justifican sus recomendaciones”.

69 Considerando 73 Directiva 2014/24/UE.

70 Este extremo ya se encuentra ciertamente limitado con la Directiva 2006/73/CE, en tanto se permite el pago de incentivos siempre que: a) el incentivo mejore la calidad del servicio; b) no afecte al deber de las entidades de actuar en el mejor interés de su cliente; y c) se informe debidamente al inversor.

71 Considerando 74 Directiva 2014/24/UE.

independiente o no; y *b*) si el servicio es de carácter independiente, se les prohíbe cobrar honorarios o comisiones (u otros beneficios, monetarios o no) provenientes de terceros en relación con ese servicio ⁷². Cuando el servicio no sea independiente, por el contrario, se exige a las entidades que comuniquen debidamente a su cliente por qué ese servicio no es de carácter independiente, así como justificar por qué motivo escogen ese producto y no otro y cuánto reciben del organismo gestor en este concepto. A todo ello, con la nueva normativa se pretende dotar de mayor transparencia a estas operaciones y al mercado en general. Desde entonces, el inversor podrá ver, si así lo desea, los subterfugios del contrato, así como la “tarifa” de su agente o asesor, si así lo desea. Lo mismo ocurrirá cuando el servicio sea de gestión de carteras *ex art. 24.7 c) Directiva 2014/24/UE*.

3. LOS DEBERES DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

3.1 Consideraciones generales

Habida cuenta del régimen jurídico expuesto, uno de los ámbitos más trascendentes de MiFID es aquél relativo a las normas de conducta reguladas en el Título VII del TRLMV. No sólo por la especial atención que MiFID presta a los deberes a los que están sujetas las entidades que prestan servicios de inversión; también por que el (in)cumplimiento de susodichos deberes es, con diferencia, la circunstancia que ha generado más litigiosidad en nuestros tribunales⁷³.

A estas alturas del análisis resulta evidente que la protección del inversor se ha venido canalizando a través de la transparencia y la información. En lo teórico, es lógico pensar que sólo cuando el inversor dispone de <suficiente> información puede decidir adecuadamente sobre la inversión que se propone realizar. El punto de inflexión reside en cómo el inversor consigue hacer suya esa información. Como se verá, pesa sobre las entidades un estricto deber de informar a sus clientes en los términos que se verá. Como señala ZUNZUNEGUI PASTOR ⁷⁴, “*el prestador del servicio de inversión tiene la obligación esencial de informar al inversor de los riesgos asociados a las operaciones de mercado en que esté llamado a intervenir (...) [con*

72 Art. 24.7 *b*) Directiva 2014/24/UE. Desde MiFID II, se incorpora esta prohibición a las Normas de Nivel I, cuando hasta ahora se han regulado en las de Nivel II.

73 DÍAZ RUIZ, Emilio / RUIZ BACHS, Salvador. *Transposición de MIFID en España* [en línea]. Actualidad Jurídica Uría Menéndez 19-2008. *Op. Cit.* p. 22

74 ZUNZUNEGUI, Fernando. En *Temas de derecho financiero contemporáneo*. Ed. Universidad del Rosario. 1 de enero 2006. ISBN: 958-8225-96-5. p. 197

ello] *el inversor se convierte en un “inversor informado”*. Existe, por tanto, el derecho del inversor a recibir información -imparcial, clara y no engañosa⁷⁵- como contrapartida al deber de la entidad de suministrársela adecuadamente.

Como bien se expone en la STS 840/2013 de 20 de enero de 2014, los deberes de información que se desprenden de la Directiva 2004/39/CE responden al principio general de actuar conforme a la buena fe⁷⁶ y al derecho de contratos propio de nuestro entorno⁷⁷. En este sentido, el Supremo destaca en la misma sentencia que el deber genérico de negociar conforme a la buena fe *“conlleva el más concreto de proporcionar a la otra parte información acerca de los aspectos fundamentales del negocio”*⁷⁸. En este mismo sentido, la STS 243/2012 de 18 de abril, señala en su FJ N°13 que *“Los llamados códigos de conducta, impuestos por normas jurídicas a las empresas de servicios de inversión (...) integran el contenido preceptivo de la llamada “lex privata” o “lex contractus” que nace al celebrar, con sus clientes, los contratos para los que aquellos están previstos. Se trata de estándares o modelos de comportamiento contractual, impuestos, por la buena fe, a las prestadoras de tales servicios y, al fin, de deberes exigibles a la misma por el otro contratante - artículos 1258 del Código Civil y 57 del Código de Comercio -”*.

Las entidades que presten servicios de inversión no sólo han de proporcionar información, también deben obtenerla de su cliente. El deber de las ESI de recabar información suficiente del cliente con el que se disponga a contratar las facultas, al menos en lo teórico, para advertir si el producto o servicio es adecuado o no para él, en función de una serie de parámetros sobre los que se entrará más adelante. Por el momento, cabe avanzar que las entidades recaban la información de su cliente por medio de la realización de dos test en la fase pre-contractual: el *test de conveniencia* y el *test de idoneidad*. El propósito del primer test es el de evaluar los conocimientos y experiencia de cliente, mientras que el del segundo, además de evaluar sus conocimientos y experiencia, requiere también que la entidad conozca los objetivos de inversión y la situación financiera de su cliente.

El artículo 79 de la ya derogada Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores⁷⁹ y el *“Código de*

75 De acuerdo con las condiciones establecidas en el art. 27 de la Directiva 2006/73/CE.

76 En materia de contratos la buena fe se regula en el art. 1258 CC en cuanto a su integración y en el art. 7.1 CC en cuanto a su ejecución.

77 A mayor abundamiento, la STS 840/2013, de 20 de enero de 2014, señala, en su FJ.N°6 que *“reflejo de lo cual es la expresión que adopta en los Principios de Derecho Europeo de Contratos (The Principles of European Contract Law -PECL- cuyo art. 1.201 bajo la rúbrica “Good faith and Fair dealing” (“Buena fe contractual”), dispone como deber general: “Each party must act in accordance with good faith and fair dealing” (“Cada parte tiene la obligación de actuar conforme a las exigencias de la buena fe”)”*.

78 *Ibidem*.

79 Si bien no se introdujo este deber en la redacción original, sí se hizo con la reforma introducida por la Ley 37/1998

conducta” del Anexo I del RD 629/1993 (arts. 1 y 2) integraron en el ordenamiento español el denominado deber general de diligencia y transparencia. En la actualidad se encuentra regulado en el art. 208 TRLMV, estableciendo un deber de conducta dirigido a las ESI, que están obligadas a actuar del mismo modo en que lo haría un ordenado empresario. Éste debe desarrollar su actividad con la diligencia media que le es exigible a un empresario, diligencia que deberá adecuarse al sector donde este lleve a cabo su actividad⁸⁰. El mandato es claro: los agentes de las entidades “*deberán comportarse con diligencia y transparencia en interés de sus clientes, cuidando de tales intereses como si fueran propios*”⁸¹. La obligación de las Entidades que prestan servicios de inversión de actuar con diligencia y transparencia es, por ello, una obligación de carácter general que actúa a modo de marco general en el que se insertan los demás deberes.

3.2 *El deber de clasificación del cliente*

La predecesora de MiFID, la Directiva 93/22/CEE, del Consejo, de 10 de mayo de 1993 relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables, ya contemplaba una actuación u otra por parte de la entidad en función del tipo de cliente con el que contrataba⁸². MiFID pretende dar un paso más en este sentido, imponiendo a aquellas entidades que presten servicios de inversión el deber de clasificar a sus clientes en *minoristas*, *profesionales* o *contraparte elegible* (art.203 TRLMV). Así, el objetivo del mencionado deber es el de distinguir entre distintas categorías de cliente en función de su capacidad para comprender los riesgos y características de los servicios que contrata.

a) *Contraparte elegible*

La categoría de contraparte elegible esta reservada para todas aquellas entidades a las que se atribuye un máximo conocimiento y experiencia en el mercado financiero. El art. 24 de la Directiva MiFID -art. 207 TRLMV- enumera⁸³ todas aquellas entidades a las que se considera contraparte elegible, como por ejemplo

de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (art. 6.3).

80 RAMOS HERRANZ, Isabel. *El estándar mercantil de diligencia: El ordenado empresario*. En *Anuario de derecho civil*- Madrid - Tomo LIX, nº 1, marzo de 2006 (p. 195-225). [en línea]. pp. 224 - 225

81 Vid. Art. 208 TRLMV.

82 Vid. arts. 11.1 y 14.4, y Considerando 32

83 En particular, el art. 207 considera contraparte elegible: a) *las empresas de servicios de inversión*; b) *las entidades de crédito*; c) *las entidades aseguradoras y reaseguradoras*; d) *las instituciones de inversión colectiva y sus sociedades gestoras*; e) *las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado*; f) *los fondos de pensiones y sus sociedades gestoras*; g) *otras entidades financieras autorizadas o reguladas por la legislación comunitaria o por el derecho nacional de un Estado miembro*; h) *las empresas señaladas en el artículo 139.1 letras d) y e), y i) los gobiernos*

las ESI, las entidades de crédito y los gobiernos. Cabe mencionar que parte de la doctrina considera que *contraparte elegible* no es, en realidad, un categoría de cliente en sentido estricto, sobretudo desde una interpretación sistemática de la ley.

b) Clientes profesionales

Desde la entrada en vigor de MiFID se distingue entre clientes profesionales y minoristas. La categoría de *cliente profesional* del artículo 205 LMV se adquiere por dos cauces: a) a través de la presunción del art. 205.1 LMV⁸⁴; o b) solicitando, el cliente, ser tratado como profesional, renunciando a su vez a su trato como cliente minorista. En este sentido señala PULIDO BEGINES⁸⁵ que “*MiFID contempla dos tipos de clientes profesionales: aquellos que lo son per se o ex lege, y aquellos otros que lo son por opción*”. Por “*profesionales per se o ex lege*” se refiere al listado del apartado segundo del artículo 205 TRLMV, que viene a establecer cuatro categorías de entidades a las que se presume el perfil de cliente profesional⁸⁶.

c) Clientes minoristas

MiFID define al cliente minorista en sentido negativo: “*es cliente minorista todo aquel que no sea profesional*”. Así lo establece el art. 204 TRLMV en transposición de lo dispuesto en el art. 4.1.12) de la Directiva 2004/39/CE. MiFID no proporciona, por tanto, una definición de cliente minorista, sino que dispone una cláusula residual por la que se considera minorista a todo aquel cliente de servicios financieros al que no se presume -o escoja ser, en los términos que se verán- profesional o contraparte elegible. Esto es, en mi opinión, uno de los extremos mejor resueltos por los creadores de MiFID. Conscientes del coste y la dificultad que entrañaría para las ESI comprobar individualmente el perfil de cada inversor, se ha optado por establecer un sistema de presunciones en el que se delimita qué clientes no requieren de una mayor

nacionales y sus servicios correspondientes, incluidos los que negocian deuda, Bancos Centrales y organismos supranacionales. También tendrán dicha consideración las entidades de terceros países equivalentes y las Comunidades Autónomas”.

84 Art. 205.1 TRLMV y Anexo II de la Directiva 2004/39/CE: “*aquéllos a quienes se presume la experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente sus riesgos*”.

85 PULIDO BEGINES, Juan Luís. *El sistema de clasificación y evaluación de la clientela de servicios de inversión de la directiva MiFID*. [en línea]. *s.p*

86 a) Aquellas entidades que deben ser autorizadas para operar en el mercado; b) las grandes empresas, siempre que cumplan dos de los siguientes requisitos: total del balance: 20.000.000 eur. / volumen de negocios neto: 40.000.000 eur. / fondos propios: 2.000.000 eur.; c) los gobiernos nacionales y regionales, organismos públicos que gestionan la deuda pública, bancos centrales, organismos; internacionales y supranacionales como el Banco Mundial, el FMI, el BCE, el BEI y otras organizaciones internacionales similares; y d) otros inversores institucionales.

protección (en vez de delimitar quienes sí la necesitan), para ofrecérsela al colectivo más vulnerable.

d) La transición entre categorías

El sistema de presunciones, ya introducido, reviste en realidad una mayor complejidad. Con la finalidad de reducir la rigidez de este sistema, MiFID faculta a los clientes para solicitar un cambio de clasificación, siempre y cuando reúnan los requisitos necesarios para ello. Los cambios o transiciones posibles en este sentido son: *a)* de cliente minorista a profesional; *b)* de cliente profesional a minorista o contraparte elegible; y *c)* de contraparte elegible a cliente profesional o minorista.

A la práctica, el cambio que tal vez presenta mayor trascendencia es el de cliente minorista a profesional. Dispone el art. 206 TRLMV que aquellos clientes no incluidos en el art. 205 -los clientes profesionales *ex lege* o *per se*- pueden solicitar ser tratados como cliente profesional, renunciando, a su vez, a su tratamiento como cliente minorista. Para ello debe cumplir una serie de requisitos, además de pasar por la necesaria comprobación por parte de la entidad, de acuerdo con el procedimiento del Anexo II (II.2) de la Directiva 2004/39/CE. A este respecto apunta la CNMV en su publicación “*Preguntas y respuestas sobre los efectos prácticos de la nueva protección del inversor (MiFID) para los inversores minoristas*”⁸⁷, que para que un cliente minorista pueda optar por ser clasificado como profesional debe cumplir al menos dos de las siguientes condiciones: 1) Tener una frecuencia media de operaciones de volumen significativo de más de 10 por trimestre durante los cuatro trimestres anteriores; 2) Que el valor de su cartera de instrumentos financieros sea superior a 500.000 eur; 3) Ocupar o haber ocupado un cargo profesional en el sector financiero durante al menos un año.

Como se apuntaba, el fundamento de las transición entre categorías que MiFID incorpora es el de evitar los perjuicios que una completa rigidez de las categorías de clientes podría conllevar. Ello no obstante, y pese a la legislación y los requisitos mencionados, puede ocurrir que inversores que debieran ser catalogados como minoristas puedan acceder a operaciones que les deberían estar vetadas. En este sentido, estoy de acuerdo con PULIDO BEGINES⁸⁸ cuando apunta que este sistema de transiciones entre categorías, y muy especialmente cuando el cambio es de cliente minorista a profesional, “*permite que los clientes que por sus condiciones no habrían de recibir el trato de profesionales, tengan acceso a servicios de inversión o*

87 Puede consultarse on-line en: http://www.cnmv.es/DocPortalInv%5COtrosPDF%5CES-Cuestionario_MiFID.pdf

88 PULIDO BEGINES, Juan Luís. *El sistema de clasificación y evaluación de la clientela de servicios de inversión de la directiva MiFID*. [en línea]. *Op. Cit. s.p*

productos financieros complejos que, en principio, estarían sólo indicados para los profesionales”.

3.3 El deber de informar al cliente

El contenido y la extensión del deber de las ESI de informar a sus clientes, impuesto por los arts. 210 y siguientes del TRLMV, ha sido holgadamente determinado por nuestros tribunales. El deber de las ESI de informar sus clientes no es nuevo a nuestro ordenamiento. Como bien señala la STS 327/2016, de 4 de febrero de 2016, *“la inclusión expresa en nuestro ordenamiento de la citada normativa MiFID, en particular el nuevo artículo 79 bis. 3 de la Ley del Mercado de Valores (actualmente arts. 210 y siguientes del Texto Refundido de dicha Ley, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre), acentuó tales obligaciones y las sistematizó de un modo más completo, pero no supuso una regulación realmente novedosa en relación a los principios fundamentales que rigen la materia”.*

Carece de sentido extenderse respecto de los deberes de información, puesto que se hace constante alusión a ellos y su contenido a lo largo del trabajo. Valga por ahora una sensata definición de su contenido y extensión que nos aporta la STS 633/2015 de 13 de noviembre: *“partiendo de la base de que profesionalidad y confianza son los elementos imprescindibles de la relación de clientela en el mercado financiero, en este tipo de contratos [los de servicios financieros] es exigible un estricto deber de información: el cliente debe recibir de la entidad financiera una completa información sobre la naturaleza, objeto, coste y riesgos de la operación, de forma que le resulte comprensible, asegurándose de que el cliente entiende, sobre todo, los riesgos patrimoniales que puede llegar a asumir en el futuro”.*

3.4 El deber de informarse respecto de las circunstancias del cliente: los test de conveniencia e idoneidad

El art. 19 de la Directiva MiFID, bajo el título *“Normas de conducta para la prestación de servicios de inversión a clientes”*, pretende desarrollar *“dos grupos de reglas diferentes: información previa de los productos, y conocimiento del cliente”*⁸⁹. El primer “grupo” ya se ha tratado *supra*. El segundo, el “know-

89 VALPUESTA GASTAMINZA, Eduardo. *Incumplimiento de la normativa comunitaria MiFID en cuanto a los*

your-costumer” (conoce a tu cliente), complementa al primero imponiendo a las ESI otro deber añadido: el deber de recabar de su cliente información suficiente como para asesorarlo convenientemente.

El deber de las ESI de conocer a sus clientes se ha plasmado en nuestro ordenamiento en el art. 212 TRLM y se concreta en la realización de determinadas pruebas al inversor con la finalidad que las entidades se aseguren “*en todo momento de que disponen de toda la información necesaria sobre sus clientes*”. Los artículos que le siguen, el 213 y 214 TRLMV, se encargan de regular los llamados *test de conveniencia* y *test de idoneidad*. A través de estos test la entidad deberá valorar el nivel de conocimiento y experiencia en materia financiera del que dispone su cliente, valorando si puede llegar a comprender la naturaleza y los riesgos inherentes al producto o servicio de que se trate. La realización de uno u otro test, como se verá, esta condicionada al tipo de servicio que la entidad preste al inversor.

3.4.1 *El test de conveniencia*

De acuerdo con el artículo 19.5 de la Directiva 2004/39/CE y conforme a lo dispuesto en el art. 214 TRLMV, la entidad que preste servicios de inversión debe realizar al cliente un test de conveniencia cuando se presten servicios que no conlleven asesoramiento. Estos servicios son aquellos en los que “*el prestatario del servicio opera como simple ejecutante de la voluntad del cliente, previamente formada*”⁹⁰. Se trata, por tanto, de aquellos servicios conocidos como de “*sólo ejecución*” o “*mera ejecución*”, en los que la entidad se limita a ejecutar la orden del inversor, cuya voluntad estaba previamente formada. Se prevé no obstante una exención de la realización del test de conveniencia en aquellos servicios de ejecución de órdenes cuando se cumplan los requisitos del art. 216 TRLMV. En síntesis: *a)* que la orden se refiera a instrumentos no complejos; *b)* que el servicio se preste a iniciativa del cliente; *c)* que la entidad haya informado al cliente de que no está obligada a realizar la evaluación de la conveniencia del producto; y *d)* “*Disponer de medidas administrativas y de organización adecuadas para evitar que los posibles conflictos de interés regulados en el artículo 195 perjudiquen a sus clientes*”⁹¹.

Ello no obstante, el test de conveniencia es preceptivo también cuando el servicio prestado conlleve asesoramiento financiero. La razón es que el *test de idoneidad* suma en realidad ambos test, como se verá.

deberes de información y evaluación del cliente: consecuencias en el ámbito contractual según la jurisprudencia española. Op. Cit. p. 273

90 STS 840/2013 de 20 de enero de 2014. FJ N°8.

91 Vid. Art. 193.2c) TRLMV por remisión del art. 215 de la misma norma.

Como bien señala ROY PÉREZ ⁹², “*el test de conveniencia, pretende evaluar la experiencia previa del cliente en relación al producto que quiere contratar, de ahí que se exija tanto en el marco de una prestación de servicio de asesoramiento personalizado, como fuera de éste, porque su objetivo es determinar si ese producto resulta apto para el inversor; no para la inversión*”. Así las cosas, con indiferencia del servicio que preste la entidad, el deber es el mismo: evaluar la conveniencia del producto objeto del servicio.

3.4.2 *El test de idoneidad*

Determinada la aptitud del producto para ser ofrecido al cliente, y únicamente en aquellos servicios que impliquen un asesoramiento financiero, resulta preceptiva la realización del llamado *test de idoneidad*. El objetivo de este test es deslumbrar si el producto ofrecido por la entidad se ajusta -o no- a las necesidades de inversión del cliente. De este modo, el *test de idoneidad* se traduce en un “ir más allá” en el deber que pesa sobre la entidad de conocer y valorar el perfil de su cliente. En este sentido se ha pronunciado el Alto Tribunal, en un esclarecedor resumen de la procedencia y extensión de este deber, apuntando que “*el test de idoneidad opera en caso de que se haya prestado un servicio de asesoramiento en materia de inversiones o de gestión de carteras mediante la realización de una recomendación personalizada*”⁹³. Cuando así sea, prosigue la sentencia, “*la entidad financiera que preste estos servicios debe realizar un examen completo del cliente, mediante el denominado test de idoneidad, que suma el test de conveniencia (conocimientos y experiencia) a un informe sobre la situación financiera (ingresos, gastos y patrimonio) y los objetivos de inversión (duración prevista, perfil de riesgo y finalidad) del cliente, para recomendarle los servicios o instrumentos que más le convengan*”⁹⁴.

Ahora bien, ¿cuándo se considera que un servicio de inversión conlleva asesoramiento?. Esta es sin duda una de las cuestiones más discutidas en nuestros tribunales y gracias a ello disponemos hoy de abundante jurisprudencia⁹⁵ que nos sirve para aclarar la extensión y los efectos que supone que el servicio de inversión conlleve o no asesoramiento. Y es que la importancia de esta distinción radica en el hecho que la entidad, si presta un servicio que conlleve asesoramiento, debe realizar a su cliente el *test de idoneidad*, mientras que si el servicio no es de asesoramiento (sino que se trata de un servicio de *sólo ejecución*) únicamente ha de

92 ROY PÉREZ, Cristina: *El régimen de protección del consumidor de productos bancarios y financieros*. Op. Cit. p. 169.

93 STS 840/2013, de 20 de enero de 2014 FJ. 8

94 *Ibidem*.

95 STS 195/2016, de 29 de marzo, FJ n°6; STS 840/2013, de 20 de enero de 2014, FJ. N°4; STS 63/2016, de 12 de febrero, FJ n°4; por citar sólo algunas.

realizar el *test de conveniencia*.

3.4.3 *El asesoramiento en materia de servicios de inversión*

El artículo 4.4 de la Directiva 2004/39/CE (MiFID) define que existe servicio de asesoramiento en materia de inversión cuando se da una *“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”*. Por su parte, el artículo 52 de la Directiva 2006/73/CE define que se entiende por recomendación personalizada aquella *“recomendación realizada a una persona en su calidad de inversor o posible inversor”*. Además, establece que la recomendación habrá de considerarse conveniente para esa persona o deberá basarse en una consideración de sus circunstancias personales, y deberá constituir una recomendación para realizar unas acciones determinadas⁹⁶. De lo contrario, esto es, si en realidad el asesoramiento no es conveniente para el cliente o no se basa en la consideración de sus circunstancias, *“la entidad podría estar infringiendo sus obligaciones de actuar con honestidad, imparcialidad y profesionalidad, en el mejor interés de sus clientes y de proporcionarles información imparcial, clara y no engañosa”*⁹⁷.

Si bien la noción de asesoramiento se regula expresamente en la normativa, ha habido dificultades, como se ha dicho, para interpretar su concreto significado para su aplicación en la práctica. Nuevamente acudiendo a la jurisprudencia encontramos apreciaciones como la de la STS 384/2014, de 7 de julio de 2014, que señala que *“Para discernir si un servicio constituye o no un asesoramiento en materia financiera (...) no ha de estarse tanto a la naturaleza del instrumento financiero como a la forma en que este es ofrecido al cliente, valoración que debe realizarse (...) según la doctrina fijada por la STJUE de 30 de mayo de 2013, caso Genil 48 S.L.”*⁹⁸. En síntesis, el Tribunal de Justicia viene a decir que el asesoramiento en materia de inversión *“consiste en 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 los*

96 Aquellas acciones recogidas en el artículo 52 de la Directiva 2006/73/CE: *“Comprar vender, suscribir, canjear, reembolsar, mantener o asegurar un instrumento financiero específico; b) ejercitar o no ejercitar cualquier derecho conferido por un instrumento financiero para comprar, vender, suscribir, canjear o reembolsar un instrumento financiero”*.

97 PEREDA DE PABLO, Álvaro. *El concepto de asesoramiento de inversiones en MiFID tras la publicación del Question & Answers de CESR*. [en línea]. p. 6

98 El apartado 53 de la STJUE de 30 de mayo de 2013 señala que *“la cuestión de un servicio de inversión constituye o no un asesoramiento en materia de inversión no depende de la naturaleza del instrumento financiero en que consiste sino de la forma en que este último es ofrecido al cliente o posible cliente”*.

instrumentos financieros”⁹⁹. En cuanto al concepto “recomendación personalizada” del artículo 4.1.4 de la Directiva 2004/39, señala el TJUE que “se entiende que la recomendación es personalizada si se dirige a una persona en su calidad de inversor o posible inversor y si se presenta como conveniente para esa persona o se basa en una consideración de sus circunstancias personales”¹⁰⁰.

La publicación del informe del CESR¹⁰¹ “*Question & Answers - Understanding the definition of advice under MIFID*” (ref.: CESR/10-293) es igualmente útil al respecto. En este *Consultation Paper* se “proporciona los criterios para entender en qué casos nos encontramos ante la prestación del servicio de asesoramiento de inversiones y en cuáles no”¹⁰² a través de un diagrama en forma de test. Las cuestiones que, a mi parecer, se han antojado más controvertidas son:

a) Simple prestación de información vs. recomendación personalizada

Como hemos visto, una recomendación personalizada es aquella recomendación realizada a una persona en su calidad de inversor, posible inversor o agente de éstos. Sin embargo, para determinar si se trata de “simple información” ofrecida al inversor, no debe introducirse “ningún elemento de valoración, recomendación propia o elemento de juicio por parte de la empresa de inversión acerca de la adecuación para el cliente de un determinado producto de inversión”¹⁰³. En otras palabras, que la entidad “no introduzca elementos subjetivos u opiniones sobre la información con respecto al perfil de un cliente determinado”¹⁰⁴. No obstante, según lo establecido por el CESR, la entrega de información puede considerarse recomendación cuando, por ejemplo, la entidad (a través de su agente) ponga especial énfasis en las ventajas de un producto respecto de otros, induciendo al cliente a tomar la decisión de contratar ese producto y no el/los otro/s. Puede suceder, por tanto, que aunque la relación entre la Entidad y el inversor no fuera formalmente de asesoramiento, sí lo sea en la práctica en función de las circunstancias del caso¹⁰⁵.

99 STJUE de 30 de mayo de 2013. C. 52

100 *Ibidem*.

101 Acrónimo que responde a las siglas de Comité Europeo de Reguladores.

102 PEREDA DE PABLO, Álvaro. *El concepto de asesoramiento de inversiones en MiFID tras la publicación del Question & Answers de CESR.. Op. Cit. p.1*

103 *Ibidem*. p. 5

104 *Ibidem*. p. 5

105 Véase, por ejemplo, la SAP Madrid de 23 de diciembre de 2012, en cuyo FJ. Nº 5 se declara que, aunque la relación entre la Entidad y sus clientes no era formalmente la de un contrato de asesoramiento, sí lo era en realidad teniendo en cuenta la información pre-contractual, la publicidad, los consejos de la entidad y las declaraciones, entre otros extremos.

b) Asesoramiento ofrecido al público en general vs. recomendación personalizada

De acuerdo con el apartado segundo del art. 52 de la Directiva 2006/73/CE, una recomendación no se considerará recomendación personalizada si se divulga exclusivamente a través de canales de distribución o al público. Se articula de igual forma en el Considerando 81 de esta misma Directiva, cuando se dice que “*El asesoramiento genérico sobre un tipo de instrumento financiero no constituye asesoramiento en materia de inversión a efectos de la Directiva 2004/39/CE*”. Junto con ello, el Considerando 79 de la misma Directiva establece que “*el asesoramiento sobre instrumentos financieros ofrecido en un periódico, diario, revista o cualquier otra publicación dirigidos al público en general (incluido a través de Internet), o en cualquier emisión de radio o televisión, no debe considerarse que constituya una recomendación personal a efectos de la definición de asesoramiento en materia de inversión*”¹⁰⁶. Sin embargo, puede suceder -y sucede- que una recomendación dirigida a un sujeto particular, que se presente como idónea (o basada en sus circunstancias personales), y en cuyo contenido se exprese opinión o juicios de valor, podría ser un mensaje considerado como servicio de asesoramiento. Pero ello deberá ser observado siempre en consideración de las circunstancias de cada caso en particular, como bien apunta el CESR¹⁰⁷ y el Considerando 81 de la Directiva 2006/73/CE.

106 PEREDA DE PABLO, Álvaro. *El concepto de asesoramiento de inversiones en MiFID tras la publicación del Question & Answers de CESR.. Op. Cit.. p.1*

107 En “*Question & Answers - Understanding the definition of advice under MIFID*” (ref.: CESR/10-293)

CAPÍTULO II: REFLEXIONES SOBRE MIFID. LA NECESIDAD DE UN NUEVO ENFOQUE DEL MODELO DE PROTECCIÓN AL INVERSOR

1. La información y la transparencia como pilares del sistema de protección del inversor.

Como habrá el lector observado, cuando se habla de “protección” en el marco europeo la *información* y *transparencia* se configuran siempre como objetivos capitales. Ambos conceptos se han mencionado en repetidas ocasiones cuando se repasaba el régimen jurídico de los servicios de inversión, precisamente por que sientan las bases del modelo europeo de protección del inversor. Ha sido así desde el inicio, si bien es cierto que “*se ha pasado de la transparencia completa (full disclosure) a la información razonable para poder adoptar con autonomía las decisiones de inversión*”¹⁰⁸. En la actualidad, el cúmulo de deberes que vincula y condiciona la actuación de las ESI es muestra evidente de ello. Y es que la información es concebida por el legislador europeo como el mecanismo de salvaguarda de la asimetría informativa existente entre la información de la que dispone el profesional que presta el servicio de inversión de la que dispone su cliente, especialmente si éste es minorista.

Para combatir la asimetría informativa y, en general, para la proteger al inversor (tanto de la conducta de las ESI como de la suya propia) el ordenamiento hace recaer el peso de informar casi en su totalidad sobre las ESI¹⁰⁹. En cuanto a ello hay quienes dicen que la abundancia de información no causa ningún daño ni tampoco supone ningún coste. Tales afirmaciones no son exactas, puesto que el exceso de información -fundamentalmente de carácter técnico y por ello tediosa para el cliente- aumenta el coste de comercialización de las entidades, para que al final el cliente no la lea y si la lee no la entienda¹¹⁰. Como señala ZUNZUNEGUI PASTOR¹¹¹ “*Al igual que sucede en la relación médico-paciente, carece de sentido informar al inversor con detalles técnicos sólo al alcance y comprensión de los profesionales. La*

108 ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. *El consentimiento informado como objetivo de la protección del inversor* [En línea]. *Op. Cit.* p. 13

109 Con matices, puesto que el Ordenamiento exige también al cliente que informe a la entidad, por ejemplo cuando se realizan los test de conveniencia e idoneidad (véase *supra* § 3.4).

110 FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ, Alejandro. *Repensar la protección del inversor: bases para un nuevo régimen de la contratación mobiliaria* [en línea] *Op. Cit.* pp. 5 y 6

111 ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. *El consentimiento informado como objetivo de la protección del inversor* [En línea]. *Op. Cit.* p. 10

transparencia debe ser la necesaria para asegurar la correcta prestación del servicio”. Lo que significa que la información debe ser la necesaria y nada más”. Lo discutible será cuál es la información necesaria o suficiente para el inversor. Lo difícil es acertar con la articulación normativa y lograr así cierto equilibrio entre los delicados intereses que aquí convergen. Pues no es tarea sencilla con la normativa actual discernir aquellos casos en los que la pérdida patrimonial del inversor se debe a la naturaleza “especulativa” y “azarosa” del negocio de aquellos otros en los que la pérdida sea atribuible a la entidad por no cumplir con los deberes que se le imponen. Como señala PULIDO BEGINES ¹¹² “en la práctica resulta ciertamente difícil trazar la línea entre un cliente al que se le ha escamoteado información y un simple especulador desafortunado”.

Lo que hay que ponderar aquí es hasta qué punto se deja asumir riesgos al inversor profano. Los clientes profesionales quedan fuera de la ecuación en este sentido y también la contraparte elegible. El problema se presenta con el inversor minorista, a quien se considera incapaz a efectos de MiFID para tomar sus propias decisiones fundadas. ¿Qué límites se le pueden imponer al inversor que en su libertad de actuación decide sobre el destino de su patrimonio?. Los justos que permitan ofrecer a ambas partes seguridad jurídica suficiente para que conozcan acerca de las extensiones de sus deberes, derechos, garantías y responsabilidades. Para abordar esta situación, nada pacífica, me parece sensato que se regule la posibilidad -o aún más, la obligación- de someter los datos resultantes de la negociación pre-contractual del servicio a un organismo autónomo que “autorice” la adecuación de la inversión. Y si no que actuara al menos a modo de fedatario público de que el consentimiento se presta de forma completamente voluntaria y libre de vicios o, en caso contrario, no permitiera la celebración del negocio. Con ello se exoneraría a la entidad de la responsabilidad por incumplimiento de sus deberes MiFID y se evitaría que los juzgadores condonaran conductas oportunistas a aquellos inversores a los que el negocio sencillamente les salió mal. No obstante, cabe no olvidar que lo realmente importante es que el inversor pueda confiar en la entidad que le presta el servicio de inversión. Y ello pasa necesariamente no sólo por el carácter supervisado de su actividad, también por la imagen de profesionalidad y solvencia que debe caracterizar una ESI.

112 PULIDO BEGINES, Juan luís. *El deber de información de la entidad financiera como medio de protección de la clientela* (3 de febrero de 2014) [en línea]. sp.

2. Sobre el asesoramiento en materia de inversiones, el “know your customer” y los efectos del incumplimiento de las normas de conducta

Decíamos en el *Capítulo I* que MiFID se adopta como un conjunto normativo que se entrelaza de tal forma que gran parte de sus normas carecen de sentido en ausencia de otras. Ello es así porque se le imponen a las ESI distintos deberes en función del servicio que preste, por lo que determinar qué servicios son de asesoramiento, cuáles de gestión de carteras y cuales de “mera ejecución” es una cuestión capital. Digamos porque en función del servicio ofrecido el negocio se rige por unas reglas u otras. Lo verdaderamente trascendente en este sentido es que el servicio de asesoramiento (y también el de gestión de carteras) dispara la necesidad de realizar el test de idoneidad. Y es precisamente por este recoveco por el que -muchos de- los inversores hacen valer sus peticiones de declaración de nulidad del negocio, porque la ausencia del mencionado test, alegan, les ha viciado el consentimiento. Así, atendiendo que en el marco de un servicio de asesoramiento la realización del test de idoneidad es obligatoria, cuando los juzgadores se percatan que la entidad no lo realizó “*se precipita(n) irremisiblemente hacia la nulidad o responsabilidad de la entidad financiera sin preguntarse qué diferencia sustancial habría producido realizar un test en lugar de otro*” como bien señala FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ ¹¹³. El servicio de asesoramiento obliga a la entidad a recomendar al cliente un producto que le sea adecuado. De tal suerte que si no obtiene información suficiente para poder hacerlo no debe recomendar, simple y llanamente, por que de hacerlo incurre en incumplimiento contractual¹¹⁴.

La propia CNMV ha comunicado¹¹⁵ que dispone de datos que constatan la existencia de gran cantidad de servicios de inversión que debieran ser de asesoramiento, por mediar en el negocio recomendaciones personalizadas a los clientes, dice, lo que conlleva automáticamente que el servicio sea de asesoramiento, y no como lo hagan denominar las partes contratantes. Pese a ello, destaca la CNMV, muchos de estos negocios aparecen formalmente como servicios distintos al de asesoramiento. Ello es sólo un ejemplo que constata la latente situación de inseguridad jurídica en la que la contratación mobiliaria se ve sumergida. La

113 CARRASCO PERERA, Ángel / LYCZKOWSKA, Karolina. *Doce tesis sobre las evaluaciones de conveniencia e idoneidad en el protocolo MiFID*. Op. Cit. p. 28

114 *Ibidem.* p. 22

115 Comunicado de la CNMV de 7 de mayo de 2009. P.2 “*Sin embargo, la experiencia recabada por la CNMV desde la aplicación de la MiFID apunta a que la actividad de asesoramiento declarada y reconocida por las entidades pudiera ser inferior a la realmente existente. En efecto, las recomendaciones personalizadas para la adquisición de un determinado producto financiero sin ajustarse al marco legal previsto para las relaciones de asesoramiento, pudieran constituir una práctica frecuente en la relación con la clientela a través de la amplia red de oficinas de que disponen las entidades financieras*”.

falta de claridad normativa provoca que ni entidades ni inversores tengan en claro la extensión de sus deberes, derechos ni garantías.

Los tribunales son también parte imprescindible de MiFID, pues el legislador ha hecho recaer sobre ellos la carga -que no debiera ser suya- de interpretar y determinar las consecuencias del incumplimiento de las normas, en función de la naturaleza que se les atribuya. De tal suerte que el pronunciamiento en uno u otro sentido depende ya no sólo de la estrategia de los demandantes en su demanda -lo que como es obvio determinará la respuesta del tribunal- sino también de la interpretación que haga el tribunal respecto de naturaleza de las normas de conducta y de las circunstancias de cada caso. Sin duda la interminable casuística y el desacierto normativo le complican la tarea al juzgador, que en muchas ocasiones puede acabar optando por la “opción fácil”.

El fondo de la cuestión es éste: imaginemos que, efectivamente, nos encontramos ante un “auténtico” servicio de asesoramiento en materia de inversiones. Por ello exige el Ordenamiento que los cuidados sean máximos y la información suficiente, clara, veraz y cuanto más atributos se quieran. Ahora bien, ¿Cuanta información hay que ofrecer al inversor?, ¿La suficiente para que su consentimiento se preste válidamente, o la que realmente le interesa?, ¿Y qué información realmente le interesa?, ¿Hubiese contratado igualmente de disponer de ella?, ¿Qué hubiese cambiado de realizarse el test de idoneidad?. No se realiza este examen de fondo en nuestros tribunales, cuyos criterios no obedecen a un planteamiento lógico de la situación. La importancia de poder diferenciar de forma clara y precisa los supuestos en que el servicio es de “recepción y ejecución de órdenes” dónde entra en juego el deber de ejecución óptima, de aquellos otros servicios que realmente sean de “asesoramiento”¹¹⁶ donde no sólo el nivel de exigencia de la normativa es mayor, también lo es la inseguridad jurídica para los operadores, es una de la cuestiones que requieren de una profunda revisión. En definitiva, y pese a cuantos criterios jurisprudenciales haya respecto de la doctrina del error vicio, lo cierto es que la regulación respecto de la nulidad de los contratos de servicios financieros no ofrece seguridad jurídica alguna, porque no la hay.

He de decir que coincido con FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ¹¹⁷ cuando señala “*estamos asistiendo a una completa desnaturalización de una doctrina, como es la del error-vicio en el consentimiento, que*

116 FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ, Alejandro. *Repensar la protección del inversor: bases para un nuevo régimen de la contratación mobiliaria* [en línea]. *Op. Cit.* p. 21. El autor añade además que en los servicios de recepción y ejecución de órdenes “*la responsabilidad del intermediario debe quedar reducida a una diligente ejecución de la orden y nada más*”.

117 FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ, Alejandro. *Repensar la protección del inversor: bases para un nuevo régimen de la contratación mobiliaria* [en línea]. *Op. Cit.* p. 16

llevaba muchas décadas perfectamente asentada y consolidada. Pese a que su aplicación era excepcional y muy restrictiva, hemos pasado ahora a que su aplicación ha pasado a ser la regla general”. Pese al endurecimiento en la aplicación de la doctrina del error vicio (interpretación restrictiva y atendiendo a las circunstancias particulares de cada caso)¹¹⁸ son numerosos los pronunciamientos contradictorios en supuestos de hecho sorprendente parecidos. Precisamente porque con ello se le está exigiendo al juez que *“pueda llegar a la conclusión de que existía una elevada probabilidad de que el inversor tuviera su consentimiento viciado por error [lo que] resulta muy relevante y existe un riesgo evidente de condonar «conductas oportunistas» en clientes a quienes las inversiones, arriesgadas por definición, les han ido mal y es más práctico «echarle la culpa» al banco”*¹¹⁹.

118 Prueba de ello es, por ejemplo, la ya mencionada STS 626/2013, de 29 de octubre, para dos extremos: a) tiene en consideración el perfil de la sociedad inversora (una sociedad con experiencia en el mercado) y sentencia que *“es difícil admitir que una sociedad con experiencia en el mercado y en las relaciones con las entidades bancarias (...) padeciera un error como el declarado en las instancias (...) y, en último caso, que fuera excusable”*; y b) las características del contrato, en el caso, un swap de cobertura, declarando que este tipo de contrato fluctúa *“en atención a acontecimientos futuros e inciertos, derivados de las fluctuaciones del mercado”*.

119 FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ, Alejandro. *Repensar la protección del inversor: bases para un nuevo régimen de la contratación mobiliaria* [en línea]. *Op. Cit.* p. 16

CONCLUSIONES

Se advierte necesaria una reforma de la legislación sobre protección del inversor en el ámbito de la UE. Cambian las circunstancias y con ellas la sociedad y también los mercados financieros y al igual que ha sucedido en otros muchos sectores, ni MiFID ni su predecesora han sabido estar a la altura. Y está aún por ver el impacto de MiFID II, respecto de la que no cabe aventurar ningún resultado más allá de lo que se ha expuesto.

Lo cierto es que el engorroso proceso al que se ve sometida la legislación europea y su consiguiente transposición a los ordenamientos internos no es que sea precisamente de ayuda. Más bien tiende a entorpecer -si no imposibilitar- la correspondencia entre la realidad del tráfico mercantil y la legislación que lo regula, como se sabe que ha ocurrido en otros muchos ámbitos. El Derecho del Mercado de Valores se caracteriza en gran parte por su constante mutación y por ello es imprescindible un cierto nivel de correlación entre sus prácticas y legislación que lo regula.

Es tan cierto como constatable que innumerables inversores contrataron bajo engaño. En su mayoría clientes de sucursales bancarias de cuyo consentimiento se podría decir que estaba ya viciado al entrar. Muchos de ellos declaran que, de haber conocido según qué extremos, no hubieran contratado el servicio. La cuestión capital entorno a ello es cómo identificar aquél inversor oportunista que, en ver frustrada su operación, solicita la nulidad de su contrato por que “no se le informó debidamente” y que por ello su consentimiento, dicen, está viciado por error. Y en muchos casos lo estaba. No es una cuestión de posicionarse a favor de uno u otro, ni cabe castigar al inversor ni tampoco a la ESI, pues muchas veces no son más que los destinatarios de una normativa defectuosa, mal enfocada, que adolece de evidentes problemas de fondo. Por ello, la necesidad de establecer un régimen de sanciones y consecuencias del incumplimiento de la normativa MiFID es indiscutible.

En cuanto al asesoramiento, el único válido es el buen asesoramiento. Aquél asesoramiento que, ante todo, le resulte útil al inversor, ya sea el servicio independiente o no y con indiferencia de si la información que se le aporta es mayor o menor. Como se ha dicho, la información debe ser la suficiente y nada más. Claro que la información es imprescindible para el inversor; lo es para la válida prestación de su consentimiento y también para la propia inversión, pero nada más. Queda superada la idea que el exceso de información (*infoxicación*) no causa daño alguno, porque se ha visto que se lo causa a inversor y entidad. Por ello, una eventual solución a esta problemática, y bajo la misma proyección paternalista que ofrece MiFID, pasaría por externalizar la aprobación de la adecuación de la inversión por parte de un organismo autónomo e

independiente que “autorizara” la inversión. De este modo, y con la advertencia de que la entidad ha cumplido con sus deberes y por tanto queda exonerada de cualquier responsabilidad, se solventan las eventuales condonaciones a inversores oportunistas y se vería cuáles quieren libre y voluntariamente asumir el riesgo y cuáles no.

Se ha defendido también que la información no interesa realmente al inversor, y si se interesa es en gran medida por sus garantías, como bien es lógico. Pero con tanta información pareciera que se quiere convertir al inversor en un profesional de los mercados financieros. ¿De qué le sirve al inversor cuanta información técnica le puedan aportar?. Ni siquiera le presta atención y si lo hace difícilmente la entenderá. Lograr un equilibrio entre los delicados intereses que aquí convergen es tarea difícil. Con toda seguridad existen gran cantidad de inversores a los que declararían el consentimiento viciado por error, pero no litigaron por que el negocio les salió bien. Los pronunciamientos que declaran la nulidad del contrato por vicio en el consentimiento no se fundamentan en que los inversores no conocían la información, por que tal vez la conocían y tal vez no; nunca se probó.

En definitiva, se ha venido reflejando a lo largo del estudio que el régimen de protección del inversor en la contratación de servicios financieros requiere de una revisión urgente. Debe establecerse un bloque normativo claro que ofrezca tanto a cliente como entidad un marco de seguridad jurídica suficiente, para que tanto inversores como entidades y demás operadores puedan desarrollar sus actividades con una razonable seguridad. Es también una tarea pendiente articular una regulación, más sistemática, en la que se prevean el conjunto de derechos, deberes y garantías que se le atribuyen a cada sujeto, así como una previsión expresa que se refiera a las consecuencias del incumplimiento de la normativa MiFID. Todas ellas son cuestiones abiertas que habrá de abordar en los próximos años, ya que de otro modo se perpetuara la *mala praxis* y la inseguridad jurídica en un sector tan delicado como el de los mercados financieros.

BIBLIOGRAFIA

AGUILAR ALONSO, Isabel. *Foro de actualidad jurídica Uría Menéndez / 91-95.. La directiva 2014/65/UE Del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID II).*

CARRASCO PERERA, Ángel / LYCZKOWSKA, Karolina. *Doce tesis sobre las evaluaciones de conveniencia e idoneidad en el protocolo MiFID.*

Comunicado de la CNMV de 7 de mayo de 2009.

DÍAZ RUIZ, Emilio / RUIZ BACHS, Salvador. *Transposición de MiFID en España.*

FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ, Alejandro. *Repensar la protección del inversor: bases para un nuevo régimen de la contratación mobiliaria* [en línea]. *Diario La Ley*, Diario La Ley, Nº 8549, Sección Doctrina, 28 de Mayo de 2015, Ref. D-212, Editorial LA LEY ISSN 1989-6913.

FERNÁNDEZ ORDÓÑEZ, Miguel. Banco de España. *Reflexiones sobre MiFID*. En *Jornada de la CNMV sobre Protección del inversor en la MiFID*. Madrid, 24 de enero de 2007.

GIMÉNEZ ZURIAGA, Isabel. *Reflexiones sobre el alcance de la Mejor Ejecución de órdenes bajo la Directiva europea MiFID. Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos (2010)*. Ed. *Fundación de estudios financieros*. ISBN 978-84-613-7661-2. (pp. 230-260).

Guía de actuación para el análisis de la conveniencia y la idoneidad, de 17 de junio de 2010, CNMV.

MORENO ESPEJO, Antonio; BUENAVENTURA CANINO, Rodrigo. *Directiva MiFID, reforma de la Ley*

del Mercado de Valores e implicaciones en el caso español [en línea]. *Ekonomiaz* N° 66, 3 cuatrimestre, 2007.

MUÑIZ ESPADA, Esther. “*Adquisición de productos financieros y los riesgos de asimetría en la información*”, RCDI, núm. 739, 2013

PEREDA DE PABLO, Álvaro. *El concepto de asesoramiento de inversiones en MiFID tras la publicación del Question & Answers de CESR.*

PULIDO BEGINES, Juan Luis. *El deber de las entidades financieras de informar al cliente: la normativa MiFID*. RDBB núm. 130 /Abril-Junio 2013.

PULIDO BEGINES, Juan luís. *El deber de información de la entidad financiera como medio de protección de la clientela*. Febrero de 2014.

RAMOS HERRANZ, Isabel. *El estándar mercantil de diligencia: El ordenado empresario*. En *Anuario de derecho civil*- Madrid - Tomo LIX, nº 1, marzo de 2006 (pp. 195-225).

ROY PÉREZ, Cristina: *El régimen de protección del consumidor de productos bancarios y financieros*, en *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 287, 2013.

RUIZ DE VELASCO, Adolfo. *La protección del inversor. Cuadernos de Estudios Empresariales* 1997, número 7, 431-452- ISSN 1131-6985.

VALPUESTA GASTAMINZA, Eduardo. *Incumplimiento de la normativa comunitaria MiFID en cuanto a los deberes de información y evaluación del cliente: consecuencias en el ámbito contractual según la jurisprudencia española*. *Cuadernos de Derecho Transnacional* (Marzo 2016), Vol. 8, N°1.

ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. *Hacia un estatuto del inversor*. RDMF Working paper 1/26, diciembre de 2006.

ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. ...[et al.]. *Derecho bancario y bursátil*. 2ª Edición. Madrid: COLEX, 2012. ISBN 978-84-8342-344-8.

ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. *Derechos del consumidor de servicios y productos financieros como derechos básicos*. Madrid, 9 de julio de 2013.

ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. *Temas de derecho financiero contemporáneo*. Ed. Universidad del Rosario. 1 de enero 2006. ISBN: 958-8225-96-5.

ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. *Aproximación a la responsabilidad contractual de los prestadores de servicios de inversión*. RDBB núm. 141 / Enero-marzo 2016.

Índice Jurisprudencial

STJUE de 30 de mayo de 2013

STS 243/2012 de 18 de abril

STS 683/2012, de 21 de noviembre

STS 840/2013, de 20 de enero de 2014

STS 491/2015 de 15 de septiembre

STS 458/2014, de 8 de septiembre

STS 460/2014 de 10 de septiembre

STS 384/2014 de 7 de julio

STS 385/2014 de 7 de julio

STS 387/2014 de 8 de julio

STS 716/2014 de 15 de diciembre

STS 110/2015 de 26 de febrero

STS 491/2015, de 15 de septiembre

STS 535/2015 de 15 de octubre

STS 563/2015 de 15 de octubre

STS 547/2015, de 20 de octubre

STS 549/2015 de 22 de octubre

STS 595/2015 de 30 de octubre

STS 610/2015 de 30 de octubre

STS 588/2015 de 10 de noviembre

STS 633/2015 de 13 de noviembre

STS 623/2015, de 24 de noviembre

STS 675/2015 de 25 de noviembre

STS 631/2015 de 26 de noviembre

STS 676/2015 de 30 de noviembre

STS 670/2015 de 9 de diciembre,

STS 691/2015 de 10 de diciembre

STS 692/2015 de 10 de diciembre

STS 742/2015 de 18 de diciembre

STS 327/2016 de 4 de febrero

STS 195/2016, de 29 de marzo

SAP de Asturias, de 27 de enero de 2010

SAP Madrid de 23 de diciembre de 2012

SAP de Madrid de 12 febrero de 2014

SAP Madrid de 27 de marzo de 2013

Índice normativo

Constitución española de 1978

Directiva 93/22/CEE, del Consejo, de 10 de mayo de 1993 relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables

Directiva 2004/39/CE del Parlamento y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros

Directiva 2006/73/CE de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, por la que se aplica la Directiva 2004/49/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión y términos definidos a efectos de dicha Directiva

Directiva 2011/83/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 25 de octubre de 2011, sobre los derechos de los consumidores.

Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2015, relativa a los mercados de instrumentos financieros

Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el campo de los valores negociables

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

Ley 37/1998, de reforma de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores

Orden de 25 de octubre de 1995 de desarrollo parcial del RD 629/1993

Orden de 7 de octubre de 1999, de desarrollo del Código General de Conducta y normas de actuación en la gestión de carteras de inversión

Real Decreto 623/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios

Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión

Real Decreto 358/2015, de 8 de mayo, por el que se modifica el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.

Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias.

Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores

Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012

Reglamento (CE) 1287/2006 de la Comisión por el que se aplica la Directiva 2004/39/CE en lo relativo a las obligaciones de las empresas de inversión de llevar un registro, la información sobre las operaciones, la transparencia del mercado, la admisión a negociación de instrumentos financieros y términos definidos a efectos de dicha Directiva.