

# REMEDIOS CONTRACTUALES A LA MALA CONDUCTA BANCARIA

## Contractual remedies for banking misconduct

FERNANDO ZUNZUNEGUI

Universidad Carlos III de Madrid

Revista de Derecho del Sistema Financiero 1  
<https://doi.org/10.32029/2695-9569.01.02.2021>  
Marzo 2021  
Págs. 63–114

**RESUMEN:** En el presente artículo se abordan las consecuencias contractuales del incumplimiento de las normas de conducta en la prestación de servicios financieros, en particular de inversión. Analiza el contrato que vincula a la entidad prestadora con el cliente y los remedios ante los incumplimientos de las obligaciones contractuales, para concluir que la previsibilidad de las consecuencias de los incumplimientos en la prestación de servicios de inversión es un elemento esencial de la seguridad jurídica.

**PALABRAS CLAVE:** Servicios financieros, Servicios de inversión, Protección del inversor, Responsabilidad civil, Seguridad jurídica.

**ABSTRACT:** This article deals with the responsibility for the provision of financial services, particularly investment services. The contract between the provider and the customer is analysed. Finally, the article examines the remedies for breaches of contractual obligations, to conclude that the predictability of the consequences of breaches in the provision of investment services is an essential element of legal certainty.

**KEYWORDS:** Financial services, Investment services, Investor protection, Civil liability, Legal certainty.

**SUMARIO:** I. PLANTEAMIENTO. II. LOS SERVICIOS FINANCIEROS COMO CATEGORÍA CONTRACTUAL. III. PROCESO CONTRACTUAL. IV. DILIGENCIA CONTRACTUAL. V. REMEDIOS ANTE LOS INCUMPLIMIENTOS. 1. *Nulidad radical*. 2. *Anulabilidad*. 3. *Resolución del contrato*. 4. *Tutela resarcitoria*. VI. REFLEXIONES FINALES. VII. BIBLIOGRAFÍA.

## I. PLANTEAMIENTO

En este trabajo se analizan los remedios contractuales ante el incumplimiento de las normas de conducta por parte de los bancos y demás prestadores de servicios financieros<sup>1</sup>. La Unión Europea deja a los Estados miembros la respuesta<sup>2</sup>. No determina las consecuencias civiles de los incumplimientos<sup>3</sup>, salvo alguna previsión específica sobre falsedad en el folleto<sup>4</sup>, incorrecta comercialización de productos empaquetados<sup>5</sup> o responsabilidad

1. Completamos y actualizamos un primer acercamiento a la materia, del autor, en “Aproximación a la responsabilidad contractual de los prestadores de servicios de inversión”, *Revista de derecho bancario y bursátil*, n.º 141, 2016, pp. 123-159, donde se aborda la naturaleza de los servicios de inversión y las consecuencias contractuales del incumplimiento de las normas de conducta que los regulan. El método que vamos a utilizar es lo que se ha denominado “law in action” frente a “law in books”, en la intersección entre regulación financiera y derecho contractual. Véase PERRONE, A. y VALENTE, S.: “Against All Odds: Investor Protection in Italy and the Role of Courts”, *European Business Organization Law Review*, vol. 13, n.º 1, 2012, p. 32.
2. Como afirma el autor DELLA NEGRA, F.: “Where EU law was in silent on the remedial consequences of regulatory duties, the remedy should be based on national law” (DELLA NEGRA, F., *MiFID II and Private Law: enforcing EU conduct of business rules*, Bloomsbury Publishing, 2019, p. 19).
3. MiFID “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 transponen” la directiva, según el apartado 57, inicial, STJUE (Sala Cuarta), de 30 de mayo de 2013 (TJCE 2013, 142), caso Genil vs Bankinter (asunto C– 604/2011), aplicando MiFID I, en una doctrina también aplicable a MiFID II.
4. Artículo 11, sobre “Responsabilidades inherentes al folleto”, del Reglamento (UE) 2017/1129, de 14 de junio de 2017, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado. Norma de responsabilidad reproducida en el artículo 38 TRLMV (antes 28 LMV), utilizada como fundamento de las SSTS 23 (RJ 2016, 2) y 24/2016, de 3 de febrero (RJ 2016, 1), del Pleno, ponentes Pedro José Vela Torres y Rafael Saraza Jimena, respectivamente, sobre la salida a bolsa de Bankia, en acciones de nulidad por error vicio y no de responsabilidad por folleto. Doctrina que excluye a los inversores cualificados de la responsabilidad por folleto por disponer de “otros medios de obtener información sobre los datos económicos relevantes para tomar la decisión”, si bien pendiente de las cuestiones prejudiciales presentadas por el TS [ATS de 10 de diciembre de 2019 (JUR 2019, 336337)]. Véase AGÜERO ORTIZ, A., “Responsabilidad por el contenido del folleto frente a inversores cualificados”, *Diario La Ley*, n.º 9585, 2020, para quien la responsabilidad por el folleto “se trata de una responsabilidad por negligencia cuasiobjetiva” con “presunción *iuris tantum* de la falta de diligencia exigible de los sujetos responsables”; BUSCH, D.: “The influence of the EU prospectus rules on private law”, *Capital Markets Law Journal*, 2020, pp. 1-28, destacando la importancia de recurrir a cuestiones prejudiciales ante el TJUE, como ha realizado el TS español en el caso de la salida a Bolsa de Bankia [ATS de 10 de diciembre de 2019 (JUR 2019, 336337)].
5. Artículo 11 del Reglamento (UE) 1286/2014, de 26 de noviembre de 2014, sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista vinculados y los productos de inversión basados en seguros, conocido como “PRIIPs Regulation” por sus siglas en inglés, que delimita la responsabilidad civil del productor frente a la reclamación por el inversor minorista de los daños y perjuicios por la

civil de las agencias de *rating*<sup>6</sup> o depositarios<sup>7</sup>. Pero antes de ocuparnos de los remedios conviene identificar las fuentes del Derecho contractual de los servicios financieros para acercarnos a su naturaleza jurídica<sup>8</sup>.

Se trata de un sector denso en normas con pluralidad de fuentes<sup>9</sup>. Es una normativa caracterizada por el tecnicismo y la complejidad, tendencia agravada con el desarrollo de la tecnología financiera (*Fintech*). El nuevo Plan de Acción del Mercado Único de Capitales se sustenta en la digitalización junto al fomento de las finanzas sostenibles y el ahorro de jubilación<sup>10</sup>. En este marco, la Estrategia Europea de Finanzas Digitales supera las diferencias sectoriales bajo el principio de «neutralidad tecnológica», según el cual “*same activity, same risks, same rules*”<sup>11</sup>. Propone regular los proveedores de criptoactivos siguiendo el modelo del sistema MiFID<sup>12</sup>, modelo

---

confianza depositada en el documento de datos fundamentales “de conformidad con el Derecho nacional”. Dicho artículo “no excluye otras reclamaciones de responsabilidad civil de conformidad con el Derecho nacional”.

6. Artículo 35 bis, sobre “Responsabilidad civil”, del Reglamento (CE) 1060/2009, de 16 de septiembre de 2009, sobre las agencias de calificación crediticia. Vid. BUSTO LAGO, J. M.: “Materiales para la construcción de la responsabilidad civil de los terceros de confianza perspectiva desde la responsabilidad civil de auditores y de las agencias de “rating” y la teoría de las “flood” gates”, *Anuario da Facultade de Dereito da Universidade da Coruña*, n.º 18, 2014, pp. 58-64.
7. Véase artículo 21.12 de la Directiva 2011/61/UE, de 8 de junio, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos.
8. Es un sector necesitado de desarrollo doctrinal. Por esta razón, damos la bienvenida a la *Revista de Derecho del Sistema Financiero* bajo la dirección experta de Juan BATALLER y Rafael MARIMÓN, catedráticos de Derecho mercantil, un proyecto necesario y oportuno. Hacía falta contemplar este sector del ordenamiento como un sistema que integra banca, bolsa y seguros y desde una perspectiva multidisciplinar, sin separar las instituciones de los contratos. Como señala el autor ANDENAS, M.: “EU law does not rely on domestic distinctions between public and private law” (ANDENAS, M.: “Foreword”, en D’AMBROSIO, R. y MONTEMAGGI, S. (Eds.): *Private and public enforcement of EU investor protection regulation. Conference papers, Banca d’Italia, Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale*, n.º 90, octubre 2020, p. 10). Los principales problemas afectan a los distintos sectores financieros y las soluciones comparten un cuerpo común. Véase COLAERT, V., BUSCH, D., INCALZA, T. (Eds.): *European Financial Regulation: Levelling the Cross-Sectoral Playing Field*, 2019, *passim*.
9. En lo que se ha denominado «circulo regulatorio», término acuñado por Fabio BASAN para referirse a una intervención multinivel del regulador europeo y nacional, con coregulación y autoregulación del mercado, en *Potere dell’algoritmo e resistenza dei mercati in Italia. La sovranità perduta sui servizi*, Rubbettino, Soveria Mannelli, 2019, p. 197. Un «Derecho líquido» en continua evolución ANTONUCCI, A., *I contratti di mercato finanziario*, Pacini Giuridica, 2018, pp. 11-16.
10. Comunicación de la Comisión sobre “Una Unión de los Mercados de Capitales para las personas y las empresas: nuevo plan de acción”, COM(2020) 590 final, Bruselas, 24.9.2020.
11. Véase Comunicación de la Comisión sobre una “Estrategia de Finanzas Digitales para la UE”, COM(2020) 591 final, Bruselas, 24.9.2020.
12. Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los mercados de criptoactivos, COM(2020) 593 final, Bruselas, 24.9.2020, que en su artículo

también aplicado en el Reglamento de proveedores de servicios de financiación participativa<sup>13</sup>. Mediante esta normativa se amplía el perímetro de la regulación financiera a los servicios Fintech, pero se sigue sin abordar el remedio contractual ante el incumplimiento de las normas de conducta. Es una debilidad que cuestiona la protección del ahorro y la inversión<sup>14</sup>. Existe la previsión de un régimen sancionador, pero falta el remedio civil que garantice la efectividad de la normativa de protección del cliente financiero, ya sea en su versión de usuario de servicios financieros o como de ahorrador o inversor.

MiFID II no regula las consecuencias contractuales de incumplir las normas de conducta<sup>15</sup>. Deja a los Estados miembros decidir sobre los remedios contractuales a aplicar en caso de incumplimiento de las obligaciones recogidas en la Directiva<sup>16</sup>; de tal modo que “a falta de normas

14 regula la responsabilidad de los emisores de criptoactivos respecto de la información contenida en el libro blanco que lo publicita, en términos semejantes a las del folleto. Por «Sistema MiFID» nos referimos a la Directiva 2014/65/EU y al Reglamento UE 600/2014, relativos a los mercados de instrumentos financieros, y sus desarrollos.

13. Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 7 de octubre de 2020, relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas, que manda a los Estados miembros velar por que las normas “sobre responsabilidad civil se apliquen a las personas físicas y jurídicas responsables de la información proporcionada en una ficha de datos fundamentales de la inversión” (artículo 23.10).
14. Frente a lo que ocurre en Derecho del consumo y de la competencia. DELLA NEGRA, F., *MiFID II and Private Law: enforcing EU conduct of business rules*, op. cit., para quien “retail clients should be allowed to enforce conduct of business rules in judicial or extra-judicial proceedings, via national private law” (p. 221).
15. En la consulta sobre su revisión no se ha planteado regular las consecuencias contractuales. Véase *Public consultation on the Review of the MiFID II/MiFIR regulatory framework*, 17 febrero 2020. Se considera extremadamente complejo (DELLA NEGRA, F., “The civil effects of MiFID II between private law and regulation”, en D’AMBROSIO, R. y MONTEMAGGI, S. (Eds.): *Private and public enforcement of EU investor protection regulation. Conference papers*, Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale, Banca d’Italia, n.º 90, octubre 2020, p. 124) o no deseable por sus efectos colaterales, tal y como afirma el autor WALLINGA, M. W.: “full harmonization of civil liability rules might result in unjustified restrictions on the ability of civil courts to realise justice in individual disputes and prevent learning from diversity” (WALLINGA, M. W., “Chapter 10: MiFID IMiFID II and private law: towards a European principle of civil liability?”, en CHEREDNYCHENKO, O. O. y ANDENAS, M., (Eds.): *Financial Regulation and Civil Liability in European Law*, 2020, p. 241).
16. “Los Estados miembros velarán por que se establezcan mecanismos que permitan garantizar que pueden abonarse compensaciones o adoptarse medidas correctivas de conformidad con el Derecho nacional para las pérdidas financieras o los perjuicios sufridos por infracción de la presente Directiva o del Reglamento (UE) 600/2014” (artículo 69.2 fina I). “Corresponde al ordenamiento jurídico interno de cada Estado miembro regular las consecuencias contractuales que deben derivarse de la inobservancia, por parte de una empresa de inversión que ofrece un servicio de inversión, de las exigencias de evaluación establecidas en el artículo 19, apartados 4 y 5, de la

sobre la materia en el Derecho de la Unión, corresponde al ordenamiento jurídico interno de cada Estado miembro regular las consecuencias contractuales de la inobservancia de dichas obligaciones, respetando los principios de equivalencia y efectividad<sup>17</sup>. Se deja a los estados miembros establecer las sanciones siempre que sean «eficaces, proporcionadas y disuasorias»<sup>18</sup>.

La regulación europea sobre servicios financieros tiene por finalidad principal crear un mercado financiero eficiente y seguro, con normas prudenciales y de conducta armonizadas que garanticen la libertad de establecimiento y de prestación de servicios. Existe una creciente armonización del régimen jurídico que sigue el modelo del sistema MiFID<sup>19</sup>. Este sistema rige para los servicios de inversión, pero también inspira la regulación de los servicios de pagos, la oferta de crédito y la distribución

---

Directiva 2004/39, respetando los principios de equivalencia y efectividad” (Apartado 58, STJUE (Sala Cuarta), de 30 de mayo de 2013 (TJCE 2013, 142), caso Genil vs Bankinter (asunto C- 604/2011), aplicando MiFID I, en una doctrina también aplicable a MiFID II).

17. Apartado 57, final, STJUE (Sala Cuarta), de 30 de mayo de 2013 (TJCE 2013, 142), caso Genil vs Bankinter (asunto C- 604/2011), que no aclara qué remedio cumple dichos criterios. Si bien, como señala el autor DELLA NEGRA, F., el remedio “must not be less favourable than those relating to similar actions of a domestic nature (principle of equivalence) and must not make it impossible in practice or excessively difficult to exercise the rights which are based upon or derived from EU law (principle of effectiveness)” (DELLA NEGRA, F., “The civil effects of MiFID II between private law and regulation”, op. cit., p. 125). Cfr. CHEREDNYCHENKO, O. O.: “Financial Consumer Protection in the EU: Towards a Self-Sufficient European Contract Law for Consumer Financial Services?”, *European Review of Contract Law*, Vol. 10, n.º 4, 2014, p. 488. En cualquier caso, se aplica el derecho fundamental a una protección judicial efectiva. Véase DELLA NEGRA, F., *MiFID II and Private Law: enforcing EU conduct of business rules*, op. cit., pp. 19-22.
18. Artículo 70.1 MiFID II. Sin mencionar la potestad de destinar al inversor las multas a cubrir el daño ocasionado por la conducta infractora, dando lugar a “to hybrid enforcement mechanism” (CHEREDNYCHENKO, O. O.: “Financial regulation and civil liability in European law: towards a more coordinated approach?”, en CHEREDNYCHENKO, O. O. y ANDENAS, M., (Eds.): *Financial Regulation and Civil Liability in European Law*, 2020, p. 4.
19. Véase ANNUNZIATA, F.: “MiFID II as a Template. Towards a General Charter for the Protection of Investors and Consumers of Financial Products and Services in EU Financial Law”, en D’AMBROSIO, R. y MONTEMAGGI, S. (Eds.): *Private and public enforcement of EU investor protection regulation. Conference papers, Banca d’Italia, Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale*, n.º 90, octubre 2020, pp. 21-57, autor que apunta que “leading to homogeneity and cross-sectoral harmonization by way of its centrifugal and centripetal force” (p. 56); COLAERT, V., “Product Information for Banking, Investment and Insurance Products”, en COLAERT, V., BUSCH, D., INCALZA, T. (Eds.): *European Financial Regulation: Levelling the Cross-Sectoral Playing Field*, 2019, pp. 303-316, para quien: “European legislator sees product information as one of the building blocks of protection of financial consumers and the information documents are here to stay” (p. 304).

de seguros<sup>20</sup>. Los silos regulatorios verticales han demostrado sus limitaciones<sup>21</sup>.

Según el sistema MiFID, al deber de informar de los riesgos se añade la previa evaluación del cliente para prestarle servicios adecuados a su perfil. Esta adecuación se refuerza cuando hay gestión de carteras o asesoramiento. Además, existe una gobernanza de productos que rige el diseño y distribución de productos financieros<sup>22</sup>. De este modo se vela por la adecuación del producto a las necesidades del cliente durante todo el ciclo de vida de producto desde su producción a su comercialización pasando por su distribución<sup>23</sup>. Hay un doble filtro destinado a evitar la oferta inadecuada de servicios financieros. Un primer filtro afecta al diseño del producto condicionando la producción a la satisfacción de las necesidades de los clientes a los que se destina. Un segundo filtro, condiciona la oferta a la previa evaluación del cliente con el fin de ofrecerle productos convenientes a su perfil o recomendarle productos idóneos a sus objetivos y situación financiera. De este modo se supera el paradigma de la información como mejor forma de proteger al cliente y asegurar el buen funcionamiento del mercado. Es un enfoque realista y paternalista, fruto de la experiencia, que responde a un mercado en el que los intermediarios tienen comportamientos oportunistas

20. La Directiva (UE) 2016/97 del Parlamento Europeo y del Consejo de 20 de enero de 2016 sobre la distribución de seguros (IDD), que incorpora, con las debidas adaptaciones, el marco MiFID al seguro. Con IDD, el seguro se «financiariza». Sigue el camino marcado por el párrafo 87 del preámbulo de MiFID II, según el cual las normas de conducta empresarial para los productos de inversión basados en seguros deben “garantizar debidamente un enfoque normativo coherente en relación con la distribución de productos financieros distintos que satisfacen necesidades similares de los inversores y plantean problemas comparables de protección del inversor”. IDD extiende su ámbito a todo tipo de seguros, con protección reforzada para los productos de inversión basados en seguros. Véase, del autor, “La financiarización de la distribución de seguros”, *Revista Española de Seguros*, 2021 (en prensa). Sobre la naturaleza de los Unit-Linked, véase TAPIA HERMIDA, A. J.: “Noción del seguro de vida unit-linked”, *Revista española de seguros: Publicación doctrinal de Derecho y Economía de los Seguros privados*, n.º 176, 2018, pp. 477-506, quien destaca sus “problemas regulatorios específicos” (p. 483).
21. Como indica el autor ANNUNZIATA, F.: “Sectoriality is a further element of complication, and inevitably produces fragmentation and lack of coordination” (ANNUNZIATA, F.: “MiFID II as a Template. Towards a General Charter for the Protection of Investors and Consumers of Financial Products and Services in EU Financial Law”, op. cit, p. 56; BASSAN, F., *Potere dell’algoritmo e resistenza dei mercati in Italia. La sovranità perduta sui servizi*, op. cit. p. 28).
22. Véase MARCACCI, A.: “European Regulatory Private Law Going Global? The Case of Product Governance”, *European Business Organization Law Review*, n.º 18, 2017, pp. 305-332.
23. Según señala el autor MARCACCI, A., product governance “not only internalises the very same duties flowing from the client-provider contractual relationship but moves the boundaries much further by regulating the entire value chain’ process of the product, with the Compliance Function being in charge of directly overseeing the whole process” (MARCACCI, A.: “European Regulatory Private Law Going Global? The Case of Product Governance”, op. cit., p. 328).

que hay que corregir<sup>24</sup>, y que protege al cliente de su propia conducta, no siempre racional<sup>25</sup>.

En este marco normativo, destaca por su función informadora de la contratación financiera el principio de buena fe<sup>26</sup>, que queda perfilado con el deber de «comportarse con diligencia y transparencia en interés de sus clientes»<sup>27</sup>. Deber general de conducta que se concreta para cada servicio de inversión con las obligaciones legales que integran el contenido del contrato<sup>28</sup>. La jurisprudencia parte del principio general de que “todo cliente debe ser informado por el banco, antes de la perfección del contrato, de los riesgos que comporta la operación especulativa de que se trate<sup>29</sup>”. Este principio responde a las exigencias de la buena fe y se concreta en las obligaciones de conocer al cliente y proporcionarle información de manera comprensible<sup>30</sup>. En suma, la empresa de servicios de

24. Las autoridades y la propia industria reconocen que las malas prácticas, como patrón de conducta, dañan la confianza y hacen insostenible el actual modelo de banca. Según Margarita Delgado, Subgobernadora de Banco de España: “el coste de la litigiosidad y su terrible efecto en la reputación de todo el sector sobrepasan con creces cualquier hipotético beneficio que entidades individuales hubieran podido obtener a través de prácticas cuestionables”, en Apertura de las jornadas “Los consumidores ante el mercado hipotecario post-COVID”, 18 noviembre 2020, disponible en <https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/IntervencionesPublicas/Subgobernador/Arc/Fic/delgado181120.pdf>.
25. Es frecuente referirse al «inversor» como objeto de la protección de la normativa del mercado de valores. Es una imprecisión, pues se protege al cliente usuario de servicios de inversión con independencia que se convierta o no en inversor. En realidad, es una normativa que protege al mercado del inversor, sirviéndose del intermediario (véase DELLA NEGRA, F.: “I rimedi per la violazione di regole di condotta MiFID II: una riflessione di diritto UE”, *Banca borsa e titoli di credito*, 2020, n.º 5, parte I, p. 711, con cita de MAFFEIS, D.: “La natura e la struttura dei contratti di investimento”, *Rivista di diritto privato*, 2009, n.º 3, p. 81, para quien “la banca è il titolare di un vero e proprio ufficio di diritto privato”, en “L’ufficio di diritto privato dell’intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale”, en MAFFEIS, D. (Dir.), *Swap tra banche e clienti. I contratti e le condotte*, Giuffrè Editore, 2014, p. 10).
26. La buena fe es un principio mercantil enunciado en el artículo 57 del Código de Comercio que también se aplica a los prestadores de servicios financieros.
27. Artículo 208.1 de la LMV.
28. La STS 467/2015, de 21 de julio (RJ 2015, 3021), ponente Ignacio Sancho Gargallo, lo expresa con claridad en un caso de asesoramiento en la adquisición de un bono estructurado emitido por un banco islandés que se vio perjudicado tras la quiebra del emisor. Según esta sentencia, las normas sobre el mandato y la comisión mercantil se entienden integradas por la normativa sectorial, de la cual deriva un “elevado estándar en las obligaciones de actuación de buena fe, prudencia e información por parte de las empresas de servicios de inversión respecto de sus clientes”.
29. STS, Sala de lo Contencioso, 2185/2016, de 10 de octubre (RJ 2016, 5709), ponente Diego Córdoba Castroverde.
30. Según dice la STS 323/2015, 30 de junio (RJ 2015, 2662), ponente Rafael Saraza Jimena: “Este genérico deber de negociar de buena fe conlleva el más concreto de valorar los conocimientos y la experiencia en materia financiera del cliente, para precisar qué tipo de información ha de proporcionársele en relación con el producto de que se trata, y en su caso emitir un juicio de conveniencia o de

inversión está obligada a proporcionar una información correcta sobre los servicios e instrumentos financieros “no solo porque se trate de una exigencia derivada de la buena fe en la contratación, sino porque lo impone la normativa sobre el mercado de valores, que considera que esos extremos son esenciales y que es necesario que la empresa de inversión informe adecuadamente<sup>31</sup>”.

De conformidad con el artículo 202 del TRLMV, quienes prestan servicios de inversión deben respetar las normas de conducta del capítulo I del título VII del TRLMV, los códigos de conducta que se aprueben en su desarrollo reglamentario, y las normas contenidas en sus propios reglamentos internos de conducta<sup>32</sup>. Desde la perspectiva del Derecho público, el incumplimiento de estos deberes de conducta constituye una infracción administrativa<sup>33</sup>. A su vez, desde el Derecho privado, según lo dispuesto en el artículo 259 del Código de Comercio<sup>34</sup>, dichas normas integran el contenido del contrato<sup>35</sup>.

---

idoneidad, y, hecho lo anterior, proporcionar al cliente información acerca de los aspectos fundamentales del negocio, entre los que se encuentran los concretos riesgos que comporta el instrumento financiero que se pretende contratar”, con cita a la anterior 840/2013, de 20 de enero de 2014 (RJ 2014, 781), del Pleno. Jurisprudencia reiterada en materia de swaps [véase STS 405/2020, de 7 de julio (RJ 2020, 2302), ponente Francisco Javier Arroyo Fiestas, con cita de 32 sentencias que la aplican].

31. STS 460/2014, de 10 de septiembre (RJ 2014, 5304), ponente Rafael Saraza Jimena.
32. Del mismo modo, quienes prestan servicios de crédito o de pagos deben cumplir las correspondientes normas de conducta. Véase artículos 16 al 21 de la Ley 5/2019, de 15 de marzo, reguladora de los contratos de crédito inmobiliario (LCCI), artículos 8 al 20 de la Ley 16/2011, de 24 de junio, de contratos de crédito al consumo, aunque no se identifiquen como normas de conducta, y artículos 28 al 33 del Real Decreto-ley 19/2018, de 23 de noviembre, de servicios de pago y otras medidas urgentes en materia financiera. También los distribuidores de seguros deben cumplir normas de conducta específicas. Véase artículos 172 a 185 del Real Decreto-ley 3/2020, de 4 de febrero, que transpone la Directiva (UE) 2016/97 del Parlamento Europeo y del Consejo de 20 de enero de 2016 sobre la distribución de seguros.
33. Cfr. Artículo 296 del TRLMV, mal rubricado como «infracciones por incumplimiento de medidas de organización interna y de las exigencias prudenciales», que en su apartado 14 contempla las infracciones a las normas de conducta aplicables a quienes prestan servicios de inversión.
34. “El comisionista deberá observar lo establecido en las Leyes y Reglamentos respecto a la negociación que se le hubiere confiado, y será responsable de los resultados de su contravención u omisión”.
35. Véase STS de 11 de julio de 1998 (RJ 1998, 6601). Así lo destaca TAPIA HERMIDA, A. J., “Las normas de actuación en el mercado de valores”, en ALONSO UREBA, A. y MARTÍNEZ SIMANCAS, J. (Dirs.): *Instituciones del mercado financiero*, La Ley, Madrid, 1999, pp. 2818-2819, quien considera que las normas de conducta constituyen “el primer límite externo a la autonomía de la voluntad”, de cuyo incumplimiento “nace en el intermediario una obligación de indemnizar los daños y perjuicios causados”. DELLA NEGRA, F. califica las normas de conducta de “quasi-contractual rules to reduce information asymmetries”, (en “The civil effects of MiFID II between private law and regulation”, op. cit., p. 121).



Las normas de conducta son «normas de responsabilidad» que determinan la diligencia debida por el prestador del servicio<sup>36</sup>. No obstante, carecen de previsiones sobre las consecuencias contractuales de su incumplimiento<sup>37</sup>. Desde la perspectiva contractual, su aplicación exige la difícil tarea de formular la norma inspirada en aquellos deberes que resulta de aplicación<sup>38</sup>, o más bien, identificar la concreta obligación aplicable al supuesto de hecho. En unos casos, la norma de aplicación formula expresamente la buena fe<sup>39</sup>. Pero lo habitual en el mercado financiero es que la estandarización de la conducta de las entidades proceda de las normas de conducta enunciadas en la Ley y desarrolladas con todo detalle en los reglamentos, con la concreción ulterior por criterios técnicos de las autoridades financieras (*soft law*)<sup>40</sup>. El juez que conoce sobre un contencioso entre un

36. Véase GAUDIOSI, G., “Il valore dell’informazione nella “contrattazione tra ineguali” in materia di investimenti. Riflessioni sulla (presunzione del) nesso di causalità a margine della sentenza Cass. civ. n. 7905/2020”, *Rivista DE IUSTITIA*, junio 2020, p. 21.
37. Por el contrario, el Código de Valores Mobiliarios portugués dedica el artículo 304.º-A, a la responsabilidad civil de los prestadores de servicios de inversión: “Os intermediários financeiros são obrigados a indemnizar os danos causados a qualquer pessoa em consequência da violação dos deveres respeitantes à organização e ao exercício da sua actividade, que lhes sejam impostos por lei ou por regulamento emanado de autoridade pública”. Véase CASTILHO DOS SANTOS, G. A., *Responsabilidade Civil do Intermediário Financeiro Perante o Cliente*, Coimbra, 2008.
38. Véase STS Pleno 244/2013, 18 de abril (RJ 2013, 3387), ponente Rafael Saraza Jimena: “En principio son normas que regulan principalmente aspectos jurídico-públicos relacionados con la actuación de las empresas que actúan en el mercado de valores, pero tienen incidencia directa en el contenido jurídico-privado del contrato”. En este sentido “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–” [STS 243/2013, de 18 de abril (RJ 2013, 3931), ponente Jose Ramón Ferrandiz Gabriel, reiterada entre otras por las SSTS 626/2013 (RJ 2013, 8053) y 41/2014 (RJ 2014, 1862)]. En otras palabras, son normas que “conforman, delimitan y definen la actuación de dichas entidades en las fases de formación, perfección y consumación de los negocios jurídicos concluidos con sus clientes y precisan y concretan el contenido, alcance, ámbito y extensión de sus obligaciones contractuales” (SAP Madrid, sección 25ª, 643/2012, 28 de diciembre (JUR 2013, 36328), ponente Ángel Luis Sobrino Blanco).
39. Así sucede en el artículo 11.2 del TRLMV, que prescribe la irreivindicabilidad de los valores anotados adquiridos a título oneroso por un tercero “a no ser que en el momento de la adquisición haya obrado de mala fe o con culpa grave”. También en la comercialización a distancia de servicios financieros, en la que el proveedor del servicio debe respetar en el suministro de información al consumidor “los principios de la buena fe en las relaciones comerciales” (artículo 7.2 de la Ley 22/2007, de 11 de julio, sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores).
40. ESMA está facultada para elaborar proyectos de normas técnicas de regulación para su aprobación por la Comisión Europea que “no podrán entrañar decisiones estratégicas ni políticas y su contenido estará limitado por los actos legislativos en los que se basen” (artículo 10 del Reglamento 1095/2010, de 24 de noviembre, de creación

banco y un cliente podrá encontrar un desarrollo reglamentario o un criterio del supervisor que le permita resolver la controversia sin necesidad de acudir a la aplicación de la buena fe como principio general del Derecho<sup>41</sup>. De tal forma que queda poco espacio a la buena fe como principio delimitador de conductas en el mercado financiero, lo cual contribuye a la seguridad jurídica y a la previsibilidad de los incumplimientos.

Ante la falta de una tipificación legal de los contratos financieros se aplican las normas que regulan las obligaciones y contratos<sup>42</sup>, clarificado por los criterios técnicos de los supervisores financieros<sup>43</sup>. La doctrina jurisprudencial, que utiliza como sustento los criterios de las autoridades financieras, está contribuyendo a conformar un Derecho contractual regulatorio europeo<sup>44</sup>. Es una «jurisprudencia cuasi-normativa» que llena las

---

de ESMA). Además, con objeto de garantizar la aplicación común, uniforme y coherente del Derecho de la Unión, ESMA puede emitir “directrices y recomendaciones dirigidas a las autoridades competentes o a los participantes en los mercados financieros”. (artículo 16 del Reglamento 1095/2010). Funciones normativas similares, corresponden a EBA (artículos 10 y 16 del Reglamento 1093/2010, de 24 de noviembre, por el que se crea EBA) y EIOPA (artículos 10 y 16 del Reglamento 1094/2010, de 24 de noviembre, por el que se crea EIOPA). A su vez, la CNMV puede elaborar guías técnicas “que considera adecuados para el cumplimiento de la normativa que les resulte de aplicación” (artículo 21.3 del TRLMV). El Banco de España también está facultado para elaborar guías técnicas (artículo 54 de la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades de crédito), al igual que la DGSFP (artículo 111.2 de la Ley 20/2015, de 14 de julio, de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades aseguradoras y reaseguradoras). Autoridades nacionales que podrán hacer suyas las directrices que aprueben las autoridades europeas. *Soft law* de origen comunitario que según el TJUE debe ser tenido en cuenta por los tribunales nacionales para interpretar el Derecho europeo (véase DELLA NEGRA, F, *MiFID II and Private Law*, cit., pp. 84-86, con cita de abundante jurisprudencia).

41. Así lo viene haciendo el Tribunal Supremo y las audiencias provinciales, entre las que destaca la sección 11 de la de Madrid, con la labor del ponente Jesús Miguel Alemany Eguidazu.
42. Según el autor DELLA NEGRA, F: “General private law should assist or facilitate conduct of business rules in achieving their policy goals” (DELLA NEGRA, F, *MiFID II and Private Law: enforcing EU conduct of business rules*, op. cit., p. 26).
43. En este sentido, la STS 400/2015, de 9 de julio (RJ 2015, 2775), ponente Rafael Saraza Jimena, integra criterios técnicos propios de los supervisores financieros a la hora de enjuiciar el cumplimiento de los estándares de diligencia exigibles a un gestor discrecional de carteras que había adquirido para una sociedad de inversión participaciones en un fondo afectado por el fraude Madoff. Según esta sentencia, la “diligencia de la gestora no puede medirse por el resultado de la inversión sino por la observancia de los parámetros profesionales exigibles”. De este modo integra la buena fe y la diligencia que debe presidir la actuación del comisionista, con criterios técnicos propios de la regulación financiera.
44. En una interacción entre el Derecho público y el Derecho privado, surge un «Derecho privado regulatorio europeo de los servicios financieros», entre la regulación financiera de origen comunitario y el Derecho contractual de los Estados miembros. Véase, por todos, MICKLITZ, H. W.: “The Public and the Private – European Regulatory Private Law and Financial Services”, *European Review of Contract Law*, Vol. 10, n.º 4, 2014, p. 475. Según el autor ANDENAS, M.: “The design of private

lagunas de la regulación<sup>45</sup>. Como fichas de un rompecabezas, cada sentencia contribuye a configurar este Derecho<sup>46</sup>.

La jurisprudencia española ha venido aplicando el ámbito de protección del sistema MiFID a productos estructurados<sup>47</sup>, *unit linked*<sup>48</sup>, e incluso a la comercialización de las hipotecas multidivisas, por considerar que incluyen derivados implícitos<sup>49</sup>. El sistema MiFID enumera los valores negociables y

---

law remedies for breaches of conduct of business rules remain crucially dependent on the interpretative approach of national courts” (ANDENAS, M.: “Foreword”, op. cit., p. 13).

45. Véase BASSAN, F.: “La riforma della regolazione bancaria. Dalla discrezionalità delle scelte a una flessibilità di sistema”, in *Banca Impresa Società*, n.º 3, 2017, p. 385, citado por G. GAUDIOSI, op. cit., p. 21. En contra, Alicia AGÜERO ORTIZ, quien considera que la judicatura no ha sido capaz de discriminar las normas de conducta por la adopción de la «regla maximalista», exigiendo al intermediario toda la información “que hubiera llevado al inversor a no contratar si sufrió pérdidas” creando «obligaciones jurisprudenciales» en una «injusticia social subyacente» (en *La evolución de la normativa de protección a los inversores y los remedios aplicados a los contratos de inversión*, Aranzadi, 2020, p. 481). Consideraciones que no compartimos pues la jurisprudencia, con sus altibajos, no crea el «protocolo MiFID», lo llena de contenido contribuyendo a la seguridad jurídica.
46. Estamos ante la «*gurisdzionalizzazione del diritto*», ningún escándalo para el *Common Law* pero que causa perplejidad para los ordenamientos continentales. Véase BASSAN, F., *Potere dell’algoritmo e resistenza dei mercati in Italia. La sovranità perduta sui servizi*, op. cit, p. 26; para quien el juez “crea il diritto perché non lo applica, lo esegue”, p. 25.
47. Vid. SSTS 336/2020, de 22 de junio (RJ 2020, 2271) y 21/2016, de 3 de febrero (RJ 2016, 493), ponente Ignacio Sancho Gargallo, y con antelación STS 660/2012 (RJ 2013, 18), sobre el denominado «Depósito Estructurado Tridente», verdadera inversión estructurada.
48. De forma precipitada, la STS Pleno 769/2014, del 12 de enero de 2015 (RJ 2015, 608), ponente Rafael Saraza Jimena, aplicó a la comercialización de *unit linked* las normas de conducta del mercado de valores. Doctrina reiterada en la STS 116/2016, de 1 de marzo (RJ 2016, 812). La sentencia del TJUE (Sala Cuarta) de 31 de mayo de 2018 (TJCE 2018, 115) (asunto C 542/16), aclara que a la comercialización de *unit linked* se le aplica la normativa de distribución de seguros y no MiFID II, aunque utilice esa directiva como criterio de interpretación, lo cual obliga al Tribunal Supremo a revisar su doctrina.
49. La STS 323/2015, 30 de junio (RJ 2015, 2662), ponente Rafael Saraza Jimena, consideró que lo que se ha venido en llamar coloquialmente «hipoteca multidivisa» es “un instrumento financiero derivado por cuanto que la cuantificación de la obligación de una de las partes del contrato (el pago de las cuotas de amortización del préstamo y el cálculo del capital pendiente de amortizar) depende de la cuantía que alcance otro valor distinto, denominado activo subyacente, que en este caso es una divisa extranjera. En tanto que instrumento financiero derivado relacionado con divisas, está incluido en el ámbito de la Ley del Mercado de Valores”. Sin embargo, la STJUE, sala cuarta, de 3 de diciembre de 2015 (TJCE 2015, 435), aclaró que “no constituyen un servicio o una actividad de inversión a efectos de esta disposición [artículo 4, apartado 1, punto 2, de la MiFID] determinadas operaciones de cambio, efectuadas por una entidad de crédito en virtud de cláusulas de un contrato de préstamo denominado en divisas como el controvertido en el litigio principal, que consisten en determinar el importe del préstamo sobre la base del tipo de compra de la divisa aplicable en el momento del desembolso de los fondos y en determinar los importes de las

derivados que reciben la calificación de «instrumentos financieros», objeto sobre el que se prestan los servicios de inversión. Los depósitos estructurados, en los que la remuneración se hace depender de la evolución de un producto financiero, también quedan comprendidos en su ámbito de protección<sup>50</sup>. A su vez, respecto de los contratos de inversión basados en seguros conocidos en el tráfico como *unit linked*, MiFID II reconoce que es importante que “estén sometidos a los requisitos adecuados”. Parte de la necesidad de una protección horizontal del inversor con independencia del producto que se utilice para la captación del ahorro<sup>51</sup>.

Sin embargo, no está armonizado el ámbito de los sujetos protegidos por las normas de conducta. La legislación del crédito al consumo, de los servicios de pagos y de la contratación a distancia de servicios financieros, va destinada a proteger a los «consumidores financieros», personas físicas que, en los servicios de pagos, contratos a distancia o de crédito al consumo, actúan con un propósito ajeno a su actividad empresarial o profesional<sup>52</sup>. La LMV protege al cliente destinatario de los servicios de inversión, concepto más amplio que el de consumidor<sup>53</sup>. A su vez, la Ley de

---

mensualidades sobre la base del tipo de venta de esta divisa aplicable en el momento del cálculo de cada mensualidad”. El Tribunal Supremo en su sentencia 608/2017, de 15 de noviembre (RJ 2017, 4730), ponente Rafael Saraza Jimena, asume la doctrina de la citada sentencia del TJUE y lo reitera en las sentencias 599/2018, de 31 de octubre (RJ 2018, 4881), 158/2019, de 14 de marzo (RJ 2019, 924), 317/2019, de 4 de junio (RJ 2019, 2493), 435/2020, de 15 de julio (RJ 2020, 2359) y 443/2020, de 20 de julio (RJ 2020, 2482). Vid. AGÜERO ORTIZ, A.: “Fin del debate: tras el CESR y la Comisión Europea, ahora es el TJUE quien confirma que los préstamos multidivisa no son instrumentos financieros, ni están sujetos a MiFID”, *Blog CESCO*, 6 de diciembre de 2015.

50. Véase artículo 1.4 MiFID II, previsión transpuesta por el 145.3 del TRLMV. Según el párrafo 39 del preámbulo de MiFID II, los depósitos estructurados han surgido como una nueva forma de producto de inversión y es necesario “hacer que la reglamentación de la distribución de distintos productos preempaquetados de inversión minorista sea más uniforme con el fin de garantizar un nivel adecuado de protección del inversor en toda la Unión”.
51. Pide en su preámbulo “un enfoque normativo coherente en relación con la distribución de productos financieros distintos que satisfacen necesidades similares de los inversores y plantean problemas comparables de protección del inversor [...] para lograr la mayor coherencia posible en las normas de conducta empresarial para dichos productos de inversión”.
52. Cfr. artículo 2.1 de la Ley 16/2011, de 24 de junio, de contratos de crédito al consumo; artículos 3.8 y 28.2 de la Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de servicios de pago, norma que extiende la protección a las microempresas definidas en el artículo 3.25; y artículo 5, final, de la Ley 22/2007, de 11 de julio, sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores.
53. De hecho, son círculos secantes, los clientes pueden ser consumidores y no todo consumidor es cliente. Es frecuente referirse a inversor en lugar de cliente, pero no todo cliente es inversor, por ejemplo, el cliente del asesor recibe recomendaciones de inversión que puede o no seguir. Por no invertir no deja de ser cliente de asesor. En este sentido, la STJUE (Sala Cuarta) de 2 de abril de 2020 (TJCE 2020, 69), caso 500/18, declara que un «cliente minorista» puede ser «consumidor», pues “una persona física que, en virtud de un contrato como un contrato financiero por diferencias

Contratos de Crédito Inmobiliario protege a todas las personas físicas sean o no consumidores<sup>54</sup>. Esta disparidad dificulta la aplicación de la normativa. La tendencia es aplicar el sistema MiFID y proteger a todos los clientes de servicios financieros, en particular a los minoristas que, aun informados, carecen de la capacidad para analizar los riesgos financieros.

Para la jurisprudencia, la existencia de una normativa financiera de transparencia y protección del cliente no es óbice para que también sea aplicable la legislación general de protección de los consumidores, lo cual plantea un problema de coordinación entre la regulación financiera y el Derecho del consumo<sup>55</sup>. En las demandas fundadas en las normas de protección de los consumidores, es habitual alegar la falta de comprensión por parte del cliente de las implicaciones jurídicas o económicas del producto contratado. Según esta doctrina de la «transparencia material», le corresponde al banco demandado la carga de probar que el cliente ha comprendido la naturaleza y riesgos del producto. Pero en el mercado financiero, caracterizado por la complejidad de sus productos, se trata de una prueba casi imposible<sup>56</sup>. Un «consumidor financiero medio», es decir, normalmente informado y razonablemente atento y perspicaz, jamás podrá llegar a comprender las implicaciones financieras de un producto financiero de cierta complejidad<sup>57</sup>. Aplicar esta doctrina a las finanzas sin su

---

celebrado con una sociedad financiera, efectúa operaciones financieras a través de la referida sociedad puede ser calificada de «consumidor», en el sentido de dicha disposición, si la celebración del citado contrato no forma parte de la actividad profesional de esa persona, circunstancia que corresponde comprobar al órgano jurisdiccional remitente”, y a estos efectos “factores como el hecho de que esa persona haya realizado un elevado volumen de operaciones en un plazo de tiempo relativamente breve o que haya invertido cuantiosas sumas en ellas” y “la circunstancia de que esa misma persona sea un «cliente minorista»”, carecen, como tales, en principio, de pertinencia.

54. La Directiva 2014/17/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de febrero de 2014, sobre los contratos de crédito celebrados con los consumidores para bienes inmuebles de uso residencial, protege al consumidor. La Ley 5/2019, de 15 de marzo, reguladora de los contratos de crédito inmobiliario (LCCI) de transposición extiende la protección a las personas físicas sean o no consumidores al seguir “la línea tradicional de nuestro ordenamiento jurídico de ampliar el ámbito de protección a colectivos como los trabajadores autónomos” (Exposición de Motivos de la LCCI).
55. Los tribunales al aplicar la normativa protectora del cliente financiero “lo hacen con un sesgo «procliente minorista», con un total paralelismo a como normalmente se interpreta también la normativa consumerista”, según VALPUESTA GASTAMINZA, E.: “El cambio de paradigma en la protección del «cliente de productos financieros» [Reglamento (UE) PRIIPS y OM 2316/2015] sujeto protegido y técnica de protección”, *Revista de derecho bancario y bursátil*, Año n.º 38, n.º 154, 2019, apartado III.1.
56. En servicios de inversión, “aun cuando cabe desvirtuar la presunción de error mediante prueba en contrario, se establecen, para estos casos, una serie de reglas de valoración de la prueba que la convierten en una prueba diabólica prácticamente imposible” SAP Madrid, sección 21ª, de 23 de junio (JUR 2020, 255687), ponente Ramón Belo González.
57. Las obligaciones de información “do not tackle the growing complexity of contractual documentation in both loan and securities transactions” (DELLA

debida adaptación está teniendo efectos no deseados al crear inseguridad jurídica y tensión comercial de los bancos con sus clientes<sup>58</sup>. Se parte de la existencia de una asimetría financiera entre el banco y el cliente. El banco diseñador o distribuidor del producto es perfectamente conocedor de la naturaleza y riesgos de los productos que ofrece en el mercado. Como profesional conoce el contenido del producto estructurado o del swap que comercializa. Sin embargo, el cliente, en particular el minorista, desconoce las implicaciones financieras del producto y sus riesgos asociados. Según esta doctrina, el banco tiene el deber no solo de informar del producto sino también de hacer comprender al cliente sus implicaciones para que de este modo pueda superar la asimetría y decidir con conocimiento de causa. En teoría, a través de la educación financiera y de la información suministrada, el cliente puede superar la asimetría, es decir, se puede poner al nivel del banco en cuanto a la comprensión del producto. Una verdadera falacia, pues jamás un cliente minorista podrá superar la asimetría que le separa de lo que el banco conoce<sup>59</sup>. La falta de formación y los sesgos cognitivos que padece, le alejan de la comprensión de la información técnica recibida<sup>60</sup>. La propia Ley presume que el cliente minorista carece de la experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente sus riesgos<sup>61</sup>. Con la doctrina de la transparencia material la contratación de cualquier producto financiero puede ser impugnada. Esta situación crea un escenario de inseguridad jurídica que afecta tanto a las entidades como a los clientes, quienes ven recortada la oferta de productos y servicios financieros. Una salida a esta grave situación puede venir de la regulación de los contratos, fijando en la ley los plazos y contenidos de la información financiera. Esta es la estrategia seguida en la ley que regula la contratación de préstamos

---

NEGRA, F., “The civil effects of MiFID II between private law and regulation”, op. cit., pp. 128-129).

58. Según VALPUESTA GASTAMINZA, E.: “Si la información proporcionada es insuficiente, o engañosa, y si además la jurisprudencia interpreta las normas con un cierto sesgo “prominorista”, el resultado es el que hemos tenido en España en los últimos años: la ineficacia de la inmensa mayoría de los negocios de suscripción o adquisición de productos financieros realizados por minoristas”, en “El cambio de paradigma en la protección del “cliente de productos financieros” [Reglamento (UE) PRIIPS y OM 2316/2015] sujeto protegido y técnica de protección”, op. cit., apartado III.1 final.

59. Véase Alicia AGÜERO ORTIZ: *La evolución de la normativa...*, cit, *passim*, quien parte del fallo del «paradigma de la información», pilar falso de la regulación protectora del inversor “pues el consumidor no es capaz de adoptar decisiones racionales y autónomas de inversión”, ni siquiera con el pretendido empoderamiento que le proporciona la educación financiera (en *La evolución de la normativa...*, cit, p. 472).

60. Véase CNMV, *Guía de Psicología económica para inversores*, 23 de octubre de 2019, cuyo objetivo es facilitar la aplicación práctica de la economía conductual, por ejemplo, tener en cuenta que los inversores “sobrealoran los conocimientos y la experiencia personal sin tener en cuenta la diferencia entre lo que se sabe realmente y lo que se cree saber”; disponible en [https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Guias/Psicologia\\_economica\\_para\\_inversores.pdf](https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Guias/Psicologia_economica_para_inversores.pdf).

61. Véanse artículos 204 y 205 del TRLMV.

hipotecarios<sup>62</sup>. Pero no es la estrategia más adecuada. Crea rigidez, daña la competitividad y deja ranuras a los litigadores. No evita las demandas por falta de transparencia material<sup>63</sup>.

Ante la falta de un régimen de Derecho privado sobre los incumplimientos de los prestadores de servicios de financieros, la protección al cliente se facilita a través de sistemas alternativos de resolución de conflictos («ADR», por sus siglas en inglés). En este ámbito, los servicios de reclamaciones no resultan efectivos<sup>64</sup>. No se pronuncian sobre cuestiones contractuales, que se dejan a los órganos judiciales<sup>65</sup>. Sus informes no son vinculantes para las entidades y pueden ser desatendidos cuando resultan favorables al cliente. La creación de la Autoridad Protectora del Cliente Financiero, como ADR financiero, con decisiones vinculantes y potestad para aprobar criterios de buena conducta financiera, contribuirá a una solución más rápida y equitativa de los contenciosos en masa y a lograr la seguridad jurídica que el mercado financiero necesita<sup>66</sup>.

62. Véase capítulo II de la Ley 5/2019, de 15 de marzo, reguladora de los contratos de crédito inmobiliario (LCCI).

63. Pese a condicionar la contratación a la declaración responsable del cliente, de haber recibido una explicación del contenido del contrato (véase artículo 15 de la LCCI).

64. Objeto de los artículos 29 y 30 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero.

65. Véase artículo 10.1 de la Orden ECC/2502/2012, de 16 de noviembre y 9.2 Circular CNMV 7/2013, de 25 de septiembre.

66. La Directiva 2013/11/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de mayo de 2013, relativa a la resolución alternativa de litigios en materia de consumo, armonizando los ADR en la Unión Europea. Esta Directiva fue transpuesta por la Ley 7/2017, de 2 de noviembre. En este marco, las juntas de consumo ya funcionan como ADR. Sus resoluciones son vinculantes. Sus procedimientos son gratuitos. No requieren la asistencia de abogado. A través de esta vía pueden resolverse conflictos que afectan a muchos consumidores, aun cuando los perjuicios individuales sean de pequeña cuantía. Sin embargo, para la resolución alternativa en el ámbito de la actividad financiera, la Disposición adicional primera de la Ley 7/2017, prevé la creación de una única entidad para la resolución, con carácter vinculante o no, de litigios de consumo en el sector financiero, dando un plazo al gobierno de ocho meses para remitir a las Cortes un proyecto de ley que regule el sistema institucional de protección del cliente financiero, así como su organización y funciones, sin que, hasta la fecha de escribir estas líneas, se haya cumplido este mandato. En este *impasse* los servicios de reclamaciones regulados en el artículo 30 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, funcionan como sistemas de resolución alternativa de litigios financieros. Existe un Anteproyecto de ley de creación de la Autoridad Administrativa Independiente de Protección del Cliente Financiero de 7 de marzo de 2019, disponible en <http://www.rdmf.es/wp-content/uploads/2019/06/Proyecto-de-ley-de-creaci%C3%B3n-de-la-Autoridad-Administrativa-Independiente-de-Protecci%C3%B3n-del-Cliente-Financiero.pdf>; a cuya no adopción por “la sucesión de gobiernos y diferencias en el modelo a seguir”, se refiere la *Memoria de la Abogacía General del Estado-Dirección del Servicio Jurídico del Estado* (2018), Madrid, 2019, p. 305; objeto, sin citarlo, de la Proposición no de Ley 161/000971, presentada por el Grupo Parlamentario Confederal de Unidas Podemos-En Comú Podem-Galicia en Común, sobre la creación de una Autoridad para la Protección del Cliente Financiero, de 4 de junio de 2020.

## II. LOS SERVICIOS FINANCIEROS COMO CATEGORÍA CONTRACTUAL

Tras conocer las fuentes, para analizar los remedios contractuales es preciso identificar el contrato que vincula al prestador del servicio financiero con el cliente. Ni en Derecho de la Unión Europea ni en Derecho español existe un tipo de contrato de servicios financieros. Se define «servicio financiero» como “todo servicio bancario, de crédito, de seguros, de jubilación personal, de inversión o de pago”<sup>67</sup>, pero no se dota a los servicios financieros de un régimen contractual más allá del que rige su contratación a distancia<sup>68</sup>. Tampoco la jurisprudencia se ocupa de deslindar la naturaleza jurídica de los distintos servicios financieros<sup>69</sup>. La ley define los diversos productos sobre los que se pueden prestar servicios financieros con el fin de establecer el perímetro regulatorio sometido al control de autoridades sectoriales. Es un régimen sectorial, por silos. Nos vamos a ceñir al régimen de los servicios de inversión por ser el modelo aplicado para regular los demás servicios financieros y ser el sector con más rica jurisprudencia en respuesta a la abundancia de contenciosos.

El sistema MiFID encuadra las actividades profesionales que tienen lugar en el mercado de valores bajo el concepto de «servicios de inversión»; sistema que tampoco define «contrato de servicios de inversión»<sup>70</sup>. Se limita a enumerar las actividades que son consideradas servicios de inversión con el fin de regular el acceso al mercado y disciplinar la actuación

67. Artículo 2.b) de la Directiva 2002/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de septiembre de 2002, relativa a la comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores.

68. Véase la Ley 22/2007, de 11 de julio, sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores.

69. Para un análisis de la jurisprudencia, véase AGÜERO ORTIZ, A.: *La evolución de la normativa...*, cit, *passim*, con un análisis exhaustivo de las sentencias del TS sobre la contratación de instrumentos financieros desde la perspectiva de su eficiencia para la protección del inversor, realizado sin el previo análisis de la naturaleza jurídica de los servicios de inversión prestados por las entidades demandadas tal vez por ser un aspecto silenciado en las propias sentencias, salvo puntuales referencias a la gestión de carteras como mandato basado en la confianza (p. 455); MARIMÓN DURÁ, R., “Capítulo 1. Cambios en el mercado de crédito: Nuevos operadores y nuevos modelos de negocio”, en MARIMÓN DURÁ, R., MARTÍ MIRAVALLS, J. (Dir.) y O’FLYNN, A. (Coord.): *Problemas actuales y recurrentes en los mercados financieros: Financiación alternativa, gestión de la información y protección del cliente*, Aranzadi, 2018, pp. 39-104, en particular el apartado IV, quien destaca el incremento de las actividades parabancarias con hibridación de determinados productos ahorro-inversión no siempre transparente que “ha propiciado una gran litigiosidad que se ha traducido en la adaptación un tanto forzada de determinadas instituciones «clásicas» de nuestro Derecho de contratos (nulidad por vicios del consentimiento, responsabilidad por incumplimiento contractual, nulidad parcial de las condiciones generales no transparentes o abusivas), que han visto considerablemente flexibilizados los presupuestos y requisitos para su estimación”.

70. No obstante, el Centro de Documentación Judicial agrupa las sentencias sobre instrumentos financieros en la categoría «Contratos de servicios de inversión», como subepígrafe de «Obligaciones y contratos mercantiles».



de las entidades prestadoras de tales servicios<sup>71</sup>. La prestación habitual de estos servicios queda reservada a las empresas de servicios de inversión y a las entidades de crédito, entre las que se encuentran los bancos.

### III. PROCESO CONTRACTUAL

En la masa de contenciosos plateados tras desencadenarse la crisis financiera en 2008, lo más frecuente ha sido demandar la nulidad del contrato por error vicio en el consentimiento sin delimitar con la debida claridad la relación contractual<sup>72</sup>. La fundamentación habitual de las demandas se ocupa más del producto que de la relación jurídica, por ejemplo, se extienden más en el análisis de las participaciones preferentes o de los swaps que en la determinación de la naturaleza de la relación contractual existente entre el demandante y el demandado.

La determinación del régimen jurídico aplicable parte de identificar el servicio que se presta y el instrumento sobre el que se presta. Sólo quienes prestan servicios de inversión sobre instrumentos financieros deben respetar las normas de conducta del mercado de valores<sup>73</sup>. No obstante, hay sentencias que aplican las normas de conducta, por versar la controversia sobre unas participaciones preferentes, un swap u otro instrumento financiero de los enumerados en el artículo 2 del TRLMV, sin analizar el servicio de inversión que justifica su aplicación. Son sentencias que tratan la contratación productos financieros como si fueran compraventas (*caveat emptor*). No consideran el servicio de inversión de «negociación por cuenta propia» en el que habitualmente se enmarcan<sup>74</sup>. Lo que determina que se apliquen las normas de conducta es la prestación de un servicio de inversión sobre un instrumento financiero<sup>75</sup>, en una relación de servicio propia de la comisión mercantil (*causa mandati*). Si

71. El Anexo I de MiFID recoge la lista de servicios y actividades de inversión.

72. La fundamentación habitual de las demandas se ocupa más del producto que de la relación jurídica, por ejemplo, se extienden más en el análisis de las participaciones preferentes o de los swaps que en la determinación de la naturaleza de la relación contractual existente entre el demandante y el demandado.

73. Véase artículo 202 del TRLMV en relación con el 140.

74. Del artículo 140.1.c) del TRLMV. Lo habitual en el tráfico es que los bancos comercialicen productos propios. Hay confusión entre las figuras de productor y distribuidor. La banca actúa de intermediario colocando sus propios instrumentos, en un servicio de inversión de negociación por cuenta propia. Son operaciones en las que el banco intermediario ofrece la contrapartida al cliente en lugar de ir al mercado a buscarla. Véase CONAC, P. H., *Mis-selling of subordinated debt and other junior liabilities and weaknesses of MiFID (I)*, European Parliament, 2018, en una actividad que el autor califica de «self-placement» “practice of financial institutions selling proprietary financial instruments” (p. 12), con referencias al mercado español, pp. 18-24 y 33-38, señalando que “between 1998 and 2012 EUR 115.3 billion of hybrid subordinated debt-capital instruments were issued, mainly preferred shares, subscribed by 3.1 million of retail clients” (p. 20).

75. Artículo 202.1, en relación con el 138.1, del TRLMV.

fuera una simple compraventa no resultarían de aplicación las normas de conducta<sup>76</sup>.

En la cadena de contratos de la operación de mercado habría que distinguir entre el contrato marco y los contratos de prestación de los diversos servicios de inversión. También habría que distinguir entre la orden de adquisición de los valores y la compraventa de mercado por la que se da ejecución al mandato recibido<sup>77</sup>, distinguiendo a su vez entre los servicios de inversión y el auxiliar de custodia de los valores adquiridos. De hecho, la prestación de servicios financieros configura un proceso contractual que pasa por diversas fases. Cubre todo el ciclo de vida del producto desde el diseño a la comercialización, incluyendo la ejecución de operaciones en el mercado financiero. Entre las obligaciones de hacer del prestador se encuentra la gobernanza de productos que enmarca la prohibición de prestar servicios de inversión que no satisfagan las necesidades de los clientes. Son normas de conducta y de organización interna que debe adoptar el productor y distribuidor de productos financieros. El daño ocasionado al cliente por incumplir las normas propias de la gobernanza de productos es indemnizable<sup>78</sup>. Son normas que velan por el buen funcionamiento del mercado y por la confianza de los clientes en que la oferta de los productos financieros satisfaga sus necesidades, evitando la oferta de productos que pueda causarles un perjuicio patrimonial. Existe una especie de «juramento hipocrático», del mismo modo que los médicos se comprometen a

76. Así lo considera la jurisprudencia italiana, según la cual la actividad de «negoziazione per conto proprio» sobre un swap “suppone pur sempre un ordine impartito del cliente all'esecuzione”, de tal modo el que “il contratto derivato, pur avendo causa variabile difficilmente può essere ricondotto allo schema della compravendita, sì da potersi agevolmente ricondurre, al di là delle complessità strutturali che gli è propria, alla figura dell'ordine di acquisto, come emesso in attuazione di un contratto quadro (Sentencia Corte Suprema di Cassazione 23 octubre 2020).

77. Carece de sentido solicitar la nulidad de la compraventa de mercado, dado que existe una ley de firmeza sobre este tipo de compraventas (Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre sistemas de pagos y de liquidación de valores). Lo que se podrá anular es la comisión mercantil consistente en la recepción de una orden para su ejecución en el mercado. “Pues bien, la comisión para la negociación de valores puede ser objeto de anulación [nulidad de la “comercialización” y entre las “partes en la comercialización”, en expresión de SSTs 1ª 625/2016, 24.10 (RJ 2016, 4964); 716/2016, 30.11 (RJ 2016, 6100) y 718/2016, 1.12 (RJ 2016, 5848)]”, según aclara SAP Madrid, sección 11ª, 107/2018, de 23 de marzo (JUR 2018, 154874), ponente Jesús Miguel Alemany Eguidazu, donde se advierte que “el emisor de los Valores no puede oponer la firmeza de la liquidación al suscriptor de los valores, que no es un tercero”.

78. El productor responderá del diseño defectuoso. El distribuidor por alejarse del mercado destinatario. Para M. RABITTI, se trata de una responsabilidad “remota” ante la falta de una reflexión doctrinal sobre este punto, sin bien, cuando productor y distribuidor coinciden “tutta la compliance ricade sullo stesso soggetto e, se questo viola le regole, a qualunque livello esse operino, ne risponde a titolo di responsabilità contrattuale verso l'investitore”, en *Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di MiFID II*, *Rivista di Diritto Bancario*, Supplemento Fascicolo I, 2020, p. 167.

no dañar la salud de sus pacientes, la entidad prestadora de servicios de inversión asume el compromiso profesional de no dañar el patrimonio de los clientes.

Más allá de la gobernanza de productos, la fase preliminar de la contratación se inicia con la suscripción por parte del cliente de un contrato marco<sup>79</sup>. Según el sistema MiFID los prestadores de servicios de inversión deben celebrar un acuerdo básico por escrito que establezca los derechos y obligaciones esenciales de la empresa prestadora y del cliente<sup>80</sup>. Esta exigencia presupone que antes de prestar servicios la entidad debe suscribir un contrato normativo, en el que se recojan las previsiones contractuales que se aplicarán en caso de que el cliente contrate algún servicio de inversión, ya sea de intermediación, de gestión o de asesoramiento<sup>81</sup>. Las obligaciones derivadas del contrato marco se orientan a la correcta realización de los negocios singulares. Son obligaciones de actividad, exigibles de conformidad con las normas de conducta, que suponen de algún modo la consecución de un resultado consistente en una adecuada realización del negocio singular. Garantizan la calidad en la prestación del servicio. Los servicios que se prestan no son actos de ejecución del contrato marco; son negocios jurídicos con su propia autonomía.

Antes de prestar un servicio de inversión, la empresa debe clasificar al cliente. El sistema MiFID distingue los clientes de las contrapartes elegibles. Son contrapartes elegibles las entidades financieras y organismos públicos enumerados en la Ley<sup>82</sup>. A su vez, la Ley distingue entre clientes profesionales y minoristas. “Tendrán la consideración de clientes profesionales aquéllos a quienes se presume la experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y

79. La prestación de servicios de pago también se condiciona a la suscripción de un contrato marco que “rige la ejecución futura de operaciones de pago individuales y sucesivas” (véase artículo 4.21 de la Directiva (UE) 2015/2366 del Parlamento Europeo y del Consejo de 25 de noviembre de 2015 sobre servicios de pago en el mercado interior (PSD2); artículo 3.9 y título II del Real Decreto-ley 19/2018, de 23 de noviembre, de servicios de pago y otras medidas urgentes en materia financiera).

80. Artículo 25.5 de la MiFID II, según lo dispuesto en artículo 58 del Reglamento Delegado 2017/565, que regula el contenido mínimo del contrato marco. Según el artículo 218 del TRLMV, las entidades deben registrar los acuerdos sobre los derechos y obligaciones esenciales de la empresa y del cliente, así como las condiciones en las que prestará servicios. Como excepción, para prestar asesoramiento de inversiones no se exige acuerdo previo, basta la constancia por escrito de la recomendación personalizada, salvo que se lleve a cabo una evaluación periódica de la idoneidad (artículo 58 I final del Reglamento Delegado 2017/565).

81. Tras la suscripción del contrato marco surge la obligación de mantener una organización interna que permita al cliente contratar los servicios y productos especificados. En la doctrina italiana se debate entre la naturaleza normativa del contrato marco para negociar instrumentos financieros (tesis binaria) y la naturaleza unitaria en la que las ordenes son instrucciones del mandatario en ejecución del contrato marco (tesis unitaria). Véase GAUDIOSI, G., *op. cit.*, pp. 7-12.

82. Vid. Artículo 207 del TRLMV.

valorar correctamente sus riesgos<sup>83</sup>”. A su vez, “[s]e considerarán clientes minoristas todos aquellos que no sean profesionales”<sup>84</sup>, y como tales carentes de la experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente sus riesgos. La jurisprudencia ha creado una categoría de «minorista experto» al que se le considera capaz de analizar los riesgos financieros<sup>85</sup>. Esta jurisprudencia es contraria a MiFID II. De hecho, en la consulta sobre reforma de MiFID II se ha planteado el debate sobre la creación de una figura intermedia entre cliente minorista y profesional y la CNMV no lo ha considerado necesario<sup>86</sup>.

A su vez, la empresa prestadora de servicios de inversión tiene la obligación de evaluar al cliente y disponer en todo momento de la información necesaria de cada cliente. La evaluación del cliente es una obligación de información pasiva (*Know Your Customer*)<sup>87</sup>. Debe realizarse a través de cuestionarios conocidos como «test MiFID»<sup>88</sup>. La amplitud de la evaluación dependerá del servicio que se preste, del instrumento sobre el que se preste y de la categoría del cliente. Es más amplia en los servicios de asesoramiento o de gestión<sup>89</sup>.

83. Según el artículo 205.1 del TRLMV.

84. Artículo 204 del TRLMV.

85. Véase, por todas, STS 12/2017, de 13 de enero (RJ 2017, 16), ponente Rafael Saraza Jimena, según la cual “cuando el contratante, pese a tener la consideración legal de minorista, tiene el perfil de inversor experimentado y la información que se le ha suministrado, pese a que pudiera no ser suficiente para un inversor no experto, sí lo es para quien tiene experiencia y conocimientos financieros”. Doctrina aplicada para la inadmisión de recursos de casación, por todos, ATS 15 de julio de 2020 (RJ 2020, 2342). Una buena síntesis de esta doctrina que “inserta” la figura de cliente minorista que “lejos de ser un ignorante financiero, tiene conocimientos suficientes de la naturaleza y de los riesgos del producto financiero en el que invierte”, en SAP Madrid, sección 21ª, 186/2020, de 23 de junio (JUR 2020, 255687), ponente Ramón Belo González. Véase Alicia AGÜERO ORTIZ: *La evolución de la normativa...*, cit, pp. 203-209, autora que la califica de “categoría farrafoza creada con la finalidad de poner coto estas reclamaciones, que lleva a contradicciones internas en la propia doctrina del Alto Tribunal” (p. 203), con “expertos” por formación o experiencia, pero también por tamaño o finalidad especulativa (véase op. cit., pp. 203-207, con cita de numerosas sentencias).

86. “The CNMV does not consider that a new category of clients (intermediate between retail and professional investors) is required as we have not identified any issue or shortcoming in the current classification regime”, en *CNMV comments on certain aspects of MiFID II in the context of the public consultation launched by the European Commission in February 2020*, 18 May 2020.

87. Prevista en los artículos 212 a 216 del TRLMV, desarrollados por los artículos 72 la 74 del capítulo II del título IV 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 la Circular 3/2013, de 12 de junio, de la CNMV.

88. Véase ESMA, *Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID II*, 6 de noviembre de 2018, y CNMV, *Guía de actuación para el análisis de la conveniencia y la idoneidad*, 17 de junio de 2010.

89. Véase STS Pleno 840/2013, de 20 de enero de 2014 (RJ 2014, 781), ponente Ignacio Sancho Gargallo. La evaluación queda excluida en la mera ejecución sobre

Tras la clasificación y evaluación, la empresa podrá ofrecer al cliente los instrumentos adecuados a su perfil, con obligación de abstenerse de ofrecer instrumentos inadecuados<sup>90</sup>. En cualquier caso, la oferta de un instrumento incoherente con el perfil del cliente exige un aviso de riesgo que le permita ponerse en guardia<sup>91</sup>. Según la jurisprudencia, los test cumplen la función de salvar la «asimetría informativa»<sup>92</sup>. Esta doctrina se aferra al paradigma de la información como mejor forma de proteger al cliente y de asegurar la autonomía de la voluntad<sup>93</sup>. Pero el objetivo de la evaluación no es tanto dar información como proteger al cliente contra sí mismo, en particular de sus sesgos cognitivos<sup>94</sup>. Por esta razón, cuando el resultado del test de idoneidad es negativo, la entidad tiene prohibido recomendar su adquisición o incluir el producto en la cartera que gestiona<sup>95</sup>. Con esta medida el cliente

---

instrumentos simples, como son las acciones cotizadas en bolsa, cuando la iniciativa es del cliente y en las condiciones reglamentadas. Véase artículo 216 del TRLMV, que recoge la presunción *iuris tantum* de que cualquier cliente, incluido el minorista, conoce la naturaleza y riesgos de las acciones cotizadas. Esta presunción no alcanza a las acciones bancarias, que pueden ser objeto de rescate interno (*bail-in*), que son, por esta razón, instrumentos complejos.

90. Vid. NATOLI, R., *Il contratto "adeguato". La protezione del cliente nei servizi di credito, di investimento e di assicurazione*, Giuffrè, Milano, 2012, para quién el intermediario, con el fin de superar el déficit cognitivo implícito en la complejidad de los servicios financieros, "deve offrire ai clienti assistenza e cooperazione" (pág. 77).
91. STS Pleno 244/2013, 18 de abril (RJ 2013, 3387), ponente Rafael Saraza Jimena.
92. La previsión legal de los deberes de información "que se apoya en la asimetría informativa que suele darse en la contratación de estos productos financieros con clientes minoristas, incide en la apreciación del error" STS 481/2020, de 21 de septiembre (RJ 2020, 3307), ponente M<sup>a</sup> Ángeles Parra Lucán, por todas con cita de sentencia 840/2013, de 20 de enero de 2014 (RJ 2014, 781), y 559/2015, de 27 de octubre (RJ 2015, 4945). Sin embargo, la función de la evaluación de la conveniencia es conocer lo que el cliente puede llegar a comprender para adaptar la información a su perfil. No es un test de transparencia material como el introducido en la contratación de créditos inmobiliarios a cargo del notario (véase artículo 15 LCCI, comentado por el autor en "Capítulo VIII. Asesoramiento en Ley de crédito inmobiliario", en PRATS ALBENTOSA, L. (Dir.), *Ley de contratos de crédito inmobiliario. Estudios y comentarios*, Civitas, 2020, apartado XIV).
93. STS Pleno 840/2013, de 20 de enero de 2014 (RJ 2014, 781), ponente Ignacio Sancho Gargallo.
94. Véase Alicia AGÜERO ORTIZ: *La evolución de la normativa...*, cit, para quien el objetivo del test de conveniencia es "la constatación de que el bagaje cognitivo del cliente es suficiente para comprender el riesgo del producto" (p. 341), y evitar de algún modo que "sus sesgos cognitivos sean explotados" (mencionados en las pp. 377 y 483-484); NAVARRO FRÍAS, I.: "De sesgos y retrocesiones: MiFID II y las nuevas perspectivas de protección del inversor", *Revista de derecho del mercado de valores*, n.º 23, 2018, p. 2 y ss.
95. El prestador "se abstendrá de hacer recomendaciones o decidir negociar si ninguno de los servicios o instrumentos es idóneo para el cliente" (artículo 54.10 del Reglamento Delegado 2017/565). La oferta de deuda subordinada que puede ser objeto de rescate interno de entidades de crédito (*subordinated eligible liabilities* «SELs») se condiciona, con independencia del servicio de inversión que se preste, a la previa evaluación de la idoneidad (véase artículo 44 bis Directiva 2019/879, concretada por ESMA, *Questions and Answers On MiFID II*, cit, pp. 128-130). Luego está prohibido comercializar este tipo de instrumentos sin verificar su idoneidad.

pierde la oportunidad de adquirir el producto carente de idoneidad<sup>96</sup>. Es una prohibición legal cuyo incumplimiento da lugar a la nulidad de pleno Derecho de la operación<sup>97</sup>. Sin embargo, ante una mera intermediación, la entidad debe advertir al cliente de la falta de conveniencia<sup>98</sup>, siendo la indemnización el remedio natural para reparar el daño causado por no avisar de la falta de conveniencia.

La oferta al cliente debe contar con información suficiente para que el cliente pueda comprender los riesgos del producto y tomar una decisión con conocimiento de causa<sup>99</sup>. La jurisprudencia contrapone los mercados de bienes tangibles, en los que las partes están en un plano de igualdad y no se impone a una parte la obligación de informar, a los mercados financieros, de bienes de confianza (*credence goods*), en los que la Ley impone la obligación de informar al profesional que presta el servicio de inversión<sup>100</sup>. En el mercado de valores, la obligación de informar no se agota con el suministro de la información, “es una obligación activa, no de mera disponibilidad<sup>101</sup>”.

96. Resulta contrario a la buena fe y a las normas de conducta recomendar al cliente que realice la operación no idónea como si fuera una orden propia para evitar la prohibición, en particular en una negociación por cuenta propia. Sería un fraude de Ley. Cuestión distinta es que el cliente, a iniciativa propia, insista en operar al margen de una recomendación no idónea recibida de la entidad (*insistent clients*). Véase ESMA, *Questions and Answers On MiFID and MiFIR investor protection and intermediaries topics*, ESMA35-43-349, 21 December 2020, pp. 40-41. El protocolo MiFID resuelve este tipo de situaciones; en contra Alicia AGÜERO ORTIZ: *La evolución de la normativa...*, cit, quien considera que: “Tampoco existe impedimento en que la contratación de un producto no idóneo se realice extramuros del servicio de asesoramiento” (p. 474), sin distinguir sobre quien tomó la iniciativa.

97. Nulidad por contrariar norma imperativa según RABITTI. M.: “Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di MiFID II”, op. cit. p. 157.

98. Artículo 214.4 del TRLMV.

99. Las informaciones sobre los riesgos “no son meras cuestiones de cálculo, accesorias, sino que tienen el carácter de esenciales, pues se proyectan sobre las presuposiciones respecto de la sustancia, cualidades o condiciones del objeto o materia del contrato” (STS 60/2016, 12 de febrero (RJ 2016, 513), ponente Ignacio Sancho Gargallo). Cfr. HERNÁNDEZ PAULSEN, G.: *La obligación precontractual de la entidad de crédito de informar al cliente en los servicios bancarios y de inversión*, Madrid, 2014, cuyo objetivo es proporcionar un *núcleo de información especialmente relevante, en interés del cliente*, factor principal de la regulación, en un ámbito de *transparencia y competencia eficiente*.

100. Los instrumentos financieros son contratos cuyo conocimiento tiene lugar a través de la información. Frente a los bienes tangibles que se pueden probar y que una vez adquiridos podemos conocer sus características a través del uso, los instrumentos financieros no se pueden probar antes de su adquisición y una vez adquiridos podemos tenerlos en nuestra cartera durante años sin llegar a conocerlos. En este sentido: “en la contratación en el mercado de valores, el ordenamiento jurídico impone a una de las partes un deber de informar detallada y claramente a la contraparte sobre las presuposiciones que constituyen la causa del contrato, como es el caso de los riesgos en la contratación de productos y servicios de inversión” (STS Pleno 769/2014, del 12 de enero de 2015 (RJ 2015, 608), ponente Rafael Saraza Jimena).

101. STS Pleno 244/2013, 18 de abril (RJ 2013, 3387), ponente Rafael Saraza Jimena, reiterada en la STS 769/2014, de 12 de enero de 2015 (RJ 2015, 608).

El prestador tiene la obligación de asistir al cliente en la toma de decisión<sup>102</sup>. Debe verificar que el cliente comprende el instrumento y toma una decisión informada<sup>103</sup>. La información al cliente debe ser comprensible y adecuada, objetivos que se consiguen cuando es “imparcial, clara y no engañosa<sup>104</sup>”. En este sentido, la “información deberá ser exacta y no destacará los beneficios potenciales de un servicio de inversión o de un instrumento financiero sin indicar también los riesgos pertinentes, de manera imparcial y visible”, de un lado, y “no ocultará, encubrirá o minimizará ningún aspecto, declaración o advertencia importantes”, de otro<sup>105</sup>. La información comprende todas las fases de la contratación. Se debe informar del servicio que se presta, expresando si además de la intermediación se está prestando el servicio de asesoramiento, y sobre la naturaleza del instrumento objeto de la contratación y de sus costes<sup>106</sup>. La información debe ser comprensible atendiendo al perfil del cliente. Se deben evitar tecnicismos. En este sentido, se deben clasificar los productos e incorporar advertencias, para que el cliente reciba información clara y comprensible sobre la conveniencia o no de contratar el producto<sup>107</sup>.

102. Véase BUSCH, D.; COLAERT, V.; HELLINGER, G.: “An Assist-Your-Customer Obligation’ for the Financial Sector?”, en COLAERT, V., BUSCH, D., INCALZA, T. (Eds.): *European Financial Regulation: Levelling the Cross-Sectoral Playing Field*, 2019, pp. 343-375, para quienes: “it is very clear that traditional «caveat emptor» principle no longer holds in the financial sector; «assist-your-customer» rules apply in all traditional sectors” (p. 373). Lo que no debe hacer es desorientarlo con oferta de productos no adecuados a su perfil. Según la Corte de Casación italiana: “l’inadempimento dei doveri informativi da parte della banca intermediaria costituisce di per sé un fattore di disorientamento dell’investitore che condiziona in modo scorretto le sue scelte di investimento e ingenera una presunzione di riconducibilità alla banca intermediaria della responsabilità dell’operazione finanziaria” (Cassazione Civile, Sentenza 7905/2020, de 17 de abril).

103. De «conocer al cliente» pasamos a informar al cliente para que «conozcan el producto», momento sucesivo en el que “l’intermediario assumere un ruolo attivo – è connotato da un’«inversione di direzione»”, de acuerdo con el autor GAUDIOSI, G., op. cit., p. 15. Según la jurisprudencia: “Es indudable la importancia de la información, imparcial, clara y no engañosa, que deben proporcionar a sus clientes las entidades que prestan servicios de inversión, a fin de que aquellos comprendan su naturaleza y conozcan los riesgos que conlleva” (STS 447/2014, de 4 de septiembre (RJ 2014, 5302), ponente Jose Ramón Ferrandiz Gabriel). Cfr. FERRANDO VILLALBA, M. L.: “Preferentes y otros instrumentos financieros de riesgo: deber de información y buena fe [a propósito de la STS de 18 de abril de 2013 (RJ 2013, 3931)]”, *Revista Aranzadi Doctrinal*, n.º 10, 2014, pp. 93-115.

104. Véase artículo 209.2 del TRLMV.

105. Artículo 60 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.

106. Por ejemplo, es difícil llegar a comprender un instrumento derivado si no se desvelan las comisiones implícitas (*up front*) que se generan en el momento de la contratación. En este sentido, el proveedor debe informar de los “costes y gastos conexos relacionados con la producción y la gestión de los instrumentos financieros” (artículo 50.2.b) del Reglamento Delegado 2017/565).

107. En los términos establecidos en la Orden ECC/2316/2015, de 4 de noviembre, relativa a las obligaciones de información y clasificación de productos financieros, y en la

Los bancos no tienen obligación de asesorar salvo que lo hayan pactado<sup>108</sup>. No hay que confundir el deber de informar con el deber de asesorar que exige pacto, aunque pueda resultar implícito<sup>109</sup>. Se presume el pacto cuando se ofrece un producto como idóneo para el cliente<sup>110</sup>. La existencia de 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<sup>111</sup>”. Lo determinante es que el cliente perciba la opinión del profesional creando la confianza legítima de estar siendo asesorado. No es un contrato que deba ser formalizado por escrito<sup>112</sup>, salvo

Circular CNMV 1/2018, de 12 de marzo, sobre advertencias relativas a instrumentos financieros.

108. Véase Sentencia 585/2020, de 6 de noviembre (RJ 2020, 3857), ponente Rafael Saraza Jimena, según la cual la entidad prestamista debe informar al consumidor “sobre la carga jurídica y económica del contrato, pero esto no supone que la entidad bancaria tenga una obligación de asesoramiento sobre las distintas posibilidades de financiación”; y SSTs 595 (RJ 2020, 3963), 596 (RJ 2020, 4227), 597 (RJ 2020, 4601) y 598/2020, de 12 de noviembre (RJ 2020, 4567), descartan la “obligación de las entidades financieras de facilitar información comparativa sobre los distintos índices oficiales, sobre su evolución futura o de asesorar a los clientes sobre el mejor préstamo posible”.
109. Según SAP Madrid, sección 11<sup>a</sup>, 388/2019, de 20 de noviembre (JUR 2020, 70946), ponente Jesús Alemany Eguidazu: “alguna doctrina minoritaria propugna que el principio de actuación en el mejor interés del cliente implica una obligación de asesoramiento incluso en ausencia de cualquier acuerdo, esto es, que todos los acuerdos sujetos a este deber pertenecen a la clase de relaciones fiduciarias o cuasi-fiduciarias (*causa mandati*), sin espacio posible para las puras ventas no asesoradas (*causa vendendi*). En cualquier caso, el deber de actuar en el mejor interés del cliente es deber acompañante típico del correcto asesoramiento y, además, llena lagunas de protección porque su alcance no viene constreñido por el concepto MiFID de asesoramiento”.
110. Véase STS 535/2015, de 15 de octubre de 2015 (RJ 2015, 5030), ponente Rafael Saraza Jimena.
111. STJUE (Sala Cuarta), de 30 de mayo de 2013 (TJCE 2013, 142), caso Genil vs Bankinter (asunto C– 604/2011), según la cual tendrá la consideración de asesoramiento la recomendación de suscribir un swap “que se presente como conveniente para el cliente”. Jurisprudencia aplicada por la STS 27/2016, de 4 de febrero (RJ 2016, 216), ponente Rafael Saraza Jimena y otras anteriores: SSTs 387/2014, de 8 de julio (RJ 2014, 4315), y 384/2014 (RJ 2014, 3541) y 385/2014, de 7 de julio (RJ 1984, 4313). La iniciativa es relevante. La oferta de un producto complejo de alto riesgo, desconocido para el cliente, presentada como adecuada, presupone la existencia de asesoramiento. Es parte del protocolo MiFID criticada por Alicia AGÜERO ORTIZ: *La evolución de la normativa...*, cit, pp. 382-389, por identificar el asesoramiento con «una suerte de obligación» de las entidades (p. 385).
112. Es doctrina consolidada del Tribunal Supremo considerar que “para que exista asesoramiento no es requisito imprescindible la existencia de un contrato remunerado ad hoc” [STS 666/2016, de 14 de noviembre (RJ 2016, 5460), ponente Pedro José Vela Torres, con cita de las anteriores 102/2016, de 25 de febrero (RJ 2016, 1514), y 411/2016, de 17 de junio (RJ 2016, 4057), y con antelación STS 535/2015, de 15 de octubre de 2015 (RJ 2015, 5030)], basta que “exista una relación entre las partes en cuyo marco la entidad ofrezca el producto a los clientes y les recomiende su adquisición” [STS 666/2016, de 14 de noviembre (RJ 2016, 5460)].



que se “lleve a cabo una evaluación periódica de la idoneidad de los instrumentos financieros o servicios recomendados<sup>113</sup>”.

En una mera intermediación, lo relevante es informar de los riesgos de los productos que se comercializan para que el inversor pueda decidir con conocimiento de causa. Sin embargo, en una gestión de carteras o en una relación asesorada, lo relevante es que el prestador se abstenga de operar con productos no idóneos. Es cierto que el cliente gestionado o asesorado tiene una especial protección, pero no por ser merecedor de una información reforzada, sino por la labor del gestor que debe evaluar además de los conocimientos y experiencia del cliente, su situación financiera y objetivos de inversión, con prohibición de recomendar productos no idóneos. Corresponde al gestor o al asesor evaluar la idoneidad de la inversión atendiendo al perfil del cliente. Es el gestor o el asesor quien debe analizar los riesgos financieros y tomar las decisiones de inversión o efectuar las recomendaciones; de tal modo que en una relación gestionada o asesorada lo relevante no es tanto la información de los riesgos del producto, sino la idoneidad del producto que se contrata o recomienda atendiendo al perfil del cliente. Lo relevante es que el cliente sea consciente de la naturaleza del servicio y de su alcance, siendo informado de la idoneidad de las inversiones por ser conformes a su perfil<sup>114</sup>.

Las cláusulas predisuestas por el prestador del servicio de inversión por las que el cliente manifiesta que el banco ha cumplido las normas de conducta son irrelevantes<sup>115</sup>. La entidad asume la obligación legal de elaborar el perfil del cliente, para ofrecerle productos adecuados a su perfil, y esta exigencia legal no se cumple con una mención genérica predispuesta por el banco<sup>116</sup>.

113. Artículo 58 del Reglamento Delegado (UE) 2017/565, de 25 de abril de 2016.

114. ESMA matiza que “en el caso de que se preste un servicio de gestión de carteras, dado que es la empresa quien toma decisiones de inversión por cuenta del cliente, el nivel de conocimientos y experiencia que este último necesita respecto a todos los instrumentos financieros que pueden llegar a formar parte de la cartera podrá ser menos detallado que el nivel que debería tener en el caso de recibir asesoramiento en materia de inversión” (apartado 38, *Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID II*, 6 de noviembre de 2018). Lo cual sitúa la gestión en un escalón distinto al asesoramiento en relación con la evaluación de la idoneidad del producto al perfil del cliente. En este sentido, véase Alicia AGÜERO ORTIZ: *La evolución de la normativa...*, cit, pp. 353-354 y 455.

115. Según la STS 398/2015, de 10 de julio (RJ 2015, 2776), ponente Ignacio Sancho Gargallo, “debemos entender que resulta irrelevante que en la orden de adquisición apareciera la siguiente mención: «el cliente reconoce que ha sido asesorado sobre el riesgo del producto y sobre si la inversión en este producto es adecuada para su perfil inversor». Se trata de una mención genérica, que no elude el deber del banco de acreditar que cumplió con esas exigencias”.

116. Según la STS 476/2020, de 21 de septiembre (RJ 2020, 3723), ponente Jose Luis Seoane Spiegelberg: “no son aceptables menciones predisuestas relativas al reconocimiento, por parte de los clientes bancarios, de haber recibido la correspondiente información sobre las características y riesgos del producto financiero adquirido, para dar

En el ámbito del contrato marco, el prestador queda obligado a aceptar y ejecutar las órdenes recibidas del cliente o a realizar los actos de gestión o asesoramiento acordados. Estas actuaciones constituyen en sí mismas contratos a los que se aplica su propio régimen jurídico<sup>117</sup>. Pueden ser mandatos de compra, asesoramientos o mandatos de gestión. La responsabilidad contractual del prestador surge tanto de incumplir el contrato marco como del incumplimiento del contrato en que se materializa el servicio de inversión. Por ejemplo, el prestador puede responder por no haber evaluado al cliente de conformidad con las previsiones de contrato marco, como por haberse retrasado en la ejecución de la orden en el mercado o por incumplir la obligación de mejor ejecución de la comisión bursátil<sup>118</sup>.

Los servicios de inversión conforman una categoría especial de servicios con su propia normativa<sup>119</sup>, pero no constituyen un tipo de contrato diferenciado de los contratos de Derecho común. La prestación de cada servicio da lugar a negocios jurídicos que quedan caracterizados por el tipo de contrato de Derecho común que mejor responde a su función económica. La actividad de recepción de órdenes para su ejecución en el mercado es una actividad de intermediación propia del mandado mercantil a la que le resultan de aplicación las normas de la comisión del Código de Comercio<sup>120</sup>. La gestión de carteras es un contrato de comisión con poder de representación<sup>121</sup>. El asesoramiento de inversiones es un servicio informativo también encuadrado en la comisión. Luego, la comisión es el

---

por justificado el cumplimiento del deber precontractual de informar (SSTS 439/2019, de 17 de julio (RJ 2019, 3420), 607/2019, de 14 de noviembre (RJ 2019, 4651) y 443/2020, de 20 de julio (RJ 2020, 2482), entre otras muchas”).

117. Como dice la STS 654/2015, 19 de noviembre (RJ 2015, 5501), ponente Pedro José Vela Torres, el contrato marco debe desarrollarse “en una serie de operaciones particulares”, de tal modo que “no bastaba con la existencia del mismo para que la entidad financiera pudiera comprar títulos o valores en nombre del cliente, sino que hacía falta un consentimiento posterior de éste para cada operación concreta”.

118. Véase artículo 221 TRLMV.

119. Según el Diccionario del Español Jurídico, por contrato de servicios se entiende el “contrato que tiene por objeto prestaciones de hacer en el desarrollo de una actividad”. En Derecho español no existe una categoría de contratos de servicios, cuyo modelo se construye a partir de su regulación en el Proyecto de Marco Común de Referencia (DCFR). Véase, por todos, la tesis SEVERIN FUSTER, G. F., *Los contratos de servicio: su construcción como categoría contractual, y el derecho del cliente al cumplimiento específico*, FENOY PICÓN, N. (Dir. Tes.), Universidad Autónoma de Madrid, 2014. El apartado IV.C.-1:102 del DCFR exceptúa los servicios financieros del régimen del contrato de servicios, al tener su propia normativa. Contracts for financial services “are of a specialised nature and are subject to, or likely to be subject to, initiatives at EU level”, dice el comentario al citado apartado.

120. STS 243/2013, de 18 de abril (RJ 2013, 3931), ponente Jose Ramón Ferrándiz Gabriel.

121. Sobre la naturaleza de la gestión de carteras como contrato de comisión y la relevancia de aplicar lo dispuesto en el artículo 259 del Código de comercio, véase ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, C.: *El contrato de gestión de carteras de inversión*, Editorial Thomson Reuters Aranzadi, Madrid, 2020, pp. 23-24 y 63.

contrato que mejor responde a la función económica y al interés buscado por los contratantes.

Conviene señalar que la gestión de carteras y el asesoramiento constituyen contratos de especial peligrosidad, en los que el cliente se pone en manos del gestor o se deja llevar de la opinión del asesor. Ante la mayor vulnerabilidad del cliente que utiliza estos servicios se refuerza la obligación de conocer al cliente a través de una evaluación de la idoneidad más amplia que la evaluación de la conveniencia aplicable al resto de los servicios de inversión. Es un régimen diferenciado que agrava la responsabilidad del gestor y del asesor en relación con la del mero intermediario. Por esta razón, una cuestión esencial en los contenciosos que se plantean en los tribunales es acreditar la existencia de gestión o asesoramiento, pues de existir estas relaciones contractuales el estándar de responsabilidad es más elevado<sup>122</sup>; lo cual no significa que los prestadores de estos servicios vean intensificada la obligación de informar al cliente. La gestión y el asesoramiento modulan la obligación de informar, la cualifican, no la intensifican. Son servicios fiduciarios en los que el cliente se deja llevar por la confianza que le merece el profesional<sup>123</sup>. Es el prestador del servicio quien, tras analizar el perfil del cliente, decide o recomienda lo idóneo para el cliente.

#### IV. DILIGENCIA CONTRACTUAL

La relación de confianza banco-cliente delimita el alcance de la responsabilidad de la empresa prestadora del servicio de inversión, que será la de un profesional experto en la materia, que actúa en un mercado complejo, en el que surgen relaciones interbancarias que el cliente desconoce<sup>124</sup>. Se tiende a una responsabilidad objetiva de las entidades financieras participantes en las operaciones financieras frente a los usuarios de los servicios. Es la propia de un profesional al que se le exige “un estándar muy alto en el deber de información a sus clientes<sup>125</sup>”. La diligencia exigible al banquero

122. En ocasiones, mezclados en una «gestión asesorada», término acuñado por la STS Pleno 244/2013, 18 de abril (RJ 2013, 3387), ponente Rafael Saraza Jimena, también acogido por STS 460/2014, de 10 de septiembre (RJ 2014, 5304), del mismo ponente.

123. «Fiduciario» entendido como relación de confianza en la que el cliente se pone en manos del profesional, no en el sentido del «trust» anglosajón. Véase GARRIGUES, J., *Negocios fiduciarios en el derecho mercantil*, Civitas, Madrid, 2016. “Nevertheless, it must be recognized that the institution of the trust plays a very important role in business affairs, especially in banking” (GARRIGUES, J.: “Law of Trusts”, *American Journal of Comparative Law*, vol. 2, n.º 1, 1953, p. 35).

124. Véase STS Pleno 769/2014, del 12 de enero de 2015 (RJ 2015, 608), ponente Rafael Saraza Jimena.

125. Según la STS Pleno 769/2014, del 12 de enero de 2015 (RJ 2015, 608), ponente Rafael Saraza Jimena, la “entidad comisionista debe responder de los daños y perjuicios, causados a los inversores por la mala inversión, según el patrón de la culpa leve en concreto a que se refiere la sentencia del Tribunal Supremo de 24 de mayo de 1943 en relación con la diligencia exigible al “comerciante experto” [sentencia del Tribunal

es la de un comerciante experto que ejerce funciones de custodia y comisión como fuente de lucro, por lo que se le exige un especial cuidado en estas funciones<sup>126</sup>. Es una diligencia *in concreto*, cuidando los intereses del cliente “como si fueran propios”, es decir *quam in suis*<sup>127</sup>, que no se corresponde con el estándar *in abstracto* del «buen padre de familia» establecido en el artículo 1719 del Código Civil para el mandatario<sup>128</sup>. La culpa leve es la diligencia media del *bonus argentarius*. Como tal debe entenderse la figura ideal del prestador de servicios de inversión que cumple las normas de organización interna de su actividad y las normas de conducta en las relaciones con la clientela. Ejerce una actividad regulada que atrae la confianza del cliente, con relevancia para el buen funcionamiento del mercado, por lo que queda sometida a un elevado estándar de conducta.

En relación con la diligencia en la prestación de servicios financieros hemos pasado del *caveat emptor* al *caveat venditor*<sup>129</sup>. Sin embargo, esta distinción no contempla que la actuación de los prestadores de servicios de financieros debe ser “en el mejor interés del cliente”, lo cual supone una *causa mandati*. Además, cuando hay gestión de carteras o asesoramiento nos encontramos en una relación fiduciaria.

---

Supremo de 15 de julio de 1988 (RJ 1988, 5717)] que utilizan como pauta el cuidado del negocio ajeno como si fuera propio”.

126. Según establecen los artículos 255 y 307 del Código de Comercio. Vid. SSTs de 14 de diciembre de 1984 (RJ 1984, 6113), 12 de junio de 1985 (RJ 1985, 3109), 20 de marzo de 1988 y 15 de julio de 1988 (RJ 1988, 5717). Esta responsabilidad contractual de la banca prestadora de servicios de inversión deriva de la interpretación conjunta de los preceptos del Código Civil relativos a los efectos de las obligaciones [vid. artículos 1.101, 1.103, 1.104 y 1.105a *sensu contrario*, en relación con el 1.258, del CC, según criterio de la STS de 15 de noviembre de 1994 (RJ 1994, 8774)], y resulta exigible al amparo de los artículos 259 del Código de Comercio y 1.258 del Código Civil.

127. Vid. Artículo 208.1 del TRLMV. Son normas de conducta que precisan la diligencia profesional exigible a los intermediarios “*fijando la noción de «culpa leve en concreto»*” (TAPIA HERMIDA, A. J., “Las normas de actuación en el mercado de valores”, op. cit., pág. 2857).

128. STS de 20 de enero de 2003 (RJ 2003, 350).

129. Según SAP Madrid, sección 11ª, 388/2019, de 20 de noviembre (JUR 2020, 70946), ponente Jesús Alemany Eguidazu: “La vieja máxima por la que cuidese el comprador (*caveat emptor*), sitúa al comprador ante su propio deber de actuar cuidadosamente en la compraventa y pechar con los riesgos de la misma. Quien no abra los ojos, que abra su bolsa. Sin embargo, en situaciones de desequilibrio estructural de conocimiento (asimetría informativa), como la existente en los mercados de valores, desde la *Securities Act* se transita hacia un régimen de *caveat venditor*, que impone o incentiva la carga de informar al vendedor”. Según ENRIQUES, L. y GARGANTINI, M.: “there can be no *caveat emptor* between banks and their clients” (ENRIQUES, L. y GARGANTINI, M. “The Expanding Boundaries of MiFID’s Duty to Act in the Client’s Best Interest: The Italian Case”, *Italian LJ*, vol. 3, 2017, p. 507), para quienes “all the agreements subject to the duty to act in the client’s interest fall into the scope of fiduciary or quasi-fiduciary relationships (*causa mandati*), while no space is left at all for pure sales (*causa vendendi*) unaccompanied by advice” (ibidem). Tendencia criticada por Alberto RUIZ OJEDA: “*Caveat venditor*, o el volteo regulatorio de la asignación de riesgos en las transacciones financieras por la normativa MiFID”, *InDret*, 2/2017, p. 23; para quien: “Una cosa es proteger al inversor y otra muy distinta reemplazar su comportamiento como agente económico mediante la regulación”.

La vinculación del servicio de inversión con la actividad accesoria de financiación de la operación multiplica el riesgo y exige extremar las cautelas. Las operaciones apalancadas de adquisición de valores a las que nos estamos refiriendo exigen una doble evaluación del cliente, la de idoneidad de la inversión y la de solvencia del cliente como prestatario<sup>130</sup>.

## V. REMEDIOS ANTE LOS INCUMPLIMIENTOS

La consecuencia natural del incumplimiento de las obligaciones profesionales por parte de las entidades prestadoras de servicios financieros es la tutela resarcitoria con indemnización de daños y perjuicios<sup>131</sup>; sin descartar la nulidad radical por incumplimiento de las normas imperativas que rigen la conducta en el mercado financiero, la anulabilidad por vicio en el consentimiento, o la resolución contractual.

El Tribunal Supremo se ha mostrado restrictivo en cuando a la admisión de remedios ante la mala praxis bancaria<sup>132</sup>. Pone el foco en el deber legal de información al cliente por parte de las entidades de servicios de

130. Operaciones apalancadas carentes de idoneidad no merecen el respaldo del ordenamiento jurídico. Por esta razón no podemos compartir la doctrina que mantiene que: «Cuando unos inversores solicitan un préstamo para realizar una inversión determinada, cuya naturaleza y riesgos conocieron, no resulta reprochable que la empresa del mercado de valores no les haya recomendado una diversificación en las inversiones, puesto que resulta evidente que los inversores estaban interesados en realizar una inversión que consideraban especialmente interesante, que les compensaba el riesgo añadido que supone pedir financiación ajena para de esta forma realizar una inversión “apalancada”» (STS 558/2019, de 23 de octubre (RJ 2019, 4325), ponente José Luis Seoane Spiegelberg). Estamos ante un caso de “concessione di finanziamenti agli investitori per consentire loro di effettuare un’operazione relativa a strumenti finanziari, nella quale interviene il soggetto che concede il finanziamento”, producto financiero que puede dar lugar a una disfunción causal no merecedora del respaldo del ordenamiento jurídico. Véase TUCCI, A.: “Il contratto inadeguato e il contratto immeritevole”, *Contratto e Impresa*, n.º 3, 2017, pp. 921-955.

131. Según SAP Madrid, sección 11ª, 388/2019, de 20 de noviembre (JUR 2020, 70946), ponente Jesús Alemany Eguidazu: “la acción natural del inversor frente a la empresa de servicios de inversión es la acción indemnizatoria”. En Derecho Portugués, el artículo 304-A.1 Código do Valores Mobiliários recoge un principio general de resarcimiento de daños: “Os intermediários financeiros são obrigados a indemnizar os danos causados a qualquer pessoa em consequência da violação dos deveres respeitantes à organização e ao exercício da sua atividade, que lhes sejam impostos por lei ou por regulamento emanado de autoridade pública”, con presunción de culpa “quando o dano seja causado no âmbito de relações contratuais ou pré-contratuais e, em qualquer caso, quando seja originado pela violação de deveres de informação” (304-A.2). Véase REIS, N.: “Responsabilidade civil aquiliana do intermediário financeiro – mito ou realidade?”, *Revista de Direito das Sociedades*, vol. 4, 2017, pp. 781-799, quien considera que este precepto “consagra um regime híbrido com presunção de faute para as situações obrigacionais e presunção de culpa em sentido estrito para as situações aquilianas de violação de deveres de informação” (p. 799).

132. Para un análisis de la evolución de la jurisprudencia, véase AGÜERO ORTIZ, A.: *La evolución de la normativa de protección a los inversores y los remedios aplicados a los contratos de inversión*, Aranzadi, 2020, pp. 177-470.

inversión cuyo incumplimiento “podría dar lugar, en su caso, a la anulabilidad del contrato por error vicio en el consentimiento, o a una acción de indemnización por incumplimiento contractual, para solicitar la indemnización de los daños provocados al cliente por la contratación del producto a consecuencia de un incorrecto asesoramiento. Pero no puede dar lugar a la resolución del contrato por incumplimiento<sup>133</sup>”. Tampoco admite la nulidad radical por incumplimiento de normas imperativas<sup>134</sup>.

## 1. NULIDAD RADICAL

La nulidad radical del contrato puede derivar de la ausencia de elementos esenciales, consentimiento, objeto y causa o del incumplimiento de normas imperativas<sup>135</sup>. La más reciente jurisprudencia rechaza la nulidad por incumplimiento de normas imperativas prevista por el artículo 6.3 del Código civil<sup>136</sup>. Esta doctrina se justifica porque las normas reguladoras del

133. STS Pleno 491/2017, de 13 de septiembre (RJ 2017, 3756), ponente Pedro José Vela Torres, con cita de las SSTs 244/2013, de 18 de abril (RJ 2013, 3387); 458/2014, de 8 de septiembre (RJ 2014, 4946); 489/2015, de 16 de septiembre (RJ 2015, 5013); 102/2016, de 25 de febrero (RJ 2016, 1514); 603/2016, de 6 de octubre (RJ 2016, 4587); 605/2016, de 6 de octubre (RJ 2016, 4773); 625/2016, de 24 de octubre (RJ 2016, 4964); 677/2016, de 16 de noviembre (RJ 2016, 6302); 734/2016, de 20 de diciembre (RJ 2016, 6317); y 62/2017, de 2 de febrero (RJ 2017, 364). Es una doctrina que anuda a la falta de información tanto la anulación por error vicio como la indemnización por incumplimiento contractual.
134. Véase la STS 558/2019, de 23 de octubre (RJ 2019, 4325), ponente José Luis Seoane Spiegelberg, con cita de las anteriores 716/2014, de 15 de diciembre, y 323/2015, 30 de junio (RJ 2015, 2662).
135. Según la STS 654/2015, 19 de noviembre (RJ 2015, 5501), ponente Pedro José Vela Torres, en un caso de absoluta falta de consentimiento al no existir orden de adquisición, la nulidad radical es “estructural, radical y automática”. Se trata además de una acción que no caduca puesto que “tratándose de nulidad absoluta, la acción es imprescriptible”.
136. “Es jurisprudencia consolidada que la infracción de las normas que contenían los deberes de información de las empresas de inversión en la comercialización de productos financieros complejos a inversores no profesionales, antes y después de la trasposición de la Directiva MiFID, no vicia de nulidad absoluta los contratos de adquisición de esos productos, pero sí puede haber provocado el error vicio en el consentimiento, lo que podría justificar a su vez la nulidad” [STS 576/2020, de 4 de noviembre (RJ 2020, 4171), ponente Ignacio Sancho Gargallo, con cita de la anterior 14/2016, de 1 de febrero (RJ 2016, 495)]. “No es aplicable a estos casos la sanción de nulidad de pleno derecho prevista en el artículo 6.3 del Código Civil” [STS 558/2019, de 23 de octubre (RJ 2019, 4325), ponente José Luis Seoane Spiegelberg, con cita de las anteriores 716/2014, de 15 de diciembre (RJ 2015, 56), y 323/2015, 30 de junio (RJ 2015, 2662), a las que hay que añadir la 840/2013, de 20 de enero de 2014 (RJ 2014, 781)]. Esta doctrina es igualmente aplicable “a la infracción de las normas que obligan a la empresa de inversión que presta asesoramiento a informarse sobre el perfil del cliente” [STS 558/2019, de 23 de octubre (RJ 2019, 4325)]. Por ejemplo, la “mera infracción de estos deberes, en concreto, en este caso el deber de recabar el test de conveniencia no conlleva por sí sola la nulidad de pleno derecho del contrato”; y dicha conclusión “puede aplicarse también al incumplimiento de obligaciones impuestas por esta normativa distintas de la mera obligación de información al

mercado de valores “no prevén la nulidad de los contratos de inversión en cuya concertación la empresa de inversión haya incumplido los deberes de información, sino sanciones administrativas<sup>137</sup>”. Sin perjuicio de que “la infracción de estos deberes legales de información pueda tener un efecto sobre la validez del contrato, en la medida en que la falta de información pueda provocar un error vicio<sup>138</sup>”.

Pero no podemos descartar que puedan existir casos de nulidad radical en la contratación financiera<sup>139</sup>. La nulidad radical se funda en la protección del interés general en el buen funcionamiento del mercado, que no se confunde con el interés del cliente en la toma de decisiones financieras con conocimiento de causa<sup>140</sup>. Ante incumplimientos de normas imperativas imprescindibles para el buen funcionamiento de los mercados y para que los inversores puedan acceder al mercado de valores con cierta seguridad jurídica, no hay que descartar la nulidad radical del contrato, ex artículo 6.3 del Código Civil<sup>141</sup>. Con las normas de ordenación del mercado de valores

---

cliente”. STS 558/2019, de 23 de octubre (RJ 2019, 4325), en referencia a la falta de adecuación de la oferta al cliente que, no obstante, discute. Según dice esta sentencia: “La razón por la que el juzgado consideró que los productos no eran adecuados a los demandantes no se considera correcta puesto que se afirma que los productos contratados “resultaron ser inadecuados para ese perfil y objetivos de inversión, en la medida en que, según se desprende del dictamen aportado a los autos, [los demandantes] han perdido una parte significativa de sus respectivas inversiones”. La ecuación “inversión con pérdidas = inversión inadecuada” no es correcta, porque supone transformar la obligación de asesoramiento, que es una obligación de medios, en una obligación de resultado, que asegure la obtención de los rendimientos esperados por el cliente, lo que no responde a la naturaleza jurídica del contrato de inversión, incluso cuando conlleva la prestación de asesoramiento”. Pero lo cierto es que la Ley condiciona la oferta a la previa evaluación de la adecuación del producto al perfil del cliente y si el cliente no tiene capacidad para soportar las pérdidas la entidad tiene la obligación legal y contractual de abstenerse de ofrecer el producto. Si lo ofrece infringiendo esta prohibición, la operación es nula de pleno Derecho por infracción de norma imperativa.

137. STS 558/2019, de 23 de octubre (RJ 2019, 4325), ponente José Luis Seoane Spiegelberg.
138. STS 558/2019, de 23 de octubre (RJ 2019, 4325), que consolida doctrina de la STS Pleno 840/2013, de 20 de enero de 2014 (RJ 2014, 781).
139. SSTs 834/2009, de 22 de diciembre (RJ 2010, 703) y 375/2010, de 17 de junio (RJ 2010, 5407). En la primera de ellas se dice que “esta Sala, en aplicación del artículo 6.3 CC, invocado como infringido, tiene declarado que cuando, analizando la índole y finalidad de la norma legal contrariada y la naturaleza, móviles circunstancias y efectos previsibles de los actos realizados, la normativa administrativa resulta incompatible con el contenido y efectos del negocio jurídico deben aplicarse las pertinentes consecuencias sobre su ineficacia e invalidez [STS de 25 de septiembre de 2006 (RJ 2006, 6577)] y no es obstáculo a la nulidad que la prohibición administrativa no tenga carácter absoluto [STS de 31 de octubre de 2.007 (RJ 2007, 8644)]”.
140. “Estamos, en suma, ante una normativa de orden público económico con un claro carácter tuitivo de la parte débil en la contratación, de un modo similar a lo que sucede con la ordenación protectora de los consumidores y usuarios” [STSJ Madrid 13/2015, de 28 de enero de 2015 (JUR 2015, 79489)].
141. Cfr. RODRÍGUEZ ACHÚTEGUI, E.: “La alegación de nulidad en los contratos bancarios”, *Revista Aranzadi Doctrinal*, n.º 3, 2014, pp. 21-28, quien considera que hay base

se trata de preservar la canalización del ahorro hacia la inversión a través del mercado<sup>142</sup>. A través de la CNMV, las normas de ordenación velan “por la transparencia de los mercados de valores, la correcta formación de los precios en los mismos y la protección de los inversores<sup>143</sup>” y por “determinar si la empresa de servicios y actividades de inversión ha cumplido todas sus obligaciones, incluidas las relativas a sus clientes o posibles clientes y a la integridad del mercado<sup>144</sup>”. Las normas de conducta pretenden que las empresas de servicios de inversión actúen “con honestidad, imparcialidad y profesionalidad, en el mejor interés de sus clientes”<sup>145</sup>, para “proteger el interés de los inversores y el buen funcionamiento de los mercados<sup>146</sup>”. De conformidad con estos objetivos, las normas de conducta del mercado de valores son incompatibles con la contratación de productos inadecuados al perfil de los clientes<sup>147</sup>. Por esta razón, al margen de que pueda concurrir error vicio del consentimiento, el incumplimiento grave de las normas de conducta del mercado de valores determina la nulidad radical del contrato.

## 2. ANULABILIDAD

En España hay una jurisprudencia consolidada sobre la relevancia del incumplimiento de las obligaciones de información del prestador de

---

jurisprudencial suficiente para concluir que la vulneración de normas imperativas de la regulación del sector bancario puede acarrear, conforme al artículo 6.3 del CC, la nulidad radical, con la ventaja para el que la esgrime de que el contrato nulo no puede ser confirmado por actos posteriores y que su acción es imprescriptible.

142. Como dice el Tribunal Constitucional: “El concepto de Mercado de Valores no se entiende si no es integrado en el concepto más amplio de “sistema financiero”, del que forma parte. Si por sistema financiero se tiene al conjunto de instituciones, entidades y operaciones a través de los cuales se canaliza el ahorro hacia la inversión, suministrando (oferta) dinero u otros medios de pago para financiar las actividades de los operadores económicos (demanda), el Mercado de Valores no es sino un elemento o parte integrante del sistema financiero” (STC 133/1997, de 16 de junio (RTC 1997, 133), FJ 3.º); “La trascendencia que la normativa reguladora del mercado de valores reconoce a la información sobre los riesgos aparejados a la inversión, al exigir una información completa y comprensible sobre tal cuestión, muestra su relación directa con la función económico-social de los negocios jurídicos que se encuadran en el ámbito de la regulación del mercado de valores” (STS Pleno 769/2014, del 12 de enero de 2015 (RJ 2015, 608), ponente Rafael Saraza Jimena).

143. Artículo 17.2 TRLMV.

144. Véase artículo 194.1 del TRLMV.

145. Artículo 208 del TRLMV.

146. Véase artículo 75.1 del TRLMV.

147. Como señala la STJUE (Sala Cuarta), de 30 de mayo de 2013 (TJCE 2013, 142), caso *Genil vs Bankinter* (asunto C- 604/2011), hay que analizar si el ordenamiento jurídico interno regula las consecuencias contractuales de la inobservancia de dichas obligaciones. Es decir, hay que revisar si el ordenamiento jurídico establece una consecuencia contractual, no administrativa, distinta a la nulidad cuando se vulneran normas imperativas. En este análisis, “la normativa di settore viene qualificata come parametro per valutare la meritevolezza degli interessi” (DELLA NEGRA, F., “I rimedi per la violazione di regole di condotta MiFID II: una riflessione di diritto UE”, *Banca borsa e titoli di credito*, 2020, n.º 5, parte I, p. 722).



servicios de inversión sobre la anulabilidad del contrato por error<sup>148</sup>. El incumplimiento de los deberes de información no comporta necesariamente la existencia del error vicio, pero puede incidir en la apreciación del mismo<sup>149</sup>. Según esta doctrina, el error sustancial debe recaer sobre el objeto del contrato y afectar a los concretos riesgos asociados a la contratación del producto (*error in substantia*)<sup>150</sup>. Constituye un error esencial sobre el objeto y las condiciones del contrato, no informar sobre el emisor del producto o sobre la ausencia de un fondo de garantía<sup>151</sup>. La información, que necesariamente ha de incluir orientaciones y advertencias sobre los riesgos asociados a los instrumentos financieros, es imprescindible para que el cliente minorista pueda prestar válidamente su consentimiento, bien entendido que lo que vicia el consentimiento por error es la falta del conocimiento del producto y de sus riesgos asociados, pero no, por sí solo, el incumplimiento del deber de información<sup>152</sup>. Lo relevante es el

148. Cfr. STS 384/2014, de 7 de julio (RJ 2014, 3541), ponente Francisco Marín Castán, doctrina seguida, entre otras, por las SSTS 385/2014 (RJ 1984, 4313), 387/2014 (RJ 2014, 4315) y 376/2015 (RJ 2015, 4487). En España se ha optado por la nulidad como vía principal de obtener una reparación. Hay razones prácticas para escoger este camino, con devolución de las contraprestaciones del contrato declarado nulo, frente a los difíciles cálculos de la indemnización correspondiente a los daños y perjuicios. Vid. ROPPO, V. y AFFERNI, G.: “Dai contratti finanziari al contratto in genere: punti fermi della Cassazione su nullità virtuale e responsabilità precontrattuale”, *Danno e Responsabilità*, n.º 1, 2006, p. 31.

149. Según dice el Tribunal Supremo: “el incumplimiento de los deberes de información no conlleva necesariamente la apreciación de error vicio, pero no cabe duda de que la previsión legal de estos deberes, que se apoya en la asimetría informativa que suele darse en la contratación de estos productos financieros con clientes minoristas, puede incidir en la apreciación del error” (STS 376/2015, de 7 de julio (RJ 2015, 4487), Ignacio Sancho Gargallo). Muy crítica con esta doctrina que “comporta un evidente riesgo moral”, que desincentiva la adopción de decisiones de inversión racionales por una “protección automática desconectada de causas específicas de justicia material”, véase Alicia AGÜERO ORTIZ: *La evolución de la normativa...*, cit, p. 324-326, tras un exhaustivo análisis de la jurisprudencia (pp. 279-285).

150. Como dice la STS Pleno 769/2014, del 12 de enero de 2015 (RJ 2015, 608), ponente Rafael Saraza Jimena, concurre vicio en el consentimiento por error “por la falta de conocimiento adecuado del producto (...) y de los concretos riesgos asociados al mismo, que determina en el cliente (...) una representación mental equivocada sobre las características esenciales del objeto del contrato, debido al incumplimiento por la empresa de inversión (...) de los deberes de información que le impone la normativa del mercado de valores cuando contrata con clientes respecto de los que existe una asimetría informativa”.

151. Véase STS 376/2015, de 7 de julio (RJ 2015, 4487), Ignacio Sancho Gargallo.

152. La STS Pleno 840/2013, de 20 de enero de 2014 (RJ 2014, 781), ponente Ignacio Sancho Gargallo, aplicada por la 205/2015 (RJ 2015, 1865), que distingue entre el carácter aleatorio de cualquier inversión y la representación real que el cliente tenga en el momento de contratar del riesgo del producto. Hay que advertir que según lo dispuesto en el artículo 209 TRLMV existe un “deber general de información” a todos los clientes incluidos los profesionales, a los que, según el artículo 205.1, se presume “la experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente sus riesgos”. Es contrario al sistema

cumplimiento por parte del intermediario del deber de desvelar al cliente de forma clara y comprensible el riesgo que entraña contratar el producto<sup>153</sup>. La aleatoriedad de la inversión queda en otro plano, a saber, en el del reparto de los riesgos del negocio de inversión<sup>154</sup>.

El deber de información que pesa sobre la entidad financiera incide directamente en la concurrencia del requisito de excusabilidad del error, pues si el cliente minorista estaba necesitado de esa información y la entidad financiera estaba obligada a suministrársela de forma comprensible y adecuada, entonces el conocimiento equivocado sobre los concretos riesgos asociados al producto financiero complejo contratado en que consiste el error le es excusable al cliente<sup>155</sup>. La existencia de deberes legales de información incumplidos por el prestador del servicio de inversión justifica que el error sea excusable<sup>156</sup>. Lo que quiere dejar claro esta jurisprudencia es que la relación entre un cliente minorista cualificado por su experiencia o conocimientos con el banco prestador de servicios de inversión no es de asimetría informativa y no puede ampararse en el incumplimiento de las obligaciones de información para anular el contrato. Al ser un inversor cualificado por sus conocimientos o experiencia no necesita ser informado porque sabe o debía saber lo que estaba adquiriendo. El error, en cualquier caso, no sería excusable en atención a su cualificación. Esta jurisprudencia que crea la figura del «minorista experto» condiciona

---

MiFID considerar que por ser profesional decae la obligación de informar sobre los riesgos.

153. No basta con la voluntad de invertir, es decir de especular, de entrar en el «reino del azar», para descartar el error (en contra, AGÜERO ORTIZ, A.: *La evolución de la normativa...*, cit, pp. 304-309). Hay que “destacar al inversor las diferencias de estos productos y los depósitos bancarios ordinarios en términos de rentabilidad, riesgo y liquidez”, incluyendo “orientaciones y advertencias apropiadas sobre los riesgos asociados” (artículo 210 TRLMV), en los términos reglamentados (artículos 44–51 Reglamento Delegado 2017/565) y concretados en las orientaciones de las autoridades (ESMA, *Questions and Answers On MiFID II and MiFID investor protection and intermediaries topics*, ESMA35-43-349, 21 December 2020).
154. Y desde luego: “el error vicio del consentimiento es totalmente ajeno a la ausencia de una información posterior a la perfección del contrato” (STS 41/2014, de 17 de febrero (RJ 2014, 1862), ponente Jose Ramón Ferrandiz Gabriel).
155. Para que se declare el error es necesario que este sea excusable: “Lo que no cabe es considerar que el error vicio constituye una consecuencia ineluctable de la inexistencia o deficiencia de la información, puesto que puede haber padecido error quien hubiera sido informado –otra cosa es que sea excusable– y, por el contrario, que no lo haya sufrido quien no lo fue” [STS 41/2014, de 17 de febrero (RJ 2014, 1862)].
156. STS 376/2015, de 7 de julio (RJ 2015, 4487), Ignacio Sancho Gargallo. No obstante, el “error que, siendo excusable, vicia el consentimiento es el que recae sobre la naturaleza y los riesgos del producto. Lo que no vicia el consentimiento, y no es por tanto adecuado para justificar la anulación del contrato, es la conducta de quien, conociendo el componente de elevada aleatoriedad del contrato y la naturaleza de sus riesgos, considera que puede obtener ganancias derivadas de esas características del contrato, yerra en el cálculo y, al contrario de lo que previó, obtiene pérdidas, no ganancias”.

los efectos de la falta de información al perfil del cliente. Si el inversor tiene experiencia, la falta de información sobre el emisor del producto puede no dar lugar a la nulidad por error<sup>157</sup>.

Según la jurisprudencia, el cómputo del plazo de caducidad de la acción de anulabilidad se inicia con el evento que permita la comprensión real de las características y riesgos del producto complejo adquirido<sup>158</sup>. Dicha doctrina, “ante los inconvenientes prácticos e inseguridad que hipotéticamente podía generar en determinados casos, se amplió posteriormente entendiendo que el día inicial del cómputo de dicho plazo debía quedar establecido en el momento en que finaliza la relación contractual como fecha de consumación del contrato<sup>159</sup>”. Luego, en cualquier caso, el plazo de caducidad se computa desde la «consumación del contrato»<sup>160</sup>. ¿Pero de qué contrato? ¿De la «comisión de mercado» que da lugar a la adquisición del instrumento financiero o del «contrato financiero» que se adquiere? Lo que queda claro es que la aplicación del plazo de caducidad requiere la

157. En este sentido, la STS 323/2015, 30 de junio (RJ 2015, 2662), ponente Rafael Saraza Jimena considera que la trascendencia que deba darse al perfil del cliente y a su clasificación como cliente minorista “no son cuestiones atinentes a la valoración de la prueba, sino a valoraciones jurídicas de los hechos probados”. Ser cliente minorista no significa, según esta misma sentencia, que “el cliente sea necesariamente un “ignorante financiero”, pues puede ocurrir que clientes que no reúnan los rigurosos requisitos que la normativa MiFID exige para ser considerado como cliente profesional tengan, por su profesión o experiencia, conocimientos profundos de estos instrumentos financieros complejos que les permitan conocer la naturaleza del producto que contratan y los riesgos asociados a él, incluso en el caso de no recibir la información a que la normativa MiFID obliga a estas empresas”. Es una doctrina muy discutible pues los inversores experimentados no tienen dotes adivinatorias. Conocer quién es el emisor o los riesgos del producto es una información esencial tanto para el inversor sin experiencia como con para el experimentado. Según la Corte de Casación italiana “anche l’investitore, speculativamente orientato e disponibile ad assumersi rischi, deve poter valutare la sua scelta speculativa e rischiosa nell’ambito di tutte le opzioni dello stesso genere offerte dal mercato e alla luce dei fattori di rischio che gli sono stati segnalati” (Cassazione Civile, Sentenza 7905/2020, de 17 de abril).

158. Para el Tribunal Supremo, “la consumación del contrato, a efectos de determinar el momento inicial del plazo de ejercicio de la acción de anulación del contrato por error o dolo, no puede quedar fijada antes de que el cliente haya podido tener conocimiento de la existencia de dicho error o dolo” (STS Pleno 769/2014, del 12 de enero de 2015 (RJ 2015, 608), ponente Rafael Saraza Jimena).

159. A partir de la STS 89/2018, de 19 febrero (RJ 2018, 539), M<sup>a</sup> Ángeles Parra Lucan seguida por otras como las SSTs 202/2018, de 10 abril (RJ 2018, 1410), 579/2018, de 17 de octubre (RJ 2018, 4480) y 633/2019, de 25 noviembre (RJ 2019, 4877), según recoge la STS 543/2020 (RJ 2020, 3842).

160. Según lo dispuesto en el artículo 1301 del Código Civil. “Es jurisprudencia consolidada, en la interpretación del artículo 1301 CC, que el cómputo del plazo de cuatro años para el ejercicio de la acción de nulidad empieza a correr «desde la consumación del contrato», y no antes” [STS 576/2020, de 4 de noviembre (RJ 2020, 4171), ponente Ignacio Sancho Gargallo, con cita de las anteriores 89/2018, de 19 febrero (RJ 2018, 539), y 264/2018, de 9 de mayo (RJ 2018, 2005)]. Véase también en este mismo sentido SSTs 160/2018 (RJ 2018, 1511) y 409/2019 (RJ 2019, 2793).

previa determinación del contrato objeto del procedimiento. En una operación de mercado, en la que un intermediario recibe una orden de compra de un instrumento financiero para su ejecución en el mercado, la caducidad puede referirse a la acción de nulidad de la orden de compra, que se consume con la compraventa del instrumento, o a la acción de nulidad del producto o contrato financiero contratado, que tendrá su propia fecha de consumación. Cuando el intermediario acude al mercado secundario solo cabe anular la orden de compra, y el plazo de caducidad se computa desde la fecha de ejecución de la orden en el mercado. La confusión se produce cuando el intermediario da la contrapartida en una negociación por cuenta propia. En este caso, se puede anular la orden compra, pero también se puede pretender anular el contrato de suscripción del producto. Si lo que se pide en la demanda es la nulidad de la orden de compra, la acción caduca al transcurrir el plazo de cuatro años desde la ejecución de la orden, pero si la acción se dirige a la nulidad del negocio de suscripción del instrumento, el plazo de caducidad comenzará desde la fecha de consumación del contrato financiero que se adquiere, ya sea una participación preferente, una permuta financiera (swap) o el instrumento financiero de que se trate. La falta de análisis de las relaciones contractuales lleva a la disparidad de soluciones<sup>161</sup>. De hecho el Tribunal Supremo “de forma un tanto casuística, ha ido distinguiendo entre distintos tipos de contratos para advertir, en función de sus características, cuándo podía considerarse consumados<sup>162</sup>”. En los contratos de suscripción de obligaciones subordinadas y también de participaciones preferentes, entiende “que, en principio, se perfeccionaban desde la adquisición de estos productos<sup>163</sup>”. Sin embargo, para los bonos

161. No puede quedar la caducidad determinada atendiendo al tipo de instrumento financiero, de tal modo que, siendo participaciones preferentes, la consumación y el inicio del cómputo del plazo de caducidad se fijan en la fecha de ejecución de su adquisición y, siendo bonos estructurados o swaps, la consumación y fecha de inicio del cómputo del plazo de caducidad se establece el de la consumación del instrumento derivado [STS 409/2019, de 9 de julio (RJ 2019, 2793), ponente Ignacio Sancho Gargallo]. Véase una descripción de la evolución jurisprudencial en materia de caducidad en Alicia AGÜERO ORTIZ: *La evolución de la normativa...*, cit, pp. 214-216, 231-232.

162. STS 576/2020, de 4 de noviembre (RJ 2020, 4171), ponente Ignacio Sancho Gargallo.

163. Para el Tribunal Supremo, “así como en el caso de las participaciones preferentes o las obligaciones subordinadas, el negocio se consume con la propia adquisición de estos productos, no ocurre lo mismo con los bonos estructurados, en los que, durante un determinado periodo de tiempo, los rendimientos y las pérdidas se van produciendo periódicamente en función del comportamiento que hubieran tenido los valores a los que está ligado” [STS 576/2020, de 4 de noviembre (RJ 2020, 4171), con cita de la anterior 718/2016, de 1 de diciembre (RJ 2016, 5848)]. Sin perjuicio de que “al tiempo de la consumación del negocio todavía no haya aflorado el riesgo congénito al negocio cuyo desconocimiento podía viciar el consentimiento prestado. Es en estos casos, en que la sentencia 769/2014, de 12 de enero de 2015 (RJ 2015, 608), entendió que el momento de inicio del cómputo del plazo debía referirse a aquel en que el cliente hubiera podido tener conocimiento de la existencia de dicho error o dolo” [STS 576/2020, de 4 de noviembre (RJ 2020, 4171)]. Se está refiriendo al «negocio» por el cual se ejecuta el servicio de inversión de negociación por cuenta propia.

estructurados y swaps se da otra solución<sup>164</sup>. Esta jurisprudencia considera que “la consumación de los contratos de swaps debe entenderse producida en el momento del agotamiento, de la extinción del contrato”, pues en “el contrato de swap el cliente no recibe en un momento único y puntual una prestación esencial con la que se pueda identificar la consumación del contrato”, lo cual tampoco se produce en el contrato de inversión sobre participaciones preferentes<sup>165</sup>. Y lo justifica porque en los swaps “no existen prestaciones fijas, sino liquidaciones variables a favor de uno u otro contratante en cada momento en función de la evolución de los tipos de interés”<sup>166</sup>, como si en las participaciones preferentes existieran prestaciones fijas.

Esta vacilante doctrina sobre el inicio del cómputo del plazo de caducidad de las acciones que tienen por objeto instrumentos financieros refleja la necesidad de analizar los negocios que tienen lugar en el mercado financiero, para no confundir el negocio de comisión de mercado con el contrato de inversión que surge al ejecutarse la comisión. Las participaciones preferentes o las obligaciones subordinadas son híbridos que combinan características de las acciones y las obligaciones que la ley encuadra entre los valores negociables; los swaps son instrumentos derivados. Su adquisición crea una relación con el emisor distinta de la relación de intermediación. Si el intermediario, como es habitual, negocia por cuenta propia, se produce la confusión entre su función como intermediario y su posición de contraparte. Cuando la acción se dirija a la nulidad de la comisión de mercado, el cómputo del plazo de caducidad se fija, en principio, en la fecha de consumación de la comisión, es decir, en el momento en que el cliente adquiere el instrumento financiero. Sin embargo, cuando la acción de nulidad se dirija a anular el contrato de inversión, ya sea el de inversión en valores negociables o la toma de posición en un swap mediante su correspondiente confirmación, el plazo de caducidad se inicia con el vencimiento de la inversión o la última liquidación del swap<sup>167</sup>.

164. STS 336/2020, de 22 de junio (RJ 2020, 2271), ponente Ignacio Sancho Gargallo, que consolida la doctrina de la STS 409/2019, de 9 de julio (RJ 2019, 2793).

165. Véase STS 543/2020, de 20 de octubre (RJ 2020, 3842), ponente Antonio Salas Carceller.

166. STS 576/2020, de 4 de noviembre (RJ 2020, 4171), ponente Ignacio Sancho Gargallo.

167. Cuando exista un «encadenamiento de contratos» al amparo de un contrato marco o relación de asesorada, el inicio del cómputo del plazo de caducidad se fija en la fecha de consumación del último producto, como último eslabón de la cadena. Véase SSTS 264/2018 (RJ 2018, 2005), 695/2018 (RJ 2018, 5414) y 346/2019 (RJ 2019, 2634), doctrina aplicada por la SAP Madrid, sección 11ª, 336/2019, de 9 de octubre (JUR 2019, 328072). “En suma, la cadena de reestructuración es completa, por ello la fecha de inicio de la acción se computa tras la consumación del último swap” [STS 476/2019, de 17 de septiembre (RJ 2019, 3603), ponente Francisco Javier Arroyo Fiestas, con cita de las anteriores 19/2016, de 3 de febrero (RJ 2016, 213), y 503/2016, de 19 de julio (RJ 2016, 3221)], pues “en los supuestos de encadenamiento de swaps, cuando uno de ellos es renovación del anterior, operando como antecedente necesario de la contratación del segundo, cabe reputarlos como un único negocio jurídico” [STS

### 3. RESOLUCIÓN DEL CONTRATO

Del incumplimiento de obligaciones esenciales del prestador del servicio de inversión puede derivarse el derecho a solicitar la resolución del contrato de conformidad con lo dispuesto en el artículo 1.224 del Código civil. Sin embargo, la jurisprudencia surgida con la crisis financiera descarta la resolución contractual en la prestación de servicios de inversión por falta de información precontractual, pues dicha falta “no se vincula con el incumplimiento de una obligación en el marco de una relación contractual de prestación de un servicio de inversión, sino que se conecta con la fase precontractual de formación de la voluntad previa a la celebración del contrato<sup>168</sup>”. Cuando lo cierto es que las obligaciones de información en la prestación de servicios de inversión son contractuales ya sea porque derivan de contrato marco o del correspondiente negocio de intermediación, asesoramiento o gestión de cartera. En una operación de mercado, con recepción de órdenes para su ejecución en el mercado, la obligación de informar de los riesgos de producto que se ordena contratar es contractual. Es precontractual en la relación con la ejecución de la compraventa de mercado, pero contractual respecto de la comisión de mercado. A su vez, en una gestión asesorada, la falta de información supondría el incumplimiento de una obligación contractual. Tras contratarse la gestión o el asesoramiento, los actos de gestión o las recomendaciones se condicionan al previo cumplimiento de las obligaciones de información.

### 4. TUTELA RESARCITORIA

Otra vía para obtener reparación por el incumplimiento de normas de conducta en la prestación de servicios de inversión es la resarcitoria. A través de la responsabilidad civil el cliente perjudicado puede obtener de la empresa incumplidora una reparación sin anular el contrato. Es el remedio principal en los ordenamientos de nuestro entorno<sup>169</sup>. La jurisprudencia

---

526/2020, de 14 de octubre (RJ 2020, 3783), ponente Jose Luis Seoane Spiegelberg, con cita de las anteriores 476/2019, de 17 de septiembre, 346/2019, de 21 de junio (RJ 2019, 2634); 695/2018, de 11 de diciembre (RJ 2018, 5414) y 692/2017, de 20 de diciembre (RJ 2017, 5769)].

168. Según la STS Pleno 491/2017, de 13 de septiembre (RJ 2017, 3756), ponente Pedro José Vela Torres, según la cual: “La vulneración de la normativa legal sobre el deber de información al cliente sobre el riesgo económico de la adquisición de participaciones preferentes puede causar un error en la prestación del consentimiento, o un daño derivado de tal incumplimiento, pero no determina un incumplimiento con eficacia resolutoria”, doctrina reiterada entre otras en la STS 172/2018, 23 de marzo (RJ 2018, 1487). No obstante, la anulabilidad por error vicio puede fundarse en informaciones precontractuales al considerar que “la falta de información pueda producir una alteración en el proceso de formación de la voluntad que faculte a una de las partes para anular el contrato” [STS Pleno 491/2017, de 13 de septiembre (RJ 2017, 3756)].

169. BUSCH, D. y VAN DAM, C. (Eds.): *A Bank's Duty of Care*, 2017, passim. En Alemania, tal y como señala el autor BINDER, J. H., las actuaciones negligentes de los intermediarios contrarias a las normas de conducta “will be held liable in damages to their

dencia española la contempla cuando se incumplen obligaciones de información en gestión de carteras<sup>170</sup> o en relaciones asesoradas<sup>171</sup>, si bien la más reciente jurisprudencia funda las condenas no solo en los incumplimientos del deber de informar en este tipo de relaciones, sino también en la falta de adecuación del producto recomendado al perfil inversor “pese a que debió necesariamente analizarlo<sup>172</sup>”. Es una responsabilidad contractual<sup>173</sup>.

clients for breach of contractual duty” (BINDER, J. H., “Germany”, en BUSCH, D. y VAN DAM, C. (Eds.): *A Bank’s Duty of Care*, op. cit. p. 81). En Francia, según el autor BONNEAU, T., el incumplimiento de las obligaciones de información fundamenta “to repair the damage borne by clients” (BONNEAU, T., “France”, en BUSCH, D. y VAN DAM, C. (Eds.): *A Bank’s Duty of Care*, op. cit., p. 121). En Italia, aunque inicialmente se optó por la nulidad, partiendo de la distinción entre normas de validez y normas de conducta, la jurisprudencia se inclina por la compensación de daños, a partir de la STS de 29 de septiembre de 2005 (véase ROSSI, F. y GARAVELLI, M., en BUSCH, D. y VAN DAM, C. (Eds.): *A Bank’s Duty of Care*, op. cit., pp. 153-155), aunque la jurisprudencia más reciente en materia de swaps opte por la nulidad (Sentencia Corte de Casación n.º 8770 12 mayo 2020, por todas). En Holanda, de acuerdo con los autores BUSCH, D., VAN DAM, C. y VAN DER WIELD, B., “In relation to a breach of a bank’s duty of care the most important remedy in practice is a claim for damages” (BUSCH, D., VAN DAM, C. y VAN DER WIELD, B., “Netherlands”, en BUSCH, D. y VAN DAM, C. (Eds.): *A Bank’s Duty of Care*, op. cit. p. 212). En Irlanda, según apunta el autor CLARKE, B.: “A breach of fiduciary duty may give rise to an action for damages” (CLARKE, B., “Ireland”, en BUSCH, D. y VAN DAM, C. (Eds.): *A Bank’s Duty of Care*, op. cit., p. 299). Solo en Austria se aplica en algunos casos la nulidad (RING, J. y SPITZER, M.: “Austria”, en BUSCH, D. y VAN DAM, C. (Eds.): *A Bank’s Duty of Care*, 2017, p. 104).

170. La STS Pleno 244/2013, 18 de abril (RJ 2013, 3387), ponente Rafael Saraza Jimena, condena a un banco gestor de carteras a indemnizar por incumplir sus obligaciones de información “pues tal información no contiene los datos necesarios para que los demandantes pudieran saber que los productos no se ajustaban al perfil de riesgo muy bajo por el que habían optado”. Pero no son los clientes titulares de la cartera quienes deben evaluar su perfil a los efectos de rechazar las inversiones que no resultan adecuadas. Es el banco gestor quien asume el deber de conocer al cliente y evaluar su perfil para conformar la cartera con productos adecuados y abstenerse de incluir los no idóneos. Sobre la falta de diligencia por parte del gestor por una inversión contraria al perfil conservador del cliente se pronuncia la STS, Pleno, 240/2013, del 17 de abril, ponente Francisco Marín Castán, que condena al banco gestor a indemnizar “por haber mantenido una inversión contraria a su perfil conservador, plasmado en el contrato”.

171. La STS 476/2020, de 21 de septiembre (RJ 2020, 3723), ponente Jose Luis Seoane Spiegelberg, citando SSTS 677/2016, de 16 de noviembre (RJ 2016, 6302); 62/2019, de 31 de enero (RJ 2019, 388); 249/2019, de 6 de mayo (RJ 2019, 1921); 646/2019, de 28 de noviembre (RJ 2019, 4999) y 139/2020, de 2 de marzo (RJ 2020, 742), dice: “en el marco de una relación de asesoramiento prestado por una entidad de servicios financieros y a la vista del perfil e intereses de inversión del cliente, puede surgir una responsabilidad civil al amparo del artículo 1101 CC, por el incumplimiento o cumplimiento negligente de las obligaciones surgidas de esa relación de asesoramiento financiero, que causa al inversor un perjuicio consistente en la pérdida total o parcial de su inversión”. Véase también STS 526/2020, de 14 de octubre (RJ 2020, 3783), ponente Jose Luis Seoane Spiegelberg, con cita de las SSTS 677/2016, de 16 de noviembre; 62/2019, de 31 de enero; 303/2019, de 28 de mayo (RJ 2019, 2167); y 165/2020, de 11 de marzo.

172. STS 526/2020, de 14 de octubre, ponente Jose Luis Seoane Spiegelberg.

173. Sobre la responsabilidad extracontractual del «asesor registrado» de emisores con valores admitidos en sistemas multilaterales de negociación, habilitada en el artículo

Conforme al Derecho privado contractual, para que surja el deber de indemnizar debe existir una conducta infractora, un daño ocasionado al cliente, que exista una relación de causalidad entre el incumplimiento y el daño, y, por fin, que el daño sea imputable a la entidad incumplidora<sup>174</sup>. Se requiere en primer lugar una conducta incumplidora. Así ocurre cuando se incumple la obligación de abstención de ofrecer productos inadecuados o se incumple la obligación de informar o de advertir de los riesgos.

La carga de la prueba del cumplimiento de las obligaciones de información recae sobre la entidad prestadora del servicio de inversión como profesional del mercado financiero<sup>175</sup>. Corresponde al obligado, quién además tiene la facilidad probatoria (artículo 217.7 de la LEC)<sup>176</sup>. Luego es la entidad prestadora quien debe probar que ha cumplido sus obligaciones de información<sup>177</sup>. Lo contrario sería hacer recaer sobre el cliente la prueba

---

320.2.i.e) TRLMV y contemplada en artículo 19 del Reglamento general del MAB, véase FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A.; “Responsabilidad civil del asesor registrado por los daños y perjuicios sufridos por los inversores en salidas al MAB: notas sobre la jurisprudencia recaída en torno al caso «Gowex»”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n.º 160, 2020, que comenta la SAP Madrid, sección 11ª, de 13 de febrero de 2019, ponente Jesús Miguel Alemany Eguidazu.

174. “Para que pueda estimarse una acción de indemnización de daños y perjuicios derivados de un incumplimiento contractual es preciso que exista un incumplimiento de una obligación derivada de un contrato (aunque esa obligación sea consecuencia de la regulación legal del contrato) y que ese incumplimiento haya causado un determinado daño que sea imputable jurídicamente al incumplimiento” [STS 558/2019, de 23 de octubre (RJ 2019, 4325), ponente José Luis Seoane Spiegelberg].
175. Aunque falta en Derecho español una norma específica, la jurisprudencia impone al intermediario la carga de la prueba del cumplimiento de las obligaciones, por su mejor posición en relación con las fuentes de prueba [STS Pleno 840/2013, de 20 de enero (RJ 2014, 781), ponente Ignacio Sancho Gargallo], o por ser quien venía obligado a cumplir los deberes de información [SSTS 726/2015, de 22 de diciembre (RJ 2015, 5881), 397/2017, de 27 de junio (RJ 2017, 3033), por todas]. En Italia, el artículo 23.6 del Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria establece que: “Nei giudizi di risarcimento dei danni cagionati al cliente nello svolgimento dei servizi di investimento e di quelli accessori, spetta ai soggetti abilitati l’onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta”.
176. Como dice el Tribunal Supremo en relación con una demanda de inversores frente a un intermediario financiero, la carga de la prueba «correspondía a la demandada, simplemente, por aplicación del principio, reconocido jurisprudencialmente, de su mejor posición en relación con las fuentes de pruebas, lo que hubiera facilitado la adquisición de los datos probatorios oportunos. En suma, como establece el artículo 217 de la Ley de Enjuiciamiento Civil en su párrafo seis, recogiendo criterios jurisprudenciales anteriores a la propia Ley, en la distribución de la carga de la prueba “el Tribunal deberá tener presente la disponibilidad y facilidad probatoria que corresponda a cada una de las partes en litigio”, regla que, indudablemente, desplaza la carga de la prueba hacia la entidad demandada» [STS Pleno 840/2013, de 20 de enero (RJ 2014, 781), ponente Ignacio Sancho Gargallo].
177. En Derecho italiano el artículo 23.6 T.U.F establece que “spetta ai soggetti abilitati l’onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta”. Vid. MAGGIOLLO, M., *Servizi ed attività d’investimento. Prestatori e prestazione*, Giuffrè Editore, 2012, p. 532 y ss.



de un hecho negativo –que la entidad no le ha informado–, lo cual constituye una prueba diabólica<sup>178</sup>. Corresponde al cliente alegar en la demanda el incumplimiento de la obligación del intermediario. El intermediario se libera probando que cumplió la obligación cuyo incumplimiento ha sido alegado por el cliente.

El segundo elemento necesario para que surja la obligación de indemnizar es la existencia de un daño, que se concreta en la pérdida de todo o parte del capital invertido. Le corresponde al cliente demandante acreditar el daño. Es una cuestión repleta de dificultades. La jurisprudencia lo simplifica al considerar que el “perjuicio es la pérdida de la inversión<sup>179</sup>”. El daño se valora por el interés contractual negativo, colocando al cliente en la misma posición que tenía antes de adquirir el producto objeto del servicio de inversión. Se indemniza con la diferencia entre el importe invertido y el valor de mercado del producto en el momento de la estimación de la demanda<sup>180</sup>. La cantidad resultante devengará el interés legal desde la interposición judicial. Si bien, se trata de una *restitutio in integrum*, de forma que “el patrimonio del lesionado quede, por efecto de la indemnización y a costa del responsable del daño, en situación igual o al menos equivalente, a la que tenía antes de haber sufrido el daño<sup>181</sup>”.

Otro elemento esencial de la responsabilidad por daños es la relación de causalidad. Según el Tribunal Supremo, el incumplimiento de las normas de conducta, en concreto la falta de evaluación al cliente mediante el correspondiente test, sirve de base para ejercitar una acción de indemnización de daños y perjuicios “siempre que de dicho incumplimiento se hubiera derivado el perjuicio que se pretende sea indemnizado<sup>182</sup>”. Si bien, al analizar la relación de causalidad, considera que la omisión de la información genera que los inversores asuman inconscientemente un riesgo y es por ello que el perjuicio derivado de la actualización de este riesgo «es una consecuencia natural del incumplimiento»<sup>183</sup>. Existiendo incumplimiento y daño presume la causalidad entre el incumplimiento y el daño: “De tal forma que cabe atribuir al incumplimiento de los deberes inherentes

178. SSAP Ourense, sección 1ª, 472/2019, 3 de diciembre y SAP Castellón, sección 3ª, 660/2019, 29 de noviembre, por todas.

179. Véase, por todas, STS 677/2016, de 16 de noviembre, ponente Rafael Saraza Jimena.

180. Pues a la acción de indemnización de daños y perjuicios se aplica el artículo 1108 Código civil, y no el 1303, que opera respecto de la nulidad contractual [STS 607/2020, de 12 de noviembre (RJ 2020, 4583), ponente Pedro José Vela Torres].

181. STS 525/2015, de 28 de septiembre (RJ 2015, 4368), ponente Eduardo Baena Ruiz.

182. STS 677/2016, de 16 de noviembre (RJ 2016, 6302), ponente Rafael Saraza Jimena, con cita de anteriores 754/2014, de 30 de diciembre (RJ 2014, 6662), 397/2015, de 13 de julio (RJ 2015, 2777), y la 398/2015, de 10 de julio (RJ 2015, 2776). Muy crítica con esta doctrina, considerando que la falta del test de idoneidad en relaciones asesoradas es un incumpliendo no esencial, véase Alicia AGÜERO ORTIZ: *La evolución de la normativa...*, cit, p. 468, tras un completo análisis de la jurisprudencia (pp. 450-467).

183. STS 754/2014, de 30 de diciembre (RJ 2014, 6662), ponente Ignacio Sancho Gargallo.

a la exigencia del test de idoneidad, la consideración de causa jurídica del perjuicio sufrido, pues si no consta que la demandante fuera inversora de alto riesgo, ni que no siéndolo se hubiera empeñado en la adquisición de este bono, el banco debía haberse abstenido de recomendar su adquisición, por lo que, al hacerlo, propició que la demandante asumiera el riesgo que conllevó la pérdida de la inversión<sup>184</sup>”. Luego, una vez constatada la infracción a la norma de conducta, se presume *iuris tantum* la causalidad del daño. Hay una inversión de la carga de la prueba del nexo de causalidad; una presunción jurisprudencial de causalidad entre el incumplimiento de las normas de conducta y la causación del daño<sup>185</sup>. Una presunción que deberá desvirtuar el intermediario para quedar liberado.

Por fin, el cuarto elemento necesario para que surja la obligación de indemnizar es la existencia de un título de imputación del daño al deudor. En el ámbito del mandato mercantil en que nos encontramos, del daño causado por la falta de diligencia responde el comisionista<sup>186</sup>. Según el Tribunal Supremo: “Este incumplimiento grave de los deberes exigibles al profesional que opera en el mercado de valores en su relación con clientes potenciales o actuales constituye el título jurídico de imputación de la responsabilidad por los daños sufridos por tales clientes como consecuencia de la pérdida<sup>187</sup>”. Pero para que el incumplimiento constituya título de imputación jurídica se requiere una relación de causalidad fenomenológica<sup>188</sup>. Si

184. STS 754/2014, de 30 de diciembre (RJ 2014, 6662), 397/2015, de 13 de julio (RJ 2015, 2777) y 398/2015, de 10 de julio (RJ 2015, 2776); citadas por la STS 677/2016, de 16 de noviembre (RJ 2016, 6302), y otras posteriores. Hay aquí una falta de comprensión del régimen legal que regula la prestación del servicio de asesoramiento de inversiones pues si falta el test, o el test realizado no es idóneo, la entidad no debe prestar el servicio y por lo tanto debe abstenerse de recomendar la adquisición del producto por mucho que el cliente se empeñe. Se trata del incumplimiento del estándar mínimo de diligencia y lealtad en la prestación del servicio de asesoramiento financiero [STS 398/2015, de 10 de julio (RJ 2015, 2776)]. Son operaciones nulas de pleno derecho por contrariar una prohibición legal.

185. Exigir que el cliente pruebe cómo habría actuado ante un asesoramiento correcto sería una prueba diabólica, por ello, los tribunales acuden a presunciones judiciales (véase SAP Madrid, sección 11ª, 336/2019, de 9 de octubre (JUR 2019, 328072), ponente Jesús Miguel Alemany Eguidazu, párrafos 123-129; “quien acude a un asesor es probable que tome su decisión sobre la información suministrada y siga la recomendación dada”, párrafo 125). El artículo 304-A, apartado 2, del Código de Valores Mobiliarios portugués establece la presunción de la culpa del intermediario ante el incumplimiento de sus obligaciones profesionales, en estos términos: “A culpa do intermediário financeiro presume-se quando o dano seja causado no âmbito de relações contratuais ou pré-contratuais e, em qualquer caso, quando seja originado pela violação de deveres de informação” (vid. CASTILHO DOS SANTOS, G. A., *Responsabilidade Civil do Intermediário Financeiro Perante o Cliente*, op. cit., pp. 189 y ss.).

186. Artículo 259 del CCom.

187. STS Pleno 244/2013, 18 de abril (RJ 2013, 3387), ponente Rafael Saraza Jimena.

188. “No es correcto afirmar que la jurisprudencia declara que no es necesaria una relación de causalidad entre el incumplimiento atribuible a la empresa de inversión y el daño sufrido por el cliente porque el incumplimiento basta como título de imputación jurídica. El incumplimiento basta como tal título de imputación jurídica

bien, la indemnización de los daños morales exigiría “no solamente que se aprecie una causalidad fenomenológica entre la conducta del demandado y los hechos en que tales daños se concretan (angustia, desazón, ansiedad), sino también que pueda establecerse una imputación objetiva<sup>189</sup>”. En suma, es un sistema que tiende a la responsabilidad objetiva de la entidad prestadora de servicios de inversión. Una vez acreditado el incumplimiento, la existencia de un daño y realizada la valoración jurídica de la relación de causalidad, se considera que el daño resulta imputable a la entidad por haber incumplido el estándar de conducta profesional.

## VI. REFLEXIONES FINALES

La Unión Europea deja a los Estados miembros que establezcan las consecuencias civiles del incumplimiento de las normas de conducta del mercado de valores. Las soluciones son dispares y cada Estado miembro ofrece su propio remedio. En Derecho español los contratos de prestación de servicios de inversión son atípicos y faltan previsiones sobre las consecuencias del incumplimiento de las obligaciones contractuales. No obstante, el artículo 259 del Código de Comercio permite integrar las normas de conducta del mercado de valores en la prestación de servicios de inversión como obligaciones contractuales, de tal modo que el incumplimiento de la diligencia debida, cuyo estándar son las normas de conducta, da lugar como solución natural a la correspondiente indemnización. En congruencia con las demandas más habituales, la jurisprudencia aborda el remedio de la nulidad contractual por error vicio por incumplimiento de las obligaciones de información, descartando, en principio, la nulidad radical por

---

cuando hay una relación de causalidad fenomenológica”. [STS 558/2019, de 23 de octubre (RJ 2019, 4325), ponente José Luis Seoane Spiegelberg]. Así el incumplimiento grave de los deberes de información al cliente y de diligencia y lealtad respecto del asesoramiento financiero, “impone a quien presta un servicio de asesoramiento financiero, una vez determinada la relación de causalidad, puede constituir el título jurídico de imputación de la responsabilidad por los daños sufridos por el cliente que consistan en la pérdida de valor de los productos de inversión adquiridos” [STS 558/2019, de 23 de octubre (RJ 2019, 4325), recogiendo la doctrina de la sentencia 583/2016, de 30 de septiembre (RJ 2016, 4760), en la que se citan las anteriores 244/2013, de 18 de abril (RJ 2013, 3387), 754/2014, de 30 de diciembre (RJ 2014, 6662), 397/2015, de 13 de julio (RJ 2015, 2777) y 398/2015, de 10 de julio (RJ 2015, 2776)].

189. STS 583/2016, de 30 de septiembre (RJ 2016, 4760), ponente Rafael Saraza Jimena, que precisa “cuando se exige indemnización de daños morales por el incumplimiento de un contrato de contenido puramente económico, como es el caso del asesoramiento de inversiones, aunque pudiera entenderse que existe una relación de causalidad fenomenológica entre la conducta del demandado y los daños psicológicos que hubiera podido sufrir el demandante, no puede establecerse una imputación objetiva en base al criterio del fin de protección de la norma cuando explícita o implícitamente no se ha tomado en consideración la vulneración de bienes de la personalidad (tales como la integridad, la dignidad o la libertad personal) en relación con el cumplimiento de las obligaciones contractuales asumidas”.

el incumplimiento de normas imperativas. En el mercado del crédito las demandas se fundan en la abusividad de las condiciones generales que son resueltas en la mayor parte de los casos a favor del consumidor aplicando la doctrina de la «transparencia material» según la cual no basta con informar, al ser necesario que la entidad prestamista pruebe que el cliente ha comprendido el contenido jurídico y económico de la condición general incorporada al contrato. Con esta doctrina cabría anular la mayor parte de las condiciones generales de los contratos financieros pues, por su natural complejidad, resultan de imposible comprensión por el consumidor financiero<sup>190</sup>. Aplica soluciones propias de relaciones de cambio a contratos de colaboración.

Es una opción que crea inseguridad jurídica al dar lugar a la anulación de decenas de miles de contratos financieros. Como reacción, el Tribunal Supremo, con una interpretación *caveat emptor*, ha creado la figura del minorista experto, que se aleja de la integración del Derecho contractual con las normas de conducta. Según esta doctrina, no hay relación de causalidad entre el incumplimiento de las normas de conducta y el daño cuando se trata de un cliente minorista experto. En estos casos, según mantiene esta jurisprudencia, no hay asimetría informativa que justifique el régimen especial. Estos clientes tienen capacidad para conocer lo que adquieren y la falta de información no puede ser causa de la pérdida o el fundamento del error. Esta doctrina convierte a los clientes minoristas con conocimientos o experiencia en clientes profesionales en contra de lo dispuesto en la regulación financiera.

Parte de la doctrina científica se busca un puerto seguro para la industria que aumente la seguridad jurídica. Desde estas posiciones, siempre que el contenido del contrato haya sido depositado y aprobado por el supervisor, se podría considerar que la redacción es clara, legible y comprensible por el cliente, y se podrá presumir que la información proporcionada al inversor es suficiente para que pueda decidir con conocimiento de causa<sup>191</sup>. Según esta propuesta, además de la responsabilidad administrativa, la Ley debería recoger de forma expresa que el incumplimiento de las normas de conducta obliga al intermediario a indemnizar al cliente minorista el perjuicio

190. Si bien, el Tribunal Supremo han precisado que la cláusula “no sea transparente, no quiere decir que siempre y automáticamente sea abusiva” y por tanto nula, pues “la declaración de falta de transparencia sería condición necesaria, pero no suficiente, para la apreciación de la abusividad” [SSTS 595 (RJ 2020, 3963), 596 (RJ 2020, 4227), 597 (RJ 2020, 4601) y 598/2020, de 12 de noviembre (RJ 2020, 4567), caso IRPH].

191. Véase FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A.: “El “private enforcement” en la protección del inversor minorista: de la aplicación de la doctrina del error-vicio en la contratación de productos financieros a una acción de daños específica”, *Revista de Derecho Mercantil*, n.º 315, 2020, pp. 4 y ss.; donde amplía y desarrolla su propuesta inicial publicada en FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A.: “Repensar la protección del inversor: bases para un nuevo régimen de la contratación mobiliaria”, *Diario La Ley*, n.º 8549, 2015, pp. 1 y ss.

ocasionado<sup>192</sup>. Como cierre de la propuesta, la banca podría excluir su responsabilidad en caso de acreditar haber cumplido las normas de conducta. Pero esta propuesta sigue considerando que la transparencia es un requisito suficiente para proteger al inversor, cuando lo cierto es que, a través del contenido del contrato y de los documentos informativos, no se consigue salvar la asimetría que existe entre el profesional financiero y el cliente. Esta propuesta crearía un puerto seguro para la banca, pero sacrificando el interés del cliente en recibir un servicio adecuado a sus necesidades.

Desde perspectivas consumeristas se propone condicionar la participación del consumidor en el mercado financiero a la contratación de asesoramiento independiente o gestión de carteras, con prohibición de la figura del comercial<sup>193</sup>. Con el fin de alinear los intereses se impondría la remuneración por resultados, de un “porcentaje de los beneficios obtenidos por el cliente<sup>194</sup>”. Es una propuesta radical en línea con las tendencias regulatorias. De algún modo propone aplicar a todos los servicios de inversión sobre cualquier tipo de instrumento financiero el test de idoneidad, como ya ocurre con la deuda sometida a rescate interno (*bail-in*)<sup>195</sup>. Condiciona el acceso al mercado a la verificación de la idoneidad en una relación fiduciaria. Pero hay que mantener un equilibrio entre la libertad de acceso a los mercados y la protección del inversor frente a los comportamientos oportunistas de las entidades. El sistema MiFID supera el paradigma de la información propia de la teoría de los mercados eficientes garantizando una oferta de instrumentos financieros adecuada a las necesidades de los clientes que además debe ser conveniente atendiendo a sus conocimientos y experiencia. La gobernanza de productos permite condicionar la distribución a la utilización del asesoramiento o la gestión<sup>196</sup>. De este modo, se puede proteger al cliente minorista frente a la distribución indiscriminada de híbridos, derivados y otros instrumentos financieros complejos de alto

192. Con una indemnización equivalente al importe desembolsado al adquirir el producto más los intereses legales, menos el valor de mercado resultante. Véase FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A.: “El “private enforcement” en la protección del inversor minorista: de la aplicación de la doctrina del error-vicio en la contratación de productos financieros a una acción de daños específica”, *Revista de Derecho Mercantil*, n.º 315, 2020, pp. 4 y ss.

193. Véase AGÜERO ORTIZ, A.: *La evolución de la normativa de protección a los inversores y los remedios aplicados a los contratos de inversión*, Aranzadi, 2020, pp. 484-486, modelo que “trasladaría al profesional la tarea de evaluación del acomodo a las necesidades, objetivos de inversión y situación financiera del inversor, que por sí mismo es incapaz de ponderar” (p. 485).

194. Ob. ul. cit., p. 485.

195. Véase artículo 44 bis Directiva 2019/879.

196. Véase ESMA, *Directrices sobre los requisitos de gobernanza de productos en virtud de MiFID II*, ESMA 35-43-620 ES, 5/2/2018, según las cuales “el productor debe proponer el tipo de servicio de inversión a través del cual los clientes destinatarios deberán o podrán adquirir el instrumento financiero” (p. 9), teniendo en cuenta que “los servicios de asesoramiento financiero y de gestión de carteras permiten proteger mejor a los inversores” (p. 13).

riesgo. Por lo demás, es un sistema en el que rige el principio de mejor ejecución y la actuación en interés del cliente evitando los conflictos de intereses que puedan perjudicar al cliente. Es cierto que siguen existiendo conductas oportunistas y la falta de efectividad del sistema MiFID podría aconsejar condicionar la oferta de cualquier instrumento financiero a la previa verificación de su idoneidad.

Las fichas de datos financieros esenciales, la educación financiera, los avisos de sesgos cognitivos son pasos hacia delante. Todas esas medidas contribuyen a la mejora del mercado. Pero distan de ser la solución. La clave está en la profesionalidad y en la lealtad de los intermediarios. Para lograr un mercado financiero más eficiente hay que cambiar la cultura de los intermediarios. Deben actuar como dice la ley en interés del cliente. Deben convertirse en guías que acompañan a los clientes en la selva financiera<sup>197</sup>.

La seguridad jurídica exige partir de la consideración de los servicios de inversión como contratos de colaboración que se rigen por las normas generales de los obligaciones y contratos, orientadas por los criterios de las autoridades financieras, con aplicación subsidiaria del régimen de la comisión del Código de Comercio. Hay que establecer con claridad en qué casos los intermediarios deben asumir por su *mala praxis* la pérdida del inversor. Lo que está en cuestión no es la aplicación del principio *pacta sunt servanda* en el negocio de inversión. Del mismo modo que el cliente inversor debe cumplir sus obligaciones y asumir sus responsabilidades, también el intermediario debe cumplir, en el marco de la gobernanza del producto, con sus obligaciones, de identificar y calificar al cliente, de evaluar su perfil, de abstenerse de ofrecerle productos no adecuados a su perfil y de ofrecerle información completa y comprensible sobre la naturaleza del producto y sus riesgos, y asumir las consecuencias de su incumplimiento, ya sean indemnizatorias, de resolución contractual o de nulidad del contrato, incluida la nulidad radical en los casos de contravención más grave de normas imperativas.

Con sus altibajos<sup>198</sup>, la jurisprudencia está contribuyendo a la creación de un Derecho contractual de los servicios financieros que integra en el régimen general de las obligaciones y contratos las normas de conducta del mercado financiero<sup>199</sup>. Es un derecho de creación jurisprudencial que dota

197. Del autor, “En defensa de la intuición del inversor”, *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, 20 agosto 2017, párrafo final.

198. Con frecuentes cambios de criterio, como ha ocurrido con las hipotecas multidivisa, los *unit linked*, la retroactividad de la nulidad de las cláusulas suelo, la caducidad de la acción de nulidad o la transparencia del IRPH. A la volatilidad de los mercados se añade la «volatilidad de los tribunales», término acuñado por GRECO, F. y LECCI, M.: “Intermediazione finanziaria tra «precauzione» normativa ed alea giurisprudenziale: possibili rimedi”, *Responsabilità civile e previdenza: Rivista bimestrale di dottrina, giurisprudenza e legislazione*, vol. 83, n.º 3, 2018, pp. 771-776.

199. Primero se armonizan las obligaciones de información y después la gobernanza de productos bajo principios de Derecho privado. Según A. MARCACCI: “from

al sistema financiero de seguridad jurídica. Los criterios de las autoridades financieras orientan esa jurisprudencia. La creación de una autoridad protectora del cliente financiero con capacidad de dictar criterios vinculantes para las entidades financieras puede contribuir al desarrollo de este Derecho contractual<sup>200</sup>. La tarea de crear un «protocolo MiFID» que no desborde el marco legal y reglamentario corresponde a los tribunales pero es una tarea de tal amplitud y complejidad que necesita de la muleta que aporte la nueva autoridad en el ejercicio de sus potestades como mecanismo alternativo de resolución de conflictos.

## VII. BIBLIOGRAFÍA

AGÜERO ORTIZ, A.: La evolución de la normativa de protección a los inversores y los remedios aplicados a los contratos de inversión, Aranzadi, 2020.

AGÜERO ORTIZ, A.: “Responsabilidad por el contenido del folleto frente a inversores cualificados”, *Diario La Ley*, n.º 9585, 2020.

AGÜERO ORTIZ, A.: “Fin del debate: tras el CESR y la Comisión Europea, ahora es el TJUE quien confirma que los préstamos multidivisa no son instrumentos financieros, ni están sujetos a MiFID”, *Blog CESCO*, 6 de diciembre de 2015.

ANDENAS, M., “Foreword”, en D’AMBROSIO, R. y MONTEMAGGI, S. (Eds.): *Private and public enforcement of EU investor protection regulation*, Conference papers, Banca d’Italia, Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale, n.º 90, octubre 2020, pp. 7-20.

ANDENAS, M. y DELLA NEGRA, F.: “Between contract law and financial regulation: towards the Europeanisation of general contract law”, *European Business Law Review*, vol. 28, 2017, pp. 499-521.

ANNUNZIATA, F., “MiFID II as a Template. Towards a General Charter for the Protection of Investors and Consumers of Financial Products and Services in EU Financial Law”, en D’AMBROSIO, R. y MONTEMAGGI, S. (Eds.):

---

negative harmonisation (barriers imposed by national laws on the establishment of the unified market are removed), to positive harmonisation of, first, disclosure-based duties and, then, conduct-of-business requirements (which are used as public enforcement tools rather than private remedies), eventually resulting in public regulation of intra-firm processes led by contract-law principles”, en “European Regulatory Private Law Going Global? The Case of Product Governance”, op. cit., p. 328. Muy crítico con la jurisprudencia española, véase el exabrupto de Ángel CARRASCO PERERA, en “Prólogo” del libro AGÜERO ORTIZ, A.: *La evolución de la normativa de protección a los inversores y los remedios aplicados a los contratos de inversión*, Aranzadi, 2020, p. 29.

200. DELLA NEGRA, F., *MiFID II and Private Law: enforcing EU conduct of business rules*, op. cit., pp. 217 y 218, autor que señala: “call for a more central role for extra-judicial private enforcement mechanisms [...] strengthen the co-ordination between supervisory authorities, on one hand, and national courts and ADR bodies, on the other”. Sin bien el ADR financiero español se sitúa con buen criterio en el ámbito público.

- Private and public enforcement of EU investor protection regulation*, Conference papers, Banca d'Italia, Quaderni di Ricerca Giuridica della Consu- lenza Legale, n.º 90, octubre 2020, pp. 21-57.
- ANTONUCCI, A., *I contratti di mercato finanziario*, Pacini Giuridica, 2018.
- BASSAN, F., *Potere dell' algoritmo e resistenza dei mercati in Italia. La sovra- nità perdida sui servizi*, Rubbettino, Soveria Mannelli, 2019.
- BASSAN, F.: "La riforma della regolazione bancaria. Dalla discrezionalità delle scelte a una flexibilidad de sistema", in *Banca Impresa Società*, n.º 3, 2017, pp. 383-430.
- BINDER, J. H.: "Transnational Fiduciary Law in Financial Intermediation: Are We There Yet? A Case Study in the Emergence of Transnational Legal Ordering", U.C. Irvine J. Int'l Transnat'l & Comp. L., vol. 85, n.º 5, 2020, pp. 85-112.
- BINDER, J. H., "Germany", en BUSCH, D. y VAN DAM, C. (Eds.): *A Bank's Duty of Care*, Hart Publishing, 2017, pp. 61-84.
- BONNEAU, T., "France", en BUSCH, D. y VAN DAM, C. (Eds.): *A Bank's Duty of Care*, Hart Publishing, 2017, pp. 109-134.
- BUSCH, D.: "The influence of the EU prospectus rules on private law", *Capital Markets Law Journal*, 2020, pp. 1-28, DOI: <https://doi.org/10.1093/cmlj/kmaa029>.
- BUSCH, D.: "The Private Law Effect of MiFID: The Genil Case and Beyond", *European Review of Contract Law*, vol. 13, n.º 1, 2017, pp. 70-93, DOI: <https://doi.org/10.1515/ercl-2017-0003>.
- BUSCH, D., COLAERT, V. y HELLINGER, G., "An Assist-Your-Custo- mer Obligation' for the Financial Sector?", en COLAERT, V., BUSCH, D., INCALZA, T. (Eds.): *European Financial Regulation: Levelling the Cross-Sectoral Playing Field*, 2019, pp. 343-375.
- BUSCH, D., VAN DAM, C. y VAN DER WIELD, B., "Netherlands", en BUSCH, D. y VAN DAM, C. (Eds.): *A Bank's Duty of Care*, Hart Publi- shing, 2017, pp. 201-245.
- BUSTO LAGO, J. M.: "Materiales para la construcción de la responsabilidad civil de los terceros de confianza perspectiva desde la responsabilidad civil de auditores y de las agencias de "rating" y la teoría de las "flood" gates", *Anuario da Facultade de Dereito da Universidade da Coruña*, n.º 18, 2014.
- CALLENS, E.: "Recalibrating the Debate on MIFID'S Private Enforceabi- lity: Why the EU Charter of Fundamental Rights is the Elephant in the Room", *European Business Organizations Law Review*, n.º 21, pp. 759- 787, 2020, DOI: <https://doi.org/10.1007/s40804-020-00189-6>.
- CASTILHO DOS SANTOS, G. A., *Responsabilidade Civil do Intermediário Financeiro Perante o Cliente*, Coimbra, 2008.



- CHEREDNYCHENKO, O. O., “Financial regulation and civil liability in European law: towards a more coordinated approach?”, en CHEREDNYCHENKO, O. O. y ANDENAS, M., (Eds.): *Financial Regulation and Civil Liability in European Law*, 2020, pp. 2-46.
- CHEREDNYCHENKO, O. O.: “Rediscovering the public/private divide in EU private law”, *European Law Journal*, 2019, DOI: <https://doi.org/10.1111/eulj.12351>.
- CHEREDNYCHENKO, O. O.: “Contract governance in the EU: conceptualising the relationship between investor protection regulation and private law”, *European Law Journal*, vol. 21, n.º 4, 2015, pp. 500-520, DOI: <https://doi.org/10.1111/eulj.12130>.
- CHEREDNYCHENKO, O. O.: “Financial Consumer Protection in the EU: Towards a Self-Sufficient European Contract Law for Consumer Financial Services?”, *European Review of Contract Law*, Vol. 10, n.º 4, 2014, DOI: <https://doi.org/10.1515/ercl-2014-0022>.
- CLARKE, B., “Ireland”, en BUSCH, D. y VAN DAM, C. (Eds.): *A Bank’s Duty of Care*, Hart Publishing, 2017, pp. 285-327.
- COLAERT, V., “Product Information for Banking, Investment and Insurance Products”, en COLAERT, V., BUSCH, D., INCALZA, T. (Eds.): *European Financial Regulation: Levelling the Cross-Sectoral Playing Field*, 2019, pp. 303-316.
- CONAC, P. H., *Mis-selling of subordinated debt and other junior liabilities and weaknesses of MiFID (I)*, European Parliament, 2018.
- DELLA NEGRA, F., “The civil effects of MiFID II between private law and regulation”, en D’AMBROSIO, R. y MONTEMAGGI, S. (Eds.): *Private and public enforcement of EU investor protection regulation*, Conference papers, Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale, Banca d’Italia, n.º 90, octubre 2020, pp. 115-143.
- DELLA NEGRA, F., *MiFID II and Private Law: enforcing EU conduct of business rules*, Bloomsbury Publishing, 2019.
- DELLA NEGRA, F., “The effects of the ESMA’s powers on domestic contract law”, en ANDENAS, M. y DEIPENBROCK, G. (Eds.): *Regulating and Supervising European Financial Markets*, Springer, Cham, 2016, pp. 139-166.
- DELLA NEGRA, F., “I rimedi per la violazione di regole di condotta MiFID II: una riflessione di diritto UE”, *Banca borsa e titoli di credito*, 2020, n.º 5, parte I, pp. 700-729.
- ENRIQUES, L. y GARGANTINI, M.: “The Expanding Boundaries of MiFID’s Duty to Act in the Client’s Best Interest: The Italian Case”, *Italian LJ*, vol. 3, 2017, pp. 485-510.
- FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A.: “El “private enforcement” en la protección del inversor minorista: de la aplicación de la doctrina

- del error-vicio en la contratación de productos financieros a una acción de daños específica”, *Revista de Derecho Mercantil*, n.º 315, 2020.
- FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A.: “Responsabilidad civil del asesor registrado por los daños y perjuicios sufridos por los inversores en salidas al MAB: notas sobre la jurisprudencia recaída en torno al caso «Gowex»”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n.º 160, 2020.
- FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A.: “Repensar la protección del inversor: bases para un nuevo régimen de la contratación mobiliaria”, *Diario La Ley*, n.º 8549, 2015.
- FERRANDO VILLALBA, M. L.: “Preferentes y otros instrumentos financieros de riesgo: deber de información y buena fe [a propósito de la STS de 18 de abril de 2013 (RJ 2013, 3931)]”, *Revista Aranzadi Doctrinal*, n.º 10, 2014.
- GARRIGUES, J., *Negocios fiduciarios en el derecho mercantil*, Civitas, Madrid, 2016.
- GARRIGUES, J.: “Law of Trusts”, *American Journal of Comparative Law*, vol. 2, n.º 1, 1953, DOI: <https://doi.org/10.2307/837993>.
- GAUDIOSI, G.: “Il valore dell’informazione nella “contrattazione tra ineguali” in materia di investimenti. Riflessioni sulla (presunzione del) nesso di causalità a margine della sentenza Cass. civ. n. 7905/2020”, *Rivista DE IUSTITIA*, junio 2020, disponible en [http://www.deiustitia.it/cms/cms\\_files/20200811100615\\_rrqy.pdf](http://www.deiustitia.it/cms/cms_files/20200811100615_rrqy.pdf).
- GRECO, F y LECCI, M.: “Intermediazione finanziaria tra «precauzione» normativa ed alea giurisprudenziale: possibili rimedi”, *Responsabilità civile e previdenza: Rivista bimestrale di dottrina, giurisprudenza e legislazione*, vol. 83, n.º 3, 2018, pp. 755-782.
- GRUNDMANN, S.: “The Bankinter case on MIFID regulation and contract law”, *European Review of Contract Law*, vol. 9, n.º 3, 2013, p. 267-280, DOI: <https://doi.org/10.1515/ercl-2013-0018>.
- HERNÁNDEZ PAULSEN, G., *La obligación precontractual de la entidad de crédito de informar al cliente en los servicios bancarios y de inversión*, Madrid, 2014.
- NAVARRO FRÍAS, I.: “De sesgos y retrocesiones: MiFID II y las nuevas perspectivas de protección del inversor”, *Revista de derecho del mercado de valores*, n.º 23, 2018.
- MAFFEIS, D.: “L’ufficio di diritto privato dell’intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale”, en MAFFEIS, D. (Dir.), *Swap tra banche e clienti. I contratti e le condotte*, Giuffrè Editore, 2014, pp. 3-31.
- MAGGIOLLO, M., *Servizi ed attività d’investimento. Prestatori e prestazione*, Giuffrè Editore, 2012.

- MARCACCI, A.: “European Regulatory Private Law Going Global? The Case of Product Governance”, *European Business Organization Law Review*, n.º 18, 2017, pp. 305-332, DOI: <https://doi.org/10.1007/s40804-017-0068-0>.
- MARIMÓN DURÁ, R., “Capítulo 1. Cambios en el mercado de crédito: Nuevos operadores y nuevos modelos de negocio”, en MARIMÓN DURÁ, R., MARTÍ MIRAVALLS, J. (Dirs.) y O’FLYNN, A. (Coord.): *Problemas actuales y recurrentes en los mercados financieros: Financiación alternativa, gestión de la información y protección del cliente*, Aranzadi, 2018, pp. 39-104.
- MICKLITZ, H. W.: “The Public and the Private – European Regulatory Private Law and Financial Services”, *European Review of Contract Law*, Vol. 10, n.º 4, 2014, DOI: <https://doi.org/10.1515/ercl-2014-0021>.
- NATOLI, R., *Il contratto “adeguato”. La protezione del cliente nei servizi di credito, di investimento e di assicurazione*, Giuffrè, Milano, 2012.
- NAVARRO FRÍAS, I.: “De sesgos y retrocesiones: MiFID II y las nuevas perspectivas de protección del inversor”, *Revista de derecho del mercado de valores*, n.º 23, 2018, p. 2 y ss.
- PERRONE, A. y VALENTE, S.: “Against All Odds: Investor Protection in Italy and the Role of Courts”, *European Business Organization Law Review*, vol. 13, n.º 1, 2012, DOI: <https://doi.org/10.1017/S156675291200002X>.
- RABITTI, M.: “Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di MiFID II”, *Rivista di Diritto Bancario*, Supplemento Fascicolo I, 2020.
- REIS, N.: “Responsabilidade civil aquiliana do intermediário financeiro – mito ou realidade?”, *Revista de Direito das Sociedades*, vol. 4, 2017, pp. 781-799.
- RING, J. y SPITZER, M.: “Austria”, en BUSCH, D. y VAN DAM, C. (Eds.): *A Bank’s Duty of Care*, Hart Publishing, 2017.
- RODRÍGUEZ ACHÚTEGUI, E.: “La alegación de nulidad en los contratos bancarios”, *Revista Aranzadi Doctrinal*, n.º 3, 2014.
- ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, C.: *El contrato de gestión de carteras de inversión*, Editorial Thomson Reuters Aranzadi, Madrid, 2020.
- ROPPO, V. y AFFERNI, G.: “Dai contratti finanziari al contratto in genere: punti fermi della Cassazione su nullità virtuale e responsabilità precontrattuale”, *Danno e Responsabilità*, n.º 1, 2006.
- ROSSI, F. y GARAVELLI, M., “Italy”, en BUSCH, D. y VAN DAM, C. (Eds.): *A Bank’s Duty of Care*, Hart Publishing, 2017, pp. 135-165.
- RUIZ OJEDA, A.: “Caveat vendor, o el volteo regulatorio de la asignación de riesgos en las transacciones financieras por la normativa MiFID”, *InDret*, 2/2017, pp. 1-30.

- SEVERIN FUSTER, G. F., *Los contratos de servicio: su construcción como categoría contractual, y el derecho del cliente al cumplimiento específico*, FENOY PICÓN, N. (Dir. Tes.), Universidad Autónoma de Madrid, 2014.
- TAPIA HERMIDA, A. J.: “Noción del seguro de vida unit-linked”, *Revista española de seguros: Publicación doctrinal de Derecho y Economía de los Seguros privados*, n.º 176, 2018, pp. 477-506.
- TAPIA HERMIDA, A. J., “Las normas de actuación en el mercado de valores”, en ALONSO UREBA, A. y MARTÍNEZ SIMANCAS, J. (Dirs.): *Instituciones del mercado financiero*, La Ley, Madrid, 1999.
- TUCCI, A.: “Il contratto inadeguato e il contratto immeritevole”, *Contratto e Impresa*, n.º 3, 2017, pp. 921-955.
- VALPUESTA GASTAMINZA, E.: “El cambio de paradigma en la protección del “cliente de productos financieros” [Reglamento (UE) PRIIPS y OM 2316/2015] sujeto protegido y técnica de protección”, *Revista de derecho bancario y bursátil*, Año n.º 38, n.º 154, 2019, pp. 11-46.
- VALPUESTA GASTAMINZA, E.: “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*, vol. 8, n.º 1, 2016, pp. 271-299.
- WALLINGA, M. W., “Chapter 10: MiFID IMiFID II and private law: towards a European principle of civil liability?”, en CHEREDNYCHENKO, O. O. y ANDENAS, M., (Eds.): *Financial Regulation and Civil Liability in European Law*, 2020, pp. 212-241.
- WALLINGA, M. W.: “Why MiFID & MiFID II do (not) matter to private law: liability to compensate for investment losses for breach of conduct of business rules”, *European Review of Private Law*, vol. 27, n.º 3, 2019.
- ZUNZUNEGUI, F.: “La financiarización de la distribución de seguros”, *Revista Española de Seguros*, 2021 (en prensa).
- ZUNZUNEGUI, F.: “Capítulo VIII. Asesoramiento en Ley de crédito inmobiliario”, en PRATS ALBENTOSA, L. (Dir.), *Ley de contratos de crédito inmobiliario. Estudios y comentarios*, Civitas, 2020.
- ZUNZUNEGUI, F.: “En defensa de la intuición del inversor”, *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, 20 agosto 2017.
- ZUNZUNEGUI, F.: “Aproximación a la responsabilidad contractual de los prestadores de servicios de inversión”, *Revista de derecho bancario y bursátil*, n.º 141, 2016, pp. 123-159.