



COMILLAS
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

FACULTAD DE DERECHO

**ASPECTOS JURÍDICOS DE LA
COMERCIALIZACIÓN DE PRODUCTOS
FINANCIEROS COMPLEJOS EN ESPAÑA: LOS
BONOS ESTRUCTURADOS**

Autor: Fernando Sánchez Gómez-Martinho

5º de E-3 D

Área de Derecho Mercantil

Tutor: Pablo Sanz Bayón

Madrid

Abril de 2019

RESUMEN.

El trabajo tiene por objeto el estudio de los aspectos jurídicos de la comercialización de bonos estructurados en España. Con este fin, se expone la naturaleza y sentido financiero del producto, con especial referencia a los riesgos que entraña. A continuación, se describe el régimen legal vigente en la Unión Europea en relación con los instrumentos financieros complejos. Posteriormente, se analizan los procedimientos judiciales que se han suscitado con ocasión de la comercialización de los bonos estructurados, proporcionando una guía con los aspectos procesales y materiales fundamentales. El estudio concluye con la exposición de las conclusiones obtenidas, destacando entre ellas una sucinta propuesta regulatoria.

PALABRAS CLAVE.

Bonos estructurados, instrumentos financieros, productos financieros complejos, inversor minorista, LMV, MiFID, PRIIPs, KID.

ABSTRACT.

The aim of this work is to study the legal aspects of the marketing of structured bonds in Spain. To this end, the nature and financial targets of the product are explained, with special reference to the risks involved. This is followed by a description of the legal framework in force in the European Union in relation to complex financial instruments. Subsequently, the legal proceedings that have arisen on the occasion of the marketing of structured bonds are analyzed, providing a guide with the fundamental procedural and material aspects. The study concludes with a presentation of the conclusions obtained, including a brief regulatory proposal.

KEY WORDS.

Structured notes, financial instruments, complex financial products, retail investor, LMV, MiFID, PRIIPs, KID.

CONTENIDO.

1. INTRODUCCIÓN.....	5
1.1. Justificación.....	5
1.2. Objetivos.....	5
1.3. Metodología empleada.....	6
1.4. Estructura del trabajo.....	6
2. APROXIMACIÓN FUNCIONAL.....	8
2.1. Naturaleza del producto.....	8
2.2. Taxonomía de los productos estructurados.....	10
2.3. Sujetos intervinientes.....	11
2.4. Función económica de los bonos estructurados.....	12
2.5. Riesgos de los bonos estructurados.....	14
2.6. Comercialización de los bonos estructurados.....	15
2.6.1. Comercialización en Europa.....	16
2.6.2. Comercialización en Estados Unidos.....	17
2. MARCO JURÍDICO COMUNITARIO.....	19
2.1. Antecedentes y marco normativo: MiFID II.....	19
2.2. Inclusión de los bonos estructurados en MiFID II.....	20
2.3. Los test de conveniencia e idoneidad.....	21
2.4. El bono estructurado como instrumento financiero complejo.....	22
2.5. Normas de conducta: los deberes de información.....	24
2.6. El nuevo Reglamento sobre PRIIPs.....	27
4. LOS BONOS ESTRUCTURADOS EN ESPAÑA.....	31
4.1. Marco jurídico.....	31
4.2. Práctica procesal y jurisprudencia.....	31
4.2.1. Nulidad y resolución del contrato.....	32
4.2.2. Análisis de la jurisprudencia del Tribunal Supremo.....	35
4.2.3. Guía para la litigación relativa a bonos estructurados.....	46
5. CONCLUSIONES.....	47
REFERENCIAS.....	49
ANEXO I.....	53
ANEXO II.....	55

ÍNDICE DE ABREVIATURAS Y SIGLAS.

AP	Audiencia Provincial.
CC	Código Civil.
CMO	<i>Collateralized mortgage obligation.</i>
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores.
EBA	<i>European Banking Authority.</i>
EIOPA	<i>European Insurance and Occupational Pensions Authority.</i>
ESFS	<i>European System of Financial Supervision.</i>
ESI	Empresa de servicios de inversión.
ESMA	<i>European Securities and Markets Authority.</i>
ETF	<i>Exchange-traded fund.</i>
ETN	<i>Exchange-traded note.</i>
FGD	Fondo de Garantía de Depósitos.
FGI	Fondo de Garantía de Inversiones.
FHLMC	<i>Federal Home Loan Mortgage Corporation, “Freddie Mac”.</i>
FNMA	<i>Federal National Mortgage Association, “Fannie Mae”.</i>
GNMA	<i>Government National Mortgage Association, “Ginnie Mae”.</i>
IOSCO	<i>International Organization of Securities Commissions.</i>
KID	<i>Key information document.</i>
LEC	Ley de Enjuiciamiento Civil.
LGDCU	Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios.
LMV	Ley del Mercado de Valores.
MBB	<i>Mortgage-backed bond.</i>
MiFID	<i>Markets in Financial Instruments Directive.</i>
MiFIR	<i>Markets in Financial Instruments Regulation.</i>
NYSE	<i>The New York Stock Exchange.</i>
OTC	<i>Over-the-counter.</i>
PRIIP	<i>Packaged retail and insurance-based investment product.</i>
PRIP	<i>Packaged retail investment products.</i>
Repo	<i>Repurchase obligation.</i>

SEC	<i>United States Securities and Exchange Commission.</i>
SMN	Sistema multilateral de negociación.
SRI	<i>Summary risk indicator.</i>
STS	Sentencia del Tribunal Supremo.
TS	Tribunal Supremo.
UCITS	<i>Collective Investment in Transferable Securities.</i>

1. INTRODUCCIÓN.

1.1. Justificación.

Los bonos estructurados son instrumentos del mercado de valores cuyo origen obedece al proceso de innovación financiera acontecido durante las últimas décadas del siglo XX y primeras del XXI. Se trata de un producto particularmente complejo por cuanto incorpora derivados a un instrumento de deuda, creando estructuras originales para la determinación de la rentabilidad y flujos de caja de la inversión.

La comercialización de los bonos estructurados, al igual que la de otros instrumentos financieros de igual o menor complejidad, se ha extendido a los inversores minoristas, quienes habitualmente presentan escasos conocimientos financieros y no tienen una plena comprensión de los riesgos asociados al producto. En particular, con ocasión de la crisis económica de 2007, múltiples inversiones en estos instrumentos resultaron fallidas, incurriendo los clientes en cuantiosas pérdidas que luego trataron de recuperar a través de procedimientos judiciales frente a los comercializadores de los productos.

Así pues, se hace conveniente un análisis de la regulación que la Unión Europea ha establecido para la comercialización de estos instrumentos, valorando su capacidad para garantizar la tutela de los derechos del inversor y mitigar su posición desventajosa derivada de la asimetría informativa. Por otra parte, resulta ilustrativo el estudio de la jurisprudencia española en relación con los procedimientos relativos a los bonos estructurados, analizando si las modificaciones en el panorama regulatorio comunitario resultan idóneas para resolver los conflictos manifestados en tales litigios.

En definitiva, este trabajo puede contribuir a la mejora del conocimiento acerca de los aspectos jurídicos relativos a estos productos, esclareciendo las cuestiones fundamentales sobre su comercialización; y, por otra parte, ayudar a la resolución de los conflictos judiciales a los que han dado lugar, relacionando los aspectos sustantivos y procesales que deben ser tenidos en cuenta en esta clase de procesos.

1.2. Objetivos.

Del apartado anterior se infiere que el objetivo general del trabajo es el estudio del marco regulatorio y procesos judiciales vinculados con los bonos estructurados.

Dicho fin se concreta, a su vez, en otros de naturaleza más específica, a saber:

- (i) analizar la naturaleza jurídica de los bonos estructurados;
- (ii) estudiar su regulación a nivel comunitario y nacional;
- (iii) analizar la jurisprudencia de los tribunales españoles en procesos cuyo objeto fuera la comercialización de estos instrumentos;
- (iv) proporcionar una guía sobre esta clase de procesos a potenciales demandantes o demandados;
- (v) valorar la suficiencia e idoneidad de la legislación sobre instrumentos financieros complejos actualmente en vigor; y
- (vi) plantear las alternativas oportunas a implementar por el legislador.

1.3. Metodología empleada.

A los efectos de dar cumplimiento a los objetivos propuestos, el trabajo se fundamentará, en primer lugar, en el estudio de las características financieras de los bonos estructurados, para lo cual se emplearán artículos académicos y libros.

En lo sucesivo, se estudiarán el régimen legal vigente y la jurisprudencia española. Por tanto, las principales fuentes del estudio serán las directivas comunitarias sobre el mercado de instrumentos financieros, sus normas de transposición al ordenamiento español y sentencias de la Sala Primera del Tribunal Supremo.

1.4. Estructura del trabajo.

El trabajo se divide en los siguientes cinco capítulos.

Capítulo 1. Introducción.

Capítulo 2. En esta sección se expone la naturaleza del producto, desarrollando sus características y clasificación. A continuación, se hace referencia a los sujetos que participan en la contratación y se explica la función económica del instrumento y los riesgos que tiene asociados. El capítulo concluye con la evolución de la comercialización en Europa y en Estados Unidos.

Capítulo 3. Este apartado muestra el marco normativo establecido por las directivas MiFID, analizando la inclusión de los bonos estructurados en dicho régimen, y desarrollando las obligaciones más relevantes que en él se contienen para el emisor y el comercializador del producto. Finalmente, se exponen las novedades introducidas por el reglamento de PRIIPs.

Capítulo 4. Se comienza analizando aquí, de forma sucinta, el régimen legal a nivel nacional para, seguidamente, estudiar los procesos judiciales a los que han dado lugar los bonos estructurados. Una vez comentadas las sentencias más ilustrativas, se presenta una guía con los aspectos fundamentales a tener en cuenta en estos litigios.

Capítulo 5. Por último, se exponen las conclusiones obtenidas a lo largo de todos los apartados del estudio, introduciendo valoraciones personales que, en última instancia, se traducen en la propuesta plasmada en el Anexo II del trabajo.

2. APROXIMACIÓN FUNCIONAL.

2.1. Naturaleza del producto.

El término “producto estructurado” no cuenta con una definición pacífica, debido a la amplia variedad de instrumentos financieros que, con características muy dispares, reciben tal consideración. Así, la NYSE¹ lo define como un *instrumento basado en el valor de otro instrumento*. Dicha delimitación conceptual, si bien tiene la virtud de no omitir ninguna modalidad de estructurado, resulta excesivamente amplia, incluyendo otros activos que no son subsumibles en esta categoría. En este sentido, por ejemplo, cualquier opción constituye un instrumento basado en el valor de su subyacente, que bien puede ser otro instrumento financiero.

Así pues, se antoja conveniente una definición más precisa, resultando adecuada al efecto aquella contenida en el glosario de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), según la cual un producto estructurado es un *“activo que se forma combinando dos o más instrumentos financieros, generalmente productos de renta fija e instrumentos derivados”*.² De lo anterior se desprende el elemento diferencial de los estructurados financieros: la unión de dos o más activos³ en un único instrumento, que se comercializa de forma autónoma.

No obstante, la complejidad del concepto hace recomendable una definición aún más detallada, razón por la cual se ha considerado idónea aquella proporcionada por IOSCO⁴, a cuyo tenor los productos estructurados son combinaciones de instrumentos financieros caracterizados por la integración a un instrumento base —como un bono, fondo, depósito o contrato de seguro— de un derivado financiero que proporciona una exposición económica a activos, índices o carteras de referencia. Así, otorgan a los inversores una rentabilidad que estará vinculada al rendimiento del correspondiente activo, índice o cartera⁵. Puede enriquecerse aún más el concepto especificando que el

¹ *The New York Stock Exchange (NYSE): Securities Exchange Act Rel. No. 42746 (May 2, 2000), 65 FR 30171 n.7 (May 10, 2000) (Order Granting Approval to Proposed Rule Change and Amendment No. 1 Thereto Relating to the NYSE's Allocation Policy and Procedures).*

² CNMV: glosario financiero. <http://www.cnmv.es/Portal/Inversor/Glosario.aspx?id=0&letra=P&idlng=1>

³ En la exposición de la naturaleza y sentido financiero de los bonos estructurados se ha optado por emplear un vocabulario económico, a fin de no enturbiar la explicación adelantando consideraciones jurídicas. De ahí la aplicación del término “activo”, sustituido en MiFID I por “instrumento”.

⁴ La *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) es una organización transnacional en la que se integran los supervisores del mercado de valores de distintas jurisdicciones, con el fin de promover la estabilidad financiera a nivel global.

⁵ IOSCO. (2013). *Regulation of Retail Structured Products: Final Report.*

producto podrá incluir más de un derivado financiero, al igual que puede estar referenciado a un solo activo o bien a una combinación de varios, y que los plazos y duración de la inversión están prefijados desde el origen.

De lo anterior se infiere que no han de considerarse productos estructurados las opciones, *swaps* y futuros en la medida en que no se adhieran a un instrumento base. Concluyendo la delimitación negativa del concepto, conviene aclarar que en el ámbito financiero, el término “estructura” abarca cualquier combinación de activos. Así pues, a priori podría resultar razonable considerar productos estructurados los *asset-backed securities*, que conforman el objeto del área conocida en Estados Unidos como “*structured finance*”. Ésta se refiere a aquellos productos nacidos como resultado del proceso de *titulización* (“*securitization*”), consistente en la emisión de un único título (“*security*”) que agrupa diferentes activos del balance de una institución financiera — créditos, arrendamientos, efectos comerciales a cobrar, etc.—, normalmente caracterizados por su escasa liquidez^{6,7}. Dicho proceso, que permite a la institución financiera cubrir su riesgo de crédito y de tipo de interés, elevar su liquidez, facilitar su cumplimiento de los requerimientos prudenciales impuestos por el regulador y obtener comisiones, comenzó en Estados Unidos en 1970, cuando el gobierno federal incentivó la *titulización* de créditos hipotecarios residenciales. Con este propósito, agencias federales o patrocinadas por el gobierno, como GNMA⁸, FNMA⁹ y FHLMC¹⁰, promovieron la contratación de estos activos mediante el ofrecimiento de garantías al inversor¹¹.

La comercialización de productos de deuda estructurados (*asset-backed securities*) se incrementó intensamente desde la década de 1980: así, en 2007 el 40% de la deuda corporativa americana se encontraba respaldada por activos, frente al 4% en 1985¹²; y, mientras que en 2006 más del 67% de créditos hipotecarios residenciales se

⁶ Fabozzi, F. J., & Choudhry, M. (2004). *The Handbook of European Structured Financial Products*. Nueva Jersey: John Wiley & Sons.

⁷ Saunders, A., & Cornett, M. M. (2008). *Financial Institutions Management: A Risk Management Approach*. Nueva York: McGraw-Hill.

⁸ *Government National Mortgage Association*, habitualmente conocida como *Ginnie Mae*.

⁹ *Federal National Mortgage Association*, habitualmente conocida como *Fannie Mae*.

¹⁰ *Federal Home Loan Mortgage Corporation*, habitualmente conocida como *Freddie Mac*.

¹¹ Boemio, T., & Edwards, G. (1989). *Asset Securitization: A Supervisory Perspective*. Federal Reserve Bulletin, 659-669.

¹² Paligorova, T. (2009). *Agency Conflicts in the Process of Securitization*. Bank of Canada Review, 33-47.

habían incorporado a títulos, en 1980 el porcentaje era inferior al 15%¹³. Fruto del proceso de titulización fue la proliferación de activos tales como las *pass-through securities*, las *collateralized mortgage obligations* (CMOs) y los *mortgage-backed bonds* (MBBs), entre otros.

No obstante, si bien los anteriores instrumentos por cuanto combinan una pluralidad de activos presentan una estructura, en el sentido amplio anteriormente expuesto, y, de hecho, conforman el referido concepto de “*structured finance*”, no tienen cabida en la definición de producto estructurado analizada *supra*, ya que no incorporan necesariamente un derivado a un instrumento base. Por tanto, su problemática jurídica, que por otra parte no carece de interés, no será objeto del presente estudio.

En cuanto a su marco de contratación, los productos estructurados se negocian en mercados OTC (*over-the-counter*), lo cual tiene como efecto una liquidez limitada. No obstante, desde el año 2006 se instrumentalizan también en *exchange-traded notes* (ETNs)¹⁴, instrumentos de deuda cuyos flujos de caja dependen del rendimiento de un activo o cartera de activos, y que se hallan sometidos a cotización en bolsas de valores¹⁵.

2.2. Taxonomía de los productos estructurados.

La clasificación de los productos estructurados puede obedecer a múltiples criterios, si bien el más relevante es el instrumento que se toma como base. En este sentido, cabe diferenciar tres tipos de productos¹⁶:

- (i) **bonos estructurados.** En estos casos, se comercializa un bono —habitual, pero no necesariamente, cupón cero— junto con uno o varios derivados referidos a los activos cuyo rendimiento determinará la rentabilidad de la inversión. El plazo de la inversión frecuentemente oscila entre tres meses y tres años, aunque puede ser superior. Los bonos estructurados pueden cotizar en mercados secundarios y su

¹³ Saunders, A., & Cornett, M. M. (2008). *Financial Institutions Management: A Risk Management Approach*. Nueva York: McGraw-Hill.

¹⁴ La primera emisión de ETNs fue efectuada por Barclays Bank PLC en 2006. Se diferencian de los *exchange-traded funds* (ETFs) en que, mientras que estos se instrumentan en fondos que constituyen al inversor como titular de los activos a los que están referenciados, los ETNs son instrumentos de deuda preferente, cuya vinculación al activo subyacente se articula mediante una estructura de derivados.

¹⁵ Divatopoulos, D., Felton, J., & Wright, C. (2010). *Exchange Traded Notes: An Introduction*. *Journal of Investing*, Vol. 19, No.2 (Summer), 27-37.

¹⁶ García Arena, A. (2015). *Estrategias de inversión con productos estructurados*. Madrid: Icade Business School.

capital puede estar garantizado o no. No cuentan con la cobertura del Fondo de Garantía de Depósitos (FGD) ni del Fondo de Garantía de Inversiones (FGI).

- (ii) **Depósitos estructurados.** En este supuesto, el derivado no se vincula a un bono, sino a un depósito. Presentan una liquidez menor que la de los bonos, pero el principal se encuentra garantizado y, además, el inversor queda amparado por el FGD hasta un máximo de 100.000 euros por depósito.
- (iii) **Fondos estructurados.** Al igual que en los dos productos anteriores, se emplean derivados financieros para vincular la rentabilidad, en este caso de una cartera, a los activos de referencia.

Los bonos estructurados también pueden diferenciarse por el tipo de activo al que se hallan referenciados, pero se trataría de una clasificación virtualmente infinita. Así, su rentabilidad puede vincularse a una o varias acciones, índices, *commodities*, divisas, etc. En definitiva, cualquier activo, o incluso el rendimiento comparativo de uno frente a otro.

Finalmente, tiene relevancia la división entre los estructurados que cuentan con garantía de capital a vencimiento, y aquéllos que no la tienen. En los primeros, el inversor tiene garantizado el principal, en la medida en que mantenga la inversión hasta el vencimiento. Sin embargo, tal y como recuerda la SEC¹⁷, la garantía se halla sujeta a la solvencia del emisor del bono. Por su parte, los productos estructurados sin garantía de capital presentan un riesgo superior, ya que el inversor podrá perder la totalidad del importe invertido, riesgo que se justifica en una mayor expectativa de rentabilidad.

2.3. Sujetos intervinientes.

En cuanto a los sujetos, en el mercado de productos financieros estructurados intervienen el emisor, el intermediario o comercializador y el inversor. El primero es quien crea la estructura mediante la combinación de varios instrumentos financieros, y normalmente se trata de un banco de inversión o comercial con una elevada calificación crediticia, ya que el riesgo buscado por el inversor es el asociado a los activos de referencia, no el de crédito del emisor¹⁸. Por su parte, el comercializador, que suele ser una entidad de banca privada o comercial, o bien de asesoramiento financiero, facilita el

¹⁷ La *United States Securities and Exchange Commission* (SEC) es la agencia estadounidense dedicada a la protección del inversor y el mantenimiento de la justicia y eficiencia de los mercados de valores.

¹⁸ Bergstresser, D. (2008). *The retail market for structured notes: Issuance patterns and performance, 1995-2008*. Harvard Business School.

producto al cliente de acuerdo con sus necesidades financieras. Es habitual que el emisor y el comercializador formen parte del mismo grupo, si bien no se da en todos los casos. Respecto al inversor, es decir, el adquirente del producto, resulta relevante que los bonos y depósitos estructurados se dirigen habitualmente a clientes minoristas (“*retail investors*”). Posteriormente se profundizará en este aspecto, ya que la consideración del inversor como minorista o profesional acarrea notables consecuencias.

2.4. Función económica de los bonos estructurados.

Una vez expuesta la naturaleza y tipología de los productos estructurados, procede desarrollar su sentido o función económica, aspecto de gran relevancia jurídica puesto que puede ser identificado con la causa de estos contratos.

Los bonos estructurados son instrumentos financieros específicamente diseñados para proporcionar al inversor un binomio riesgo-rentabilidad personalizado. Precisamente, el empleo de derivados pretende facilitar exposiciones al rendimiento de cualquier tipo de activo, además sin necesidad de adoptar una posición alcista —como suele ser habitual en las inversiones de clientes minoristas—. Para la mejor comprensión del producto, cabe analizar el sentido económico que la emisión de bonos estructurados tiene para cada uno de los actores en ella involucrados.

Como se indicó anteriormente, los bonos estructurados están primariamente diseñados para inversores minoristas, a los que la contratación de estos productos les permite invertir en derivados financieros que, de otro modo, no suelen estar al alcance del público general debido a los elevados costes de transacción que llevan asociados. Por otra parte, la rentabilidad se puede vincular a activos habitualmente ajenos a la clientela minorista, como ciertas *commodities*, y permiten desarrollar alternativas complejas de inversión, irrealizables sin el empleo de derivados. En definitiva, los bonos estructurados permiten al inversor adoptar exposiciones al riesgo que de otro modo le resultarían muy costosas y que, además, le son comercializadas de forma personalizada en función de su apetito por el riesgo. Asimismo, especialmente en contextos económicos de baja rentabilidad, se trata de instrumentos susceptibles de proporcionar un retorno muy elevado. Sin embargo, respecto a los estructurados vinculados a acciones o índices, debe tenerse en cuenta que el inversor no obtiene rentabilidad alguna proveniente del reparto de dividendos, ya que no adquiere el dominio sobre el activo de referencia, como ocurriría si suscribiera directamente una cartera de acciones o un ETF.

El emisor del bono, en principio, emplea dicho instrumento eminentemente como fuente de financiación. Además, debido a su original configuración, puede utilizarlo como estrategia de inversión o de cobertura (“*hedge*”) de riesgo. Adopta una posición opuesta a la del inversor, constituyéndose como contraparte en los contratos de derivados involucrados en la operación, de forma que los retornos de ambos son contrapuestos¹⁹. La emisión puede traer causa de una estrategia de inversión, en cuyo caso la entidad pretende obtener una rentabilidad esperando que los activos de referencia tengan una evolución contraria a la calculada por el inversor; o bien de una operación de cobertura, de forma que el emisor diseñaría una estructura con una exposición económica opuesta a la vigente en su propia cartera. En cualquier caso, a pesar de que la emisión no constituya una estrategia de *hedging*, la entidad en la mayoría de los casos cubre total o parcialmente el riesgo de la exposición nacida del estructurado, bien mediante la contratación de derivados, bien a través de la emisión de otro bono con una exposición contraria.

Recapitulando, a pesar de que el emisor se presente a priori como la contraparte del inversor, en muchos casos será otro sujeto quien finalmente adopte la exposición económica opuesta a la suya²⁰. Asimismo, cabe reseñar que junto con la anterior justificación teórica de la emisión de estructurados conviven opiniones más desconfiadas: en este sentido, algunos autores afirman que estos productos obedecen a la posibilidad que el emisor tiene de ocultar un sobreprecio en la complejidad estratégica del instrumento²¹, especialmente si éste es adquirido por inversores con una formación financiera limitada; así como otros se refieren a la sobreponderación por parte de los inversores de la probabilidad de que se produzcan los escenarios de máxima rentabilidad²².

Por último, el comercializador, a diferencia de los otros dos sujetos, carece de interés directo en la evolución de los activos de referencia. Actúa como un mero intermediario,

¹⁹ Así, por ejemplo, si el bono incorpora una opción “put” sobre el IBEX-35, el inversor será el comprador de la opción y el emisor será el vendedor. Por tanto, mientras que el cliente tendrá interés en una caída de la cotización del índice, el emisor se beneficiará si ocurre lo contrario.

²⁰ Bergstresser, D. (2008). *The retail market for structured notes: Issuance patterns and performance, 1995-2008*. Harvard Business School.

²¹ Carlin, B. I. (2009). *Strategic price complexity in retail financial markets*. Journal of Financial Economics, 278-287.

²² Bernard, C., & Boyle, P. (2008). *Structured Investment Products with Caps and Floors*. University of Waterloo y Wilfrid Laurier University.

Su estudio se centra en los productos estructurados que contienen “caps” y “floors”, es decir, en los que se limita la máxima rentabilidad por periodo que puede lograr el inversor, a la vez que se le garantiza un capital mínimo. Según los autores, los emisores aprovechan un exceso de confianza del inversor en alcanzar los “caps”, e incluso lo promueven mediante las predicciones de posibles escenarios en el folleto.

ofreciendo el producto diseñado por el emisor a los inversores. Esta actividad ha de ser realizada, en principio, en beneficio del inversor, siendo capaz el comercializador de proporcionarle un producto *ad hoc* para sus necesidades financieras. Sin embargo, su habitual vinculación con el emisor, así como el cobro de comisiones por la mera suscripción del producto, pueden dar lugar a conflictos de intereses.

2.5. Riesgos de los bonos estructurados.

Dado que el presente trabajo tiene por objeto el análisis de los aspectos jurídicos de los bonos estructurados, no resulta pertinente realizar aquí una disquisición de todos los riesgos que llevan asociados, máxime habida cuenta de que muchos de ellos son comunes a la mayoría de los instrumentos financieros existentes. Así pues, se procede a exponer las cuestiones que afectan de modo particular a este producto, tomando como referencia la figura del inversor.

El **riesgo de mercado**, es decir, aquél ligado a la evolución del activo de referencia, varía significativamente según cómo se configure el bono estructurado, pudiendo ser tanto muy escaso como muy elevado. Sin embargo, debe precisarse que estos productos habitualmente albergan una gran complejidad, incorporando cestas de activos cuyo comportamiento simultáneo favorable resulta poco probable. Por tanto, puede decirse que, en términos generales, los bonos estructurados presentan un elevado nivel de riesgo —necesario, por otra parte, para generar una expectativa de alta rentabilidad—, si bien dependerá del plazo de la inversión, del activo de referencia, de la calificación crediticia del emisor y, especialmente, de si el principal se encuentra garantizado, puesto que de no estarlo, el inversor puede perder la totalidad del capital. No obstante, no debe obviarse que los bonos estructurados pueden emplearse precisamente para reducir el riesgo de mercado, ya que posibilitan la inversión en activos de renta variable a través de un instrumento con garantía de capital a vencimiento²³. Esto resulta importante, ya que pone de manifiesto que estos productos son adaptables a las necesidades de inversión del cliente, y que su nivel de riesgo de mercado sólo será elevado si el emisor así lo pretende al darles naturaleza.

²³ Un inversor que adquiere acciones de una sociedad se expone a perder todo el capital invertido si la cotización cae hasta cero; en cambio, si compra un bono estructurado con garantía de capital referenciado a dichas acciones, a pesar de no obtener rentabilidad, recuperará el principal.

Vinculado al anterior, los bonos estructurados presentan otro riesgo que, no teniendo cabida en la disciplina económico-financiera, no se ha querido pasar por alto en este análisis: podría denominarse ***riesgo de complejidad del producto***, o ***riesgo de inadecuación del producto***, y se refiere al hecho de que la propia complejidad del bono puede suponer en sí misma un peligro para el inversor. Éste consiste en que el cliente no es capaz de comprender con exactitud cuál es el riesgo de mercado de su inversión, de forma que adquiere un producto que no se adecua a su perfil, habitualmente más conservador. Esto se maximiza cuando el comercializador tampoco tiene un conocimiento preciso sobre el funcionamiento del instrumento. Como se ha dicho, no se trata de un riesgo financiero *stricto sensu*, ya que no depende enteramente del producto sino también del perfil del inversor, pero se ha decidido incluirlo en el estudio por ser uno de los factores que más han contribuido al fracaso de inversiones en bonos restructurados.

El **riesgo de crédito** se refiere a la solvencia o capacidad del emisor del bono de hacer frente a los pagos debidos al inversor. Si bien no difiere del de otros instrumentos financieros, conviene destacarlo en este estudio, ya que es en muchos casos ignorado por el inversor, especialmente al adquirir bonos con capital garantizado, y, como se verá a continuación, ha sido la causa de que muchas inversiones en estos productos hayan resultado fallidas.

Por último, resulta característico de los bonos estructurados el **riesgo de liquidez**. La inversión se constituye por un plazo predeterminado, de modo que el inversor no podrá disponer del principal hasta el vencimiento. En principio, se trata de instrumentos financieros susceptibles de transmisión en un mercado secundario, si bien, debido a su complejidad y su configuración *ad hoc* para el cliente, existen muy pocos compradores potenciales, siendo difícil o, en algunos casos, virtualmente imposible, transformar el producto en liquidez. La participación de *market makers*, así como la instrumentación del producto en ETNs, pueden contribuir a la atenuación de este riesgo.

2.6. Comercialización de los bonos estructurados.

La comercialización de productos estructurados tiene su origen en los primeros años de la década de 1980, con un incipiente mercado entonces dirigido cuasi en exclusiva a

inversores institucionales, pero sería a partir de 1990 cuando se aceleraría la proliferación de estos instrumentos²⁴.

2.6.1. Comercialización en Europa.

Europa ha sido tradicionalmente el principal mercado para los productos estructurados, y todavía hoy se mantiene como la región en la que tienen una mayor difusión. No obstante, pese a su popularización durante las últimas décadas, distan mucho de ser uno de los destinos mayoritarios del ahorro de las familias. Así, sólo un 4% de la renta financiera de los hogares de la Unión Europea se destina a la contratación de estructurados. El mercado de estos instrumentos alcanzó en 2017 la cifra estimada de quinientos mil millones de euros²⁵, frente a los nueve billones de fondos UCITS^{26,27}.

El informe de ESMA²⁸ relativo a las tendencias, riesgos y vulnerabilidades del mercado, en la sección de protección al inversor, efectúa una descripción del panorama actual del mercado comunitario de productos estructurados. Éste ha mostrado una tendencia menguante en cuanto al volumen negociado desde el año 2012, a pesar del aumento del número de productos emitidos, lo cual se halla vinculado con la creciente preferencia por los instrumentos sin garantía de capital a vencimiento, cuyo principal suele ser inferior. La explicación de esta preferencia por los activos sin capital garantizado es la búsqueda de mayores rentabilidades en un escenario de bajos tipos de interés. Además, los estructurados negociados OTC están siendo progresivamente desplazados por otros instrumentos negociados en mercados oficiales, teniendo habitualmente estos últimos un volumen menor. Se observa también una polarización de las inversiones hacia el corto (menor o igual a dos años) o el largo plazo (mayor de seis), en detrimento del medio, así como una clara preferencia por los instrumentos vinculados a índices y,

²⁴ IOSCO. (2013). *Regulation of Retail Structured Products*: Final Report.

²⁵ Tal y como advierte ESMA, la diversidad y complejidad de los productos estructurados, así como la ausencia de información regulatoria, impiden obtener conclusiones sobre el rendimiento y costes de estos instrumentos.

²⁶ Los fondos UCITS (*Collective Investment in Transferable Securities*) son aquéllos domiciliados en un estado miembro que cumplen las condiciones establecidas en la Directiva 2009/65/CE para poder ser distribuidos en el resto de la Unión Europea.

²⁷ ESMA. (2019). *Performance and costs of retail investment products in the EU*. París: European Securities and Markets Authority.

²⁸ La *European Securities and Markets Authority* (ESMA) es una autoridad independiente de la Unión Europea que tiene como objetivos generales la estabilidad del sistema financiero y la protección de los inversores. Es el organismo supervisor de los mercados de capitales y, junto con la *European Banking Authority* (EBA) y la *European Insurance and Occupational Pensions Authority* (EIOPA), que hacen lo propio en el mercado bancario y de seguros, se integra en el *European System of Financial Supervision* (ESFS).

especialmente, acciones, frente a otros subyacentes como tipos de interés, divisas y *commodities*.

Los estados miembros con un mercado mayor de productos estructurados son Alemania, Italia y Francia. En cuanto a España, el valor de los instrumentos estructurados negociados se sitúa ligeramente por debajo de los cuarenta mil millones de euros²⁹.

Los gráficos incluidos en el Anexo I ilustran las principales tendencias en la contratación de estos productos en la Unión Europea.

2.6.2. Comercialización en Estados Unidos.

En Estados Unidos la popularidad de estos instrumentos ha sido menor, especialmente entre los inversores minoristas. Durante los años 2005 y 2006, no obstante, se incrementó la contratación de estructurados, en gran medida debido al impulso de bancos de inversión como J.P. Morgan Chase & Co. y Barclays PLC, que ofrecieron estas inversiones a clientes individuales con rentas elevadas o que buscaban acrecentar sus ingresos de cara a la jubilación³⁰. Así, el valor de los productos estructurados en Estados Unidos superó en 2005 los cincuenta mil millones de dólares³¹, cifra que, aun así, se situaba a por debajo de la mitad del mercado europeo. Al igual que en Europa, la contratación de estos instrumentos se redujo drásticamente con ocasión de la crisis económica de 2007-2008.

Precisamente, la crisis fue el detonante de los numerosos conflictos a los que han dado lugar los productos estructurados y, en particular, los bonos. Estos resultaron ser una inversión fallida para múltiples inversores, especialmente en los casos en los que el capital no se encontraba garantizado. En este sentido, en muchas ocasiones la cotización de los activos de referencia cayó abruptamente, perdiendo el cliente gran parte del principal invertido. En la medida en que estos productos se habían extendido entre el público inversor minorista, el conflicto ha dado lugar a numerosas acciones frente a las entidades comercializadoras, alegándose que éstas habían incumplido sus deberes de información y que les habían ofertado productos inadecuados para su perfil de riesgo.

Asimismo, en otros casos se materializó el anteriormente referido riesgo de crédito en la quiebra de la entidad emisora, como ocurrió en el caso de Lehman Brothers, banco de

²⁹ ESMA. (2018). *Structured Retail Products - the EU market*. ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities no. 2.

³⁰ Laise, E. (2006, 21 de junio). *An Arcane Investment Hits Main Street*. The Wall Street Journal.

³¹ Bethel, J., & Ferrel, A. (2007). *Policy Issues Raised by Structured Products*. The Harvard John M. Olin Discussion Paper Series No. 560.

inversión que emitió poco antes de entrar en concurso diferentes clases de bonos estructurados con capital garantizado a vencimiento³². Cuando la entidad, que contaba con una calificación de A, según Standard & Poor's, y A2, según Moody's, inició el *Chapter 11*³³, los inversores se vieron relegados a la posición de acreedores ordinarios del banco. En 2012, el procedimiento de concurso tan solo les permitió recuperar el 20% de la cantidad invertida³⁴. El colapso de Lehman Brothers dio lugar a condenas en distintas jurisdicciones a entidades que habían comercializado sus bonos, bien por no haber informado correctamente del riesgo asociado al instrumento —incluyendo el riesgo de crédito—, bien por haber colocado el producto aun teniendo información sobre la previsible insolvencia del emisor. Éste es el caso del banco UBS, que en 2013 acordó compensar a los inversores en bonos de Lehman Brothers con ciento veinte millones de dólares en indemnizaciones³⁵.

³² Entre ellos, el Bono BACOM (Bono autocancelable BBVA-France Telecom), que fue comercializado en España por Bankinter. Dicha entidad ha sido en diversas ocasiones condenada a indemnizar a sus clientes por el incumplimiento de sus deberes de información, diligencia y lealtad.

³³ El *Chapter 11* equivale, en Estados Unidos, al procedimiento de concurso, mediante el cual se aspira a la reorganización de la sociedad. Recibe su nombre del cuerpo legislativo en el que se regula: el Capítulo 11 del Título 11 del *United States Code*.

³⁴ Consumer Investor Resource Center. (2016). Obtenido de Lehman Brothers Structured Notes: <http://consumerinvestorresource.com/specific-fraudulent-investments/lehman-brothers-structured-notes/>

³⁵ Stempel, J. (2013, 9 de agosto). *UBS to pay \$120 million in settlement over Lehman notes*. Reuters.

2. MARCO JURÍDICO COMUNITARIO.

2.1. Antecedentes y marco normativo: MiFID II.

En la Unión Europea, el marco regulatorio se caracteriza por la entrada en vigor el 1 de noviembre de 2007³⁶ de la Directiva 2004/39/CE³⁷, habitualmente conocida como MiFID^{38,39}, que pretendía fomentar el grado de armonización pertinente para garantizar la protección del inversor, creando un mercado único en el que las empresas de servicios de inversión (ESIs⁴⁰) puedan prestar sus servicios en toda la Unión Europea, partiendo de la actividad supervisora efectuada en su estado de origen⁴¹.

Con ocasión de la crisis económica comenzada en 2007-2008 se pusieron de manifiesto ciertas deficiencias en el funcionamiento y transparencia de los mercados financieros, por lo que se hizo necesario modificar la regulación MiFID. Dicha modificación se efectuó mediante la promulgación de la Directiva 2014/65/UE⁴² (en adelante, MiFID II) y el Reglamento 600/2014/UE, conocido como MiFIR⁴³. Ambas normas configuran el actual régimen comunitario relativo a los mercados de instrumentos financieros, y aspiran a mejorar la transparencia, la protección del inversor y la confianza, especialmente en el ámbito de mercados extrabursátiles; garantizar que los supervisores cuenten con las competencias necesarias para ejercer sus funciones y abordar ámbitos en los que la anterior regulación no había entrado⁴⁴. El plazo de transposición de la directiva expiró el 3 de julio de 2017.

³⁶ Inversis. (2007). *¿Qué es MiFID y cómo le afecta?*

³⁷ Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo.

³⁸ Las siglas MiFID hacen referencia al nombre de la directiva: “*Markets in Financial Instruments Directive*” (Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros).

³⁹ Díaz Ruiz, E., & Ruiz Bachs, S. (2007). *Transposición de MiFID en España*. Madrid: Uría Menéndez.

⁴⁰ Las ESIs son definidas en el artículo 4.1.1) de MiFID II como “*toda persona jurídica cuya profesión o actividad habituales consisten en prestar uno o más servicios de inversión o en realizar una o más actividades de inversión con carácter profesional a terceros*”.

⁴¹ Directiva 2004/39/CE, exposición de motivos, considerando segundo.

⁴² Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE.

⁴³ Reglamento (UE) n ° 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) n ° 648/2012.

⁴⁴ Directiva 2014/65/UE, exposición de motivos, considerandos tercero y cuarto.

2.2. Inclusión de los bonos estructurados en MiFID II.

A continuación, se analizará el marco regulatorio comunitario de los bonos estructurados. A estos efectos, sólo se hará referencia a MiFID II puesto que es esta directiva la que se halla en vigor, aunque conviene tener en cuenta que gran parte de la regulación ya se había introducido en la directiva de 2014. El primer aspecto a considerar es si estos productos son objeto de la regulación de MiFID II.

Ésta no se refiere de forma expresa a los bonos estructurados, a los que no incluye en la Sección C del Anexo I, donde se enumeran los instrumentos financieros a los efectos de la directiva. Dicho anexo no sólo no menciona los bonos estructurados en particular, sino que no hace referencia expresa a ninguna clase de estructura. Así pues, es preciso discernir si los bonos estructurados constituyen instrumentos financieros a los efectos de MiFID II y, por tanto, les es aplicable el marco regulatorio establecido por esta norma.

El primer argumento para incluir estos productos en el ámbito de aplicación de MiFID II es que la propia directiva sí declara expresamente que los depósitos estructurados quedan bajo su alcance. A pesar de que no se refiere a ellos de forma expresa en la Sección C del Anexo I, y no los califica como instrumentos financieros⁴⁵, les dedica varias menciones a lo largo del texto. Además, en la exposición de motivos, párrafo 39, se dice expresamente que *“conviene incluir los depósitos estructurados en el ámbito de aplicación de la presente Directiva”*. Si un depósito estructurado se halla regido por MiFID II, con mayor razón lo estará un bono, ya que, salvo en este caso particular, los depósitos, incluidos aquéllos vinculados únicamente a tipos de interés, no entran en el ámbito de aplicación de MiFID II. En este sentido se pronuncia la exposición de motivos, según la cual *“los depósitos estructurados han surgido como una nueva forma de producto de inversión, pero no están cubiertos por ningún acto legislativo para la protección de los inversores a nivel de la Unión, mientras que otras inversiones estructuradas sí lo están”*. De esta última frase puede inferirse que los estructurados constituidos sobre un instrumento financiero —como es un bono, a diferencia de un depósito— quedan sometidos a la regulación de MiFID II.

Sin perjuicio del anterior argumento sistemático, la inclusión de los bonos estructurados entre los instrumentos MiFID se desprende de la propia naturaleza jurídica

⁴⁵ ESMA. (2015). *Draft guidelines on complex debt instruments and structured deposits*. Consultation Paper.

del producto. Los estructurados son un ejemplo de hibridación, en los que se agregan dos o más contratos. En el caso de los bonos estructurados, como se ha indicado de forma recurrente, se combinan un bono y uno o varios derivados.

Comenzado por el bono, éste recibe la consideración de valor mobiliario *ex* artículo 4, apartado 44 b) de MiFID II. En la medida en que la Sección C del Anexo I considera instrumentos financieros a los valores mobiliarios, estos se integran en el ámbito de aplicación de la directiva.

Por su parte, la Sección C del Anexo I, apartado cuarto, califica como instrumentos financieros los “*contratos de opciones, futuros, permutas (swaps), acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de derivados relacionados con valores, divisas, tipos de interés o rendimientos, derechos de emisión u otros instrumentos derivados, índices financieros o medidas financieras que puedan liquidarse en especie o en efectivo*”. El apartado siguiente añade a los anteriores los derivados relacionados con materias primas que puedan liquidarse en efectivo.

En definitiva, todos los contratos que conforman la estructura se rigen por MiFID II, razón por la cual no cabe duda de que la directiva ha de aplicarse a los bonos estructurados.

2.3. Los test de conveniencia e idoneidad.

Una vez determinada la aplicabilidad de MiFID II a estos instrumentos, corresponde analizar el régimen que la norma establece para su comercialización.

Puede considerarse que el aspecto más relevante de la directiva es la inclusión de los test de conveniencia e idoneidad, previstos en el artículo 25. El precepto compele a las ESIs que presten servicios de asesoramiento en materia de inversiones o de gestión de carteras a recabar la información del cliente o posible cliente relativa a los siguientes aspectos:

- (i) sus conocimientos o experiencia de inversión respecto al producto de inversión en cuestión;
- (ii) su situación financiera, incluida su capacidad para soportar pérdidas; y
- (iii) sus objetivos de inversión, incluida su tolerancia al riesgo.

La ESI deberá emplear esta información para recomendarle el instrumento financiero idóneo de acuerdo con su perfil, especialmente en lo referente a su tolerancia por el riesgo

y capacidad para soportar pérdidas. Así pues, el test de idoneidad supone la exigencia de realizar la función de asesoramiento con información suficiente sobre las características y preferencias del cliente.

Sin embargo, la obligación no se limita a las ESIs que realicen una actividad de asesoramiento, ya que si prestan cualquier otro servicio de inversión se les exige también requerir información al cliente sobre sus conocimientos o experiencia de inversión previa respecto al producto ofrecido, a fin de evaluar si éste le resulta conveniente. En caso de considerar que no lo es, la ESI le deberá advertir de su opinión. Asimismo, en caso de que el cliente no facilite la información necesaria, se le deberá avisar de que la ESI no está en condiciones de determinar si el producto le resulta conveniente.

En definitiva, la ESI tiene en todo caso la obligación de comprobar la adecuación del producto a las características del cliente, independientemente de si presta un servicio de asesoramiento o no.

2.4. El bono estructurado como instrumento financiero complejo.

Por otra parte, el artículo 25, párrafo cuarto, exime a las ESIs que se limiten a la ejecución o recepción y transmisión de órdenes de clientes de recabar la información sobre el inversor y efectuar los test anteriormente descritos, siempre que se cumplan los siguientes requisitos:

- (i) que los servicios estén relacionados con un instrumento financiero calificado como no complejo;
- (ii) que los servicios se presten a iniciativa del cliente;
- (iii) que se haya advertido al cliente de que la ESI está eximida de las normas de conducta (test de conveniencia e idoneidad); y
- (iv) que la ESI no incurra en conflictos de interés.

Este precepto, por tanto, da lugar a la necesidad de determinar si los bonos estructurados deben ser considerados productos financieros complejos. A tal efecto, la directiva enumera los instrumentos que han de recibir la clasificación de no complejos. En relación con los bonos estructurados, el artículo 25.4 a) ii) tiene la siguiente redacción:

“bonos y obligaciones u otras formas de deuda titulizada, admitidas a negociación en un mercado regulado, en un mercado equivalente de un tercer país o en un SMN⁴⁶, excluidas las que incorporen derivados o incorporen una estructura que dificulte al cliente la comprensión de los riesgos en que incurre”.

Los bonos estructurados, en principio, incorporan derivados y, además, resulta habitual que alberguen una estructura que dificulta al inversor la comprensión de los riesgos. Por tanto, a priori, deben ser considerados productos complejos. A mayor abundamiento, el párrafo décimo del artículo 25 mandataba a ESMA la publicación de unas directrices que especificaran qué instrumentos debe entenderse que incorporan una estructura que dificulta al cliente la comprensión de los riesgos que albergan. Como respuesta a esta remisión, el supervisor publicó las *Directrices sobre instrumentos de deuda complejos y depósitos estructurados*⁴⁷.

En dicho documento se entiende como derivado incorporado al bono a aquel componente del instrumento de deuda que provoca que uno o todos los flujos de caja que de otro modo generaría el instrumento se vean modificados en función de una o varias variables. Los bonos estructurados, tal como han sido anteriormente definidos, albergan un derivado incorporado en los términos establecidos por ESMA. Así pues, son todos productos complejos, sin que sea preciso valorar si presentan una estructura que dificulta al cliente comprender el riesgo, ya que ambos criterios no son cumulativos, sino alternativos.

El informe incluye ejemplos de instrumentos de deuda que incorporan derivados y, en consecuencia, son considerados complejos, como los *convertible bonds*, *exchangeable bonds*, *contingent convertible bonds*, *callable bonds*, y *credit-linked notes*⁴⁸. Cabe apreciar cierta contradicción entre la anterior definición de producto que incorpora un derivado y estos ejemplos, ya que en los instrumentos mencionados el derivado anejo al bono no liga la rentabilidad de éste a la cotización de un subyacente, sino que su función es posibilitar su conversión en un instrumento de participación social —pese a que dicha

⁴⁶ Sistema multilateral de negociación.

⁴⁷ ESMA. (2016). *Guidelines on complex debt instruments and structured deposits*. París: European Securities and Markets Authority.

⁴⁸ Las directrices de ESMA también proporcionan criterios para calificar como complejos a instrumentos de deuda cuya estructura dificulta al cliente la comprensión del riesgo. Pertenecen a esta categoría, entre otros, los instrumentos de deuda titulizada (*asset-backed securities*, *CMBS*, *CDOs*, etc.), instrumentos de deuda subordinada, certificados, bonos perpetuos, e instrumentos vinculados a índices sintéticos.

posibilidad de conversión condicione, aunque no necesariamente determine, el retorno de la inversión—.

2.5. Normas de conducta: los deberes de información.

Aparte de los test de conveniencia e idoneidad, el otro pilar del sistema de protección al inversor de MiFID II se halla en el artículo 24, donde se establecen los deberes de información y se enuncian ciertos principios generales relativos a la contratación de instrumentos.

Comenzando por estos, el precepto insta a los estados miembros a exigir que las ESIs actúen “*con honestidad, imparcialidad y profesionalidad, en el mejor interés de sus clientes*”. Se infiere, por tanto, que no podrán funcionar como meros “vendedores” del producto, desinteresándose por las características del inversor.

A continuación, el artículo 24 requiere a las ESIs que diseñen instrumentos para su venta a clientes que tales instrumentos hayan sido configurados para la satisfacción de las necesidades de un mercado destinatario definido dentro del grupo de clientes correspondiente. Se trata, pues, de una obligación para el emisor del producto. En el caso de los bonos estructurados, estos deberán ser expresamente diseñados para adecuarse a las necesidades de un mercado particular de clientes minoristas, profesionales o contrapartes elegibles. En consecuencia, del texto se entiende que un mismo instrumento no puede ir dirigido a clientelas dispares, evitándose así que se comercialice de forma inadecuada a minoristas productos complejos inicialmente diseñados para inversores profesionales.

En relación con lo anterior, el artículo 16 establece requisitos organizativos para el emisor, que deberá mantener, revisar y gestionar un proceso para la aprobación de cada instrumento. En dicho proceso se especificará un mercado destinatario, evaluando los riesgos que para éste presenta el producto, así como la coherencia de la estrategia de distribución prevista. Asimismo, proporcionará a los comercializadores toda la información necesaria acerca del instrumento y de su proceso de aprobación.

Si las anteriores exigencias se dirigían al emisor, el artículo 24 se refiere también al comercializador, a quien atribuye el deber de comprender las características de los instrumentos que ofrece o recomienda, así como de valorar su adecuación a las necesidades del inversor. Además, sólo podrá recomendar o facilitar el producto al cliente

cuando ello redunde en el interés de éste. Finalmente, el artículo 16 exige que cuente con los mecanismos necesarios para obtener del emisor la información relativa al instrumento y su proceso de aprobación.

Uno de los aspectos fundamentales del régimen de protección del inversor establecido por MiFID lo constituyen los deberes de información precontractual. En virtud del artículo 24, la información proporcionada al cliente, incluida la información publicitaria —que deberá ser inequívocamente identificable como tal—, ha de ser clara, imparcial y no engañosa. A pesar de que esta exigencia resulta predicable de cualquier contrato con condiciones generales de la contratación⁴⁹, la directiva precisa los aspectos a los que se extiende el deber de información. Así, dispone que se deberá facilitar al cliente “*con suficiente antelación información conveniente con respecto a la empresa de servicios de inversión, los instrumentos financieros y las estrategias de inversión propuestas, los centros de ejecución de órdenes y todos los costes y gastos asociados.*”

La ESI, en caso de prestar un servicio de asesoramiento, deberá informar al cliente sobre si lo realiza de forma independiente; también tendrá que especificar si el análisis efectuado tiene carácter general, o bien se ha centrado en una gama restringida de instrumentos financieros y, especialmente, hará constar si la elección de dicha gama obedece a una vinculación jurídica o económica con la empresa de servicios de inversión que los facilita, de modo que su independencia pueda quedar menoscabada. La ESI, además, deberá especificar si proporcionará un análisis periódico sobre la idoneidad del instrumento financiero recomendado al cliente.

Como corolario de lo antedicho, las empresas de servicios de inversión que comercialicen bonos estructurados emitidos o distribuidos por ESIs vinculadas tendrán que informar de esta circunstancia a sus clientes. La directiva no prohíbe, por tanto, la vinculación entre emisor y distribuidor, sino que se conforma con que se informe de ello al inversor.

Por otra parte, se deberá advertir al cliente sobre los riesgos vinculados a la inversión en el instrumento financiero, especificándose si éste fue concebido para su comercialización a un público minorista o profesional.

⁴⁹ Directiva 93/13/CEE del Consejo, de 5 de abril de 1993, sobre las cláusulas abusivas en los contratos celebrados con consumidores.

Asimismo, se exige informar al inversor, al menos anualmente, sobre todos los costes y gastos asociados a la inversión, incluyendo no sólo los correspondientes a la adquisición del instrumento, sino también los del servicio de asesoramiento y otros auxiliares. Específicamente, se deberá dar cuenta de los costes que no estén causados por el riesgo de mercado inherente al producto, de tal forma que el cliente pueda comprender el coste total y su efecto sobre el rendimiento de la inversión. La información se deberá proporcionar de forma comprensible, de manera que los clientes puedan entender la naturaleza y riesgos del instrumento, siendo capaces de tomar sus decisiones de inversión con conocimiento suficiente.

Por otra parte, cuando la ESI preste un servicio de asesoramiento independiente, la directiva le prohíbe la percepción de comisiones de terceros en relación con dicha actividad, salvo los beneficios no monetarios menores dirigidos al aumento de la calidad del servicio, que, en cualquier caso, deberán ser objeto de comunicación al cliente. Además, deberá evaluar una gama suficiente de instrumentos financieros en el mercado, sin limitarse a los de la propia ESI o entidades vinculadas.

Finalmente, el párrafo décimo del artículo 24 pretende evitar que los empleados de las ESIs tengan un interés en la propia colocación del instrumento, desinteresándose por su conveniencia para el cliente. A tal efecto, se prohíbe la remuneración al personal de modo que quede comprometido su deber de actuar en el mejor interés de los clientes. A mayor abundamiento, la directiva no permite la fijación de comisiones u objetivos de ventas para el personal si incentivan la recomendación de un producto determinado a un cliente minorista, pudiendo ofrecerle otro más adecuado.

Los anteriores requerimientos para las empresas de servicios de inversión emisoras y comercializadoras de instrumentos financieros fueron desarrollados por el Reglamento Delegado (UE) 2017/565⁵⁰, en virtud de la habilitación realizada a la Comisión Europea por los artículos 24 y 25 de la Directiva 2014/65.

⁵⁰ Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión de 25 de abril de 2016 por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión y términos definidos a efectos de dicha Directiva.

2.6. El nuevo Reglamento sobre PRIIPs.

Como puede observarse, MiFID II establece un régimen tuitivo para el inversor capaz de proporcionar garantías en la contratación de instrumentos financieros, fortaleciendo la confianza en el sistema. Sin embargo, no debe obviarse que las normas analizadas se dirigen a cualquier clase de producto y, en la mayoría de los casos, hacían abstracción de si el cliente destinatario es minorista o profesional. Los bonos estructurados constituyen un instrumento particularmente complejo, en la medida en que su rentabilidad se halla vinculada al rendimiento de carteras sobre las que el inversor no tiene el dominio. No se antoja razonable, pues, otorgar el mismo nivel de protección a un bono estructurado que a una acción o incluso un bono al uso, especialmente cuando el destinatario de la inversión es un cliente minorista.

Así lo ha entendido el legislador comunitario, que en 2014 optó por un fortalecimiento adicional de los deberes de información con respecto a ciertos productos mediante la promulgación del Reglamento (UE) nº 1286/2014⁵¹. Esta disposición tiene por objeto homogeneizar la información que deberá ser facilitada a los clientes que adquieran los denominados *productos de inversión minorista empaquetados o basados en seguros* (“*packaged retail and insurance-based investment products*”, PRIIPs). Con este fin, el reglamento proporciona directrices para la preparación de un *documento de datos fundamentales* (*key information document, KID*)⁵².

El reglamento integra en su ámbito de aplicación dos tipos de instrumentos: productos de inversión basados en seguros y productos de inversión minorista empaquetados (*packaged retail investment products, PRIPs*). Los bonos estructurados se encuentran en esta última categoría, tal y como se establece en la disposición de motivos, considerando sexto, ya que suponen oportunidades de inversión para clientes minoristas cuyo retorno está vinculado a uno o varios activos de referencia que no son adquiridos directamente por el inversor.

⁵¹ Reglamento (UE) nº 1286/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo 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.

⁵² El reglamento se suma a otras iniciativas, como la publicación por ESMA en 2014 del documento *Structured Retail Products: Good practices for product governance arrangements*. Paris: European Securities and Markets Authority.

Los clientes de este tipo de instrumentos disponen de una información descoordinada que les impide comparar las características de distintos productos, lo cual les ha conducido en muchas ocasiones a tomar posiciones cuyos riesgos y costes desconocen.

El *key information document*⁵³ sólo tendrá que ser elaborado respecto a instrumentos dirigidos a inversores minoristas (*retail investors*), siendo necesario acudir a MiFID II para determinar quiénes pertenecen a esta categoría.

La directiva contempla tres clases de clientes.

(i) Clientes profesionales.

El Anexo II de la directiva contempla cuatro criterios para que un cliente reciba la consideración de profesional:

1. entidades autorizadas para operar en los mercados financieros, incluyendo, *inter alia*, entidades de crédito, ESIs, compañías de seguros, instituciones de inversión colectiva y fondos de pensiones;
2. grandes empresas, siendo tales las que cumplan dos de los siguientes requisitos:
 - a. activo superior a 20.000.000 euros,
 - b. volumen de negocios neto superior a 40.000.000 euros, y
 - c. fondos propios superiores a 2.000.000 euros;
3. gobiernos nacionales y regionales, bancos centrales, Banco Mundial, Banco Central Europeo, y organizaciones internacionales análogas; y
4. otros inversores institucionales cuya actividad sea la inversión en instrumentos financieros.

(ii) Contrapartes elegibles.

Comprende a las entidades que actúan con frecuencia en los mercados financieros. Se trata de un subgrupo de clientes profesionales, que incluye, *ex artículo 30 de MiFID II*, a las entidades de crédito, ESIs, compañías de seguros, y gobiernos nacionales, entre otros.

⁵³ La obligación de publicar el *key information document* comenzó en enero de 2018. En su informe *Performance and costs of retail investment products in the EU (2019)*, ESMA manifiesta la expectativa de que la aplicación del reglamento sobre PRIIPs contribuya al conocimiento de datos sobre los productos estructurados comercializados a minoristas y, en concreto, sobre los gastos y comisiones asociados.

Esta categoría sólo opera respecto a los servicios de recepción y transmisión de órdenes, negociación como agente y negociación por cuenta propia⁵⁴.

(iii) Clientes minoristas.

Su delimitación es negativa: serán clientes minoristas aquéllos que no puedan ser calificados como profesionales ni contrapartes elegibles.

Las ESIs, cuando consideren que un cliente es profesional, deberán comunicarle tal circunstancia. No obstante, éste podrá pactar con la ESI ser tratado como cliente minorista, recibiendo un mayor nivel de protección. Por su parte, la directiva proporciona criterios cuyo cumplimiento habilita a los clientes minoristas para ser tratados como profesionales si así lo solicitan.

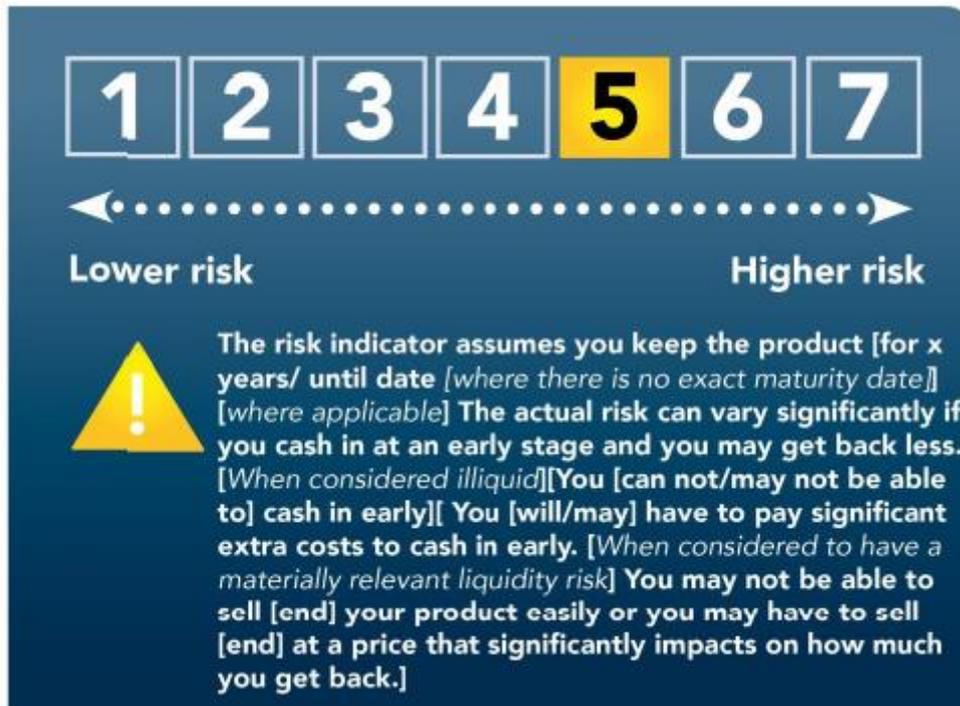
Cuando el bono estructurado vaya a ser comercializado a clientes minoristas, el creador del instrumento deberá redactar el *key information document*, dando cumplimiento a los requisitos de contenido y formato establecidos en el reglamento. Según éste, la información deberá ser presentada en un documento de máximo tres caras en tamaño A4, redactado con claridad y con una presentación y estructura que faciliten la comprensión por el cliente.

Si el reglamento sobre PRIIPs ya alcanza una notable precisión —por ejemplo, dispone que, en caso de emplear colores, la impresión a blanco y negro no deberá perjudicar la información— el reglamento delegado de desarrollo⁵⁵ prácticamente elimina cualquier discrecionalidad por parte del creador del producto, proporcionando modelos en sus anexos.

⁵⁴ CNMV. (2017). *Preguntas y respuestas sobre la aplicación de la Directiva MiFID II*. Madrid: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

⁵⁵ Reglamento Delegado (UE) 2017/653 de la Comisión de 8 de marzo de 2017 por el que se completa el Reglamento (UE) no. 1286/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista empaquetados y los productos de inversión basados en seguros, mediante el establecimiento de normas técnicas de regulación respecto a la presentación, el contenido, el examen y la revisión de los documentos de datos fundamentales y las condiciones para cumplir el requisito de suministro de dichos documentos.

A título de ejemplo, obsérvese en la Ilustración 1 el formato previsto para la presentación del indicador resumido de riesgo (*summary risk indicator, SRI*):



*Ilustración 1. SRI normalizado según el reglamento de desarrollo de PRIIPs.
Fuente: Reglamento Delegado (UE) 2017/653*

Del análisis conjunto de los reglamentos MiFID II y PRIIPs y sus normas de desarrollo puede concluirse que los inversores cuentan con una protección harto exhaustiva ante la comercialización de instrumentos financieros y que, en el caso de los bonos estructurados dirigidos a clientes minoristas, las garantías son todavía mayores⁵⁶. La principal causa de la litigiosidad a la que han conducido estos productos comercializados antes y durante la crisis financiera era la falta de información precontractual, circunstancia que parece difícil de producirse con el panorama regulatorio actual. En la medida en que la ESI cumpla con los deberes establecidos en los reglamentos, el cliente estará suficientemente prevenido de los riesgos a los que se deberá enfrentar si adquiere el producto. Además, la comprobación de dicho cumplimiento no resulta ardua, ya que la normativa ha alcanzado un elevado nivel de precisión que reduce el ámbito interpretativo.

⁵⁶ A lo que habría que añadir la regulación en materia de condiciones generales de la contratación y de contratos con consumidores y usuarios, que a su vez establecen un marco garantista al que no se ha hecho referencia dada la protección que por sí misma ofrece la normativa del mercado de instrumentos financieros.

4. LOS BONOS ESTRUCTURADOS EN ESPAÑA.

4.1. Marco jurídico.

La comercialización de instrumentos financieros en España se encuentra sometida a la Ley del Mercado de Valores (LMV)⁵⁷, cuyo texto transpone el régimen de MiFID II. Al igual que en la directiva, no se incluyen expresamente los bonos estructurados en el Anexo, donde se relacionan los instrumentos financieros comprendidos en el ámbito de aplicación de la ley. Sin embargo, su inclusión se infiere de las mismas razones —naturaleza jurídica del instrumento, referencia a los depósitos estructurados—, además del propio hecho de quedar regulados por MiFID. Por esta misma razón, reciben la consideración de productos complejos.

La LMV replica el régimen comunitario en materia de asesoramiento en materia de inversión y comercialización de instrumentos financieros. Así, el Título VII se refiere a las normas de conducta de los prestadores de servicios de inversión, incorporando al ordenamiento español los deberes de actuación —diligencia, transparencia, evitar conflictos de interés—, test de conveniencia e idoneidad y deberes de información. A su vez, se reproduce la clasificación tripartita de clientes, aunque los criterios para la consideración como profesional se dejan al desarrollo reglamentario.

4.2. Práctica procesal y jurisprudencia.

Como puede comprobarse, la legislación española constituye en la mayoría de los aspectos un mero reflejo del marco regulatorio establecido a nivel comunitario. Por esta razón, se ha considerado que el mayor interés jurídico se encuentra en el análisis de los litigios surgidos con ocasión de la comercialización de bonos estructurados. Estos productos han resultado en múltiples ocasiones inversiones ruinosas, por lo que han sido numerosos los procesos judiciales en los que los clientes han tratado de ser indemnizados, o bien de lograr la recíproca restitución de las prestaciones efectuadas con arreglo al contrato.

A estos efectos, se estudiarán determinadas sentencias del Tribunal Supremo con el fin de proporcionar una guía que pueda orientar al inversor o entidad bancaria que vayan

⁵⁷ Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores. BOE núm. 255, de 24/10/2015.

a verse envueltos en un procedimiento con este objeto en el futuro. Se valorarán, pues, distintos aspectos, tales como las diferentes vías para deshacer los efectos de la transacción —acción de anulación, nulidad, resolución—, la legitimidad activa y pasiva, y la caducidad de la acción.

Conviene subrayar que la práctica totalidad de las sentencias dictadas por el Tribunal Supremo se refiere a productos comercializados con anterioridad a la entrada en vigor del régimen MiFID en España, lo cual tuvo lugar con la promulgación de la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores⁵⁸. Merece la pena destacar, por otra parte, que las particularidades de los bonos estructurados en esta clase de procesos son en muchos casos comunes a otros productos financieros complejos —en particular, los contratos de permuta financiera o *swaps* han dado lugar a numerosos pronunciamientos judiciales—; no obstante, en la medida de lo posible se ha tratado de emplear sentencias relativas a bonos estructurados.

4.2.1. Nulidad y resolución del contrato.

Cuando un cliente ha perdido la totalidad o una parte significativa de la inversión efectuada, y considera que no fue debidamente informado de los riesgos del bono estructurado con anterioridad a la celebración del contrato o durante la ejecución del mismo, la primera cuestión que debe plantearse es cuál es la acción que ha de ejercitar.

El derecho español contempla tres acciones cuyo efecto es la restitución recíproca de las prestaciones. Son las siguientes:

(i) Nulidad de pleno derecho (artículo 6 del Código Civil⁵⁹).

Según el precepto, “*los actos contrarios a las normas imperativas y a las prohibitivas son nulos de pleno derecho, salvo que en ellas se establezca un efecto distinto para el caso de contravención*”.

Como se ha desarrollado supra, la LMV y su normativa de desarrollo establecen normas de conducta y obligaciones de información a las ESIs que comercialicen

⁵⁸ Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. BOE núm. 304, de 20 de diciembre de 2007, páginas 52335 a 52384.

⁵⁹ Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil. Gaceta de Madrid núm. 206, de 25/07/1889.

instrumentos financieros. Además, a pesar de que su desarrollo y concreción fueran menores, la Ley 24/1988, de 28 de julio^{60,61} y el Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo⁶², ya enunciaban dichos deberes.

En consecuencia, la inobservancia de la legislación del mercado de valores por parte de la ESI en el momento de la comercialización constituiría un acto contrario a normas imperativas que, por lo tanto, habría de ser sancionado con la nulidad. Ésta tiene efectos *ex tunc* y opera *ipso iure*, sin que sea necesaria su declaración judicial más que para desvirtuar la apariencia de validez. Asimismo, la nulidad es insubsanable por el paso del tiempo, y la acción para declararla no está sometida, en principio, a prescripción ni caducidad.

(ii) Nulidad relativa o anulabilidad (artículo 1300 del Código Civil).

Dicho artículo dispone que podrán ser anulados los contratos en los que concurran los requisitos del artículo 1261 “*siempre que adolezcan de alguno de los vicios que los invalidan con arreglo a la ley*”, a pesar de que no supongan una lesión para las partes.

Los mencionados requisitos del artículo 1261 son los comunes a todo contrato, a saber, consentimiento, objeto y causa. El artículo 1300 no se refiere a los supuestos en los que no se dé alguno de estos requerimientos, en cuyo caso el contrato será inexistente, sino a aquéllos en los que concurra un vicio sobre ellos. En tal caso el contrato existirá, pero será anulable.

En lo que se refiere a la contratación de productos estructurados complejos, el vicio más recurrente es aquél que recae sobre el consentimiento. Según el artículo 1265 del Código Civil (CC), éste será nulo si fue prestado por error, violencia, intimidación o dolo. En concreto, la jurisprudencia ha apreciado en numerosas ocasiones que la ausencia, insuficiencia o imprecisión de información precontractual conduce al cliente a incurrir en vicio de error. Con arreglo al artículo 1266 CC, el error, para invalidar el consentimiento, habrá de recaer “*sobre la sustancia de la cosa que fuere objeto del contrato, o sobre aquellas condiciones de la misma que principalmente hubiesen dado motivo a celebrarlo*”.

⁶⁰ Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. BOE núm. 181, de 29/07/1988.

⁶¹ Esta disposición albergaba la regulación española del mercado de valores con anterioridad a la transposición de MiFID I.

⁶² Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios. BOE núm. 121, de 21 de mayo de 1993, páginas 15389 a 15395.

Por otra parte, a pesar de que no lo menciona expresamente el Código Civil, para que el error sea invalidante la jurisprudencia exige adicionalmente que sea excusable⁶³, recibiendo tal consideración si pudo ser evitado empleando una diligencia media, de acuerdo con la buena fe⁶⁴.

Los efectos de la anulación del contrato son los contemplados en el artículo 1303 del Código Civil, que preceptúa lo siguiente:

“Declarada la nulidad de una obligación, los contratantes deben restituirse recíprocamente las cosas que hubiesen sido materia del contrato, con sus frutos, y el precio con los intereses, salvo lo que se dispone en los artículos siguientes.”

Por tanto, la declaración de nulidad también tiene en este caso efectos *ex tunc*, pero no opera *ipso iure*: el contrato produce efectos, pero estos son claudicantes. La acción para la anulación del contrato se encuentra sometida al plazo de caducidad de cuatro años (artículo 1301).

(iii) Resolución del contrato (artículo 1124 del Código Civil).

El artículo 1124 del Código Civil dice así:

“La facultad de resolver las obligaciones se entiende implícita en las recíprocas, para el caso de que uno de los obligados no cumpliera lo que le incumbe.

El perjudicado podrá escoger entre exigir el cumplimiento o la resolución de la obligación, con el resarcimiento de daños y abono de intereses en ambos casos. También podrá pedir la resolución, aun después de haber optado por el cumplimiento, cuando éste resultare imposible (...).”

Por su parte, el artículo 1101 CC establece la obligación de indemnizar de los daños y perjuicios a aquéllos que contravinieren el tenor de sus obligaciones, o en su cumplimiento incurrieren en dolo, negligencia o morosidad.

Así pues, a pesar de que el contrato se constituya válidamente, el incumplimiento de sus obligaciones por una de las partes faculta a la otra a instar su resolución, pudiendo además reclamar la indemnización de los daños y perjuicios sufridos. Esto tiene una gran importancia respecto a la comercialización de bonos estructurados, debido a que la

⁶³ Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Civil) de 28 de septiembre 756/1996.

⁶⁴ Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Civil) de 4 de enero 179/1982.

obligación nacida del contrato es de tracto sucesivo, quedando el comercializador compelido a realizar liquidaciones periódicas, así como a mantener informado al cliente sobre la evolución del producto. En definitiva, la resolución se constituye como el remedio para los incumplimientos producidos en la fase ejecutiva del contrato.

4.2.2. Análisis de la jurisprudencia del Tribunal Supremo.

Las demandas relativas a la comercialización de bonos estructurados se fundamentan, en la inmensa mayoría de los casos, en las tres acciones anteriores. Normalmente, además, se ejercitan varias o todas ellas, ordenadas en relación de subsidiariedad. A continuación se estudiarán diversas sentencias en las que el Tribunal Supremo ha delimitado los criterios aplicables en relación con estos procesos.

STS núm. 154/2019, de 14 de marzo⁶⁵.

En este procedimiento, los demandantes solicitaron, de forma principal, la nulidad de los contratos suscritos en septiembre de 2007 con Popular Banca Privada, S.A., por los que adquirieron ciertos bonos estructurados, bien por infracción de normas imperativas del mercado de valores (6.3 del Código Civil), bien por error vicio en el consentimiento (1265 del Código Civil). Subsidiariamente, impetraron la declaración del incumplimiento por el demandado de sus obligaciones de diligencia, lealtad, información, seguimiento de la posición y diversificación de la inversión recomendada.

A los efectos del presente trabajo, el aspecto más relevante de la sentencia es la posición del Tribunal Supremo acerca de la apreciación de nulidad por la vulneración de normas imperativas. El Tribunal de Primera Instancia había estimado dicha acción, considerando que la información suministrada por la entidad, aunque era suficiente para permitir la válida formación del contrato, no cumplía con los requerimientos establecidos en la legislación sobre el mercado de valores vigente en el momento de la compra. Es decir, paradójicamente, estimaba la nulidad radical pero desestimaba la nulidad relativa. Dicha apreciación fue objeto de recurso por el demandado, que fue resuelto por la Audiencia Provincial desestimando el motivo. Este pronunciamiento fue a su vez recurrido en casación por los demandantes.

⁶⁵ Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Civil) de 14 de marzo 154/2019.

La sentencia de casación parte del pronunciamiento del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (TJUE), en su sentencia de 30 de mayo de 2013^{66,67}, según el cual la Directiva MiFID I establecía en el artículo 51 medidas administrativas para sancionar la contravención de la norma, pero no preveía efectos sobre la validez de los contratos como consecuencia de tales incumplimientos, lo cual quedaba al arbitrio de los ordenamientos nacionales.

En España, el artículo 99.2 bis LMV consideraba el incumplimiento de los deberes de información precontractual como infracción muy grave, objeto de sanción por la CNMV. La jurisprudencia del Tribunal Supremo⁶⁸, asumida por la presente sentencia, ha interpretado que la previsión de dicha sanción constituye un efecto distinto a la nulidad establecido por la ley para el supuesto de contravención de una norma imperativa, en los términos establecidos en el artículo 6.3 CC. En consecuencia, en lo relativo a la contratación de instrumentos financieros, el incumplimiento de los deberes de información precontractual no conlleva la nulidad radical del contrato prevista en el artículo 6.3 CC. Esto no impide que la inobservancia de las obligaciones de información dé lugar a la anulación del contrato, pero será preciso probar que la omisión tuvo como efecto el error vicio del consentimiento por parte del cliente.

STS núm. 36/2019 de 17 enero⁶⁹.

Prosiguiendo con la jurisprudencia más reciente sobre la contratación de bonos estructurados, esta sentencia resuelve un recurso de casación en un procedimiento en el que se planteó acción de anulación por error vicio del consentimiento de la adquisición de ciertos bonos estructurados y, subsidiariamente, la resolución del contrato, habiéndose perfeccionado éste con anterioridad a la entrada en vigor de MiFID I.

Según el tribunal, la incorporación del régimen MiFID a la LMV, en particular a su artículo 79 bis, no trajo consigo una regulación realmente novedosa, sino que meramente

⁶⁶ Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (Sala Cuarta) de 30 de mayo de 2013, asunto C-604/11, caso Genil 48, S.L.

⁶⁷ La sentencia trae causa de una cuestión prejudicial planteada por el Juzgado de Primera Instancia nº 12 de Madrid, en relación con ciertos swaps sobre el Euribor. El TJUE se declaró competente, a pesar de que la contratación tuvo lugar cuando MiFID no resultaba directamente aplicable en España, debido a que la LMV de 1998 y el reglamento de desarrollo incorporaban el régimen establecido en la directiva, por lo que la interpretación sobre ésta tenía relevancia para el caso en cuestión.

⁶⁸ Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Civil) de 15 de diciembre 716/2014.

⁶⁹ Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Civil) de 17 de enero 36/2019.

acentuó los deberes de las ESIs. En este sentido, la legislación vigente ya establecía la obligación de informar al cliente sobre los riesgos asociados al producto. Asimismo, se refería a los deberes de conducta que los comercializadores debían mantener, como el de actuar con imparcialidad, buena fe, ausencia de conflictos de intereses, etc.

En el caso planteado, además, la ESI prestaba un servicio de asesoramiento financiero al cliente, por lo que la entidad debía *“haber evaluado que en atención a su situación financiera y al objetivo de inversión perseguido, [el bono estructurado] era lo que más le convenía”*. Por tanto, el tribunal exige de facto la ejecución de un test de conveniencia, a pesar de que éste no hubiera sido expresamente añadido a la legislación vigente en el momento de adquisición de los bonos.

Constatado el incumplimiento de los deberes de información precontractual por el comercializador, la sentencia declara que ello no conlleva necesariamente la existencia de error vicio del consentimiento. La prestación válida del consentimiento por parte del cliente no puede tener lugar si éste carece de conocimiento sobre el producto y sus riesgos asociados; por tanto, la apreciación del error quedará condicionada a que el incumplimiento de los deberes de información haya provocado en efecto dicho desconocimiento. Como se ha referido, para que el error invalide el consentimiento el artículo 1266 CC exige que recaiga sobre la sustancia de la cosa objeto del contrato, o sobre sus condiciones esenciales que hubieren motivado su celebración. El tribunal entiende, pues, que los riesgos del producto constituyen un elemento esencial, cuyo desconocimiento provoca error invalidante del consentimiento.

Por otra parte, para que el error constituya un vicio del consentimiento susceptible de anular una relación contractual, se requiere que sea excusable. A estos efectos, según la sentencia, la inobservancia de los deberes de información contribuye a dicha excusabilidad, ya que no le será imputable al cliente la carencia de información necesaria para formarse una imagen fiel de la naturaleza del producto.

A la luz de lo anterior, el tribunal declaró la nulidad de los contratos por los que se adquirieron los bonos estructurados, lo cual se tradujo en la devolución del principal de la inversión por parte de la entidad comercializadora, sustrayendo las cantidades abonadas al cliente y aplicando el interés legal del dinero. En definitiva, se trata de la recíproca sustitución de las cantidades transmitidas con ocasión del contrato, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 1303 del Código Civil.

En conclusión, se desprende de la sentencia que el incumplimiento de los deberes de información precontractual puede, aunque no necesariamente, provocar error vicio del consentimiento en el cliente, dando lugar a la anulación del contrato *ex* artículo 1300 CC.

SSTS núm. 728/2016 de 19 de diciembre⁷⁰ y núm. 89/2018 de 19 febrero⁷¹.

Se analizarán conjuntamente estas dos resoluciones para esclarecer el cómputo del plazo de caducidad de la acción de anulación previsto en el artículo 1301 CC.

La STS 728/2016 se pronuncia sobre la acción de anulación interpuesta frente a Bankinter, S.A. por la comercialización de bonos estructurados BACOM, emitidos por Lehman Brothers y vinculados a las acciones de BBVA y France Telecom. El contrato se perfeccionó en junio de 2007 y, tras la pérdida de una gran parte de la inversión ocasionada por la quiebra del emisor en 2008, en abril de 2013 los inversores presentaron la demanda.

La entidad bancaria alegó que la acción de anulabilidad ya había caducado. El artículo 1301 CC establece un plazo de caducidad de cuatro años cuyo cómputo comienza, en los casos de error, en el momento de la consumación del contrato. Al haberse interpuesto la demanda en 2013, ya habían transcurrido más de cuatro años tanto desde el perfeccionamiento como de la quiebra de Lehman Brothers, circunstancia ésta que hizo tomar consciencia a los demandantes del error en el que habían incurrido.

La sentencia de casación asumió la doctrina del Tribunal Supremo sentada en la STS 769/2014, de 12 de enero de 2015⁷², que efectuaba una interpretación del artículo 1301 CC de conformidad con la realidad social en el momento de su aplicación y del espíritu y finalidad de la norma, conforme a la cual entendía implícita en el precepto la teoría de la *actio nata*. Según ésta, “*el cómputo del plazo de ejercicio de la acción, salvo expresa disposición que establezca lo contrario, no puede empezar a computarse al menos hasta que se tiene o puede tenerse cabal y completo conocimiento de la causa que justifica el ejercicio de la acción*”.

⁷⁰ Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Civil) de 19 de diciembre 728/2016.

⁷¹ Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Civil) de 19 de febrero 89/2018.

⁷² Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Civil) de 12 de enero de 2015, 769/2014.

El *dies a quo*, por tanto, no es el del momento de la perfección del contrato, sino que tiene lugar cuando el cliente cuyo consentimiento ha padecido el vicio de error adquiere conocimiento de tal circunstancia, lo cual en este caso tuvo lugar cuando se produjo la quiebra del emisor.

No obstante, la anteriormente analizada STS núm. 36/2019, de 17 enero establecía un criterio diferente, fundamentado a su vez en la STS núm. 89/2018, de 19 de febrero. Al ser éstas más recientes, cabe entender que es conveniente atenerse a la postura que en ellas se establece.

La STS 89/2018 no tiene por objeto un bono estructurado, sino un contrato de permuta financiera (swap). Sin embargo, en lo relativo a la caducidad de la acción de nulidad — aspecto que interesa a nuestros efectos—, resulta plenamente aplicable. Se planteaba cuál es el *dies a quo* a partir del cual comienza a computarse el plazo para ejercitar la acción de nulidad. Por cuanto estos contratos son de tracto sucesivo, debe determinarse cuándo se entienden consumados a los efectos de atenerse al tenor del artículo 1301 CC. Además, resulta preciso valorar si, en caso de que el actor tenga conocimiento del error con anterioridad a la consumación, el plazo empieza a computarse una vez que adquiere dicho conocimiento.

Respecto a la primera cuestión, la sentencia afirma que en un contrato de swap, a diferencia de otros contratos de tracto sucesivo, como el arrendamiento, “*el cliente no recibe en un momento único y puntual una prestación esencial con la que se pueda identificar la consumación del contrato*”. En consecuencia, el tribunal sostiene que la consumación sólo se produce cuando tiene lugar el agotamiento o extinción contractual. Además, la sentencia no delimita la interpretación a los contratos de permuta financiera, sino que se refiere a “*las relaciones contractuales complejas como son con frecuencia las derivadas de contratos bancarios, financieros o de inversión*”, siendo los bonos estructurados indudablemente subsumibles en esta categoría.

Por otra parte, el tribunal se basa en la literalidad del artículo 1301 CC para rechazar el adelantamiento del comienzo del cómputo del plazo por el hecho de que el cliente que padece el error haya reparado en la existencia del mismo. Según esta interpretación, la teoría de la *actio nata*, aunque postergue el *dies a quo* al momento de toma de conocimiento del error cuando éste tenga lugar después de la consumación del contrato, no puede anticiparlo si se da el caso contrario.

En definitiva, la jurisprudencia más reciente del Tribunal Supremo señala que el *dies a quo* del plazo de caducidad de la acción de anulación coincide con la terminación o liquidación final del contrato. Deben ser rechazadas, por tanto, las habituales alegaciones de los demandados según las cuales las liquidaciones o extractos periódicos sobre sus posiciones, en la medida en que permiten conocer el error vicio del consentimiento, dan comienzo al referido plazo.

No obstante, si se toma consciencia del error con posterioridad a la liquidación definitiva del contrato, la teoría de la *actio nata* aboga por el retraso del *dies a quo* a la fecha en la que se adquiere dicho conocimiento. Sin embargo, resulta difícil imaginar un escenario en el que, practicada ya la última liquidación de su posición, el cliente no sea consciente de que incurrió en error vicio del consentimiento, al menos sin que tal ignorancia le sea imputable a él.

STS núm. 718/2014 de 18 diciembre⁷³.

El litigio trae causa de la adquisición por parte de un empresario de cuatro bonos estructurados, por valor de 12 millones de euros, emitidos y garantizados por Lehman Brothers, y comercializados por UBS Bank, S.A. (en adelante, UBS). La compra se efectuó, al igual que en el caso anterior, con anterioridad a la entrada en vigor del régimen MiFID.

El demandante interpuso acción de nulidad por vicio en el consentimiento dimanante de error y dolo y, subsidiariamente, la resolución del contrato. Dichas pretensiones le fueron denegadas, desestimando el tribunal la totalidad del recurso.

Presenta un particular interés el tratamiento asignado por el tribunal a las características particulares del demandante. A los efectos de valorar la suficiencia de la información precontractual aportada por UBS, la sentencia tuvo en consideración que el actor disponía de conocimientos financieros de tipo medio, que estaba asesorado por profesionales y que había participado previamente en operaciones de inversión similares. Es decir, el tribunal empleó criterios cualitativos para valorar la exhaustividad de la información que le debía ser suministrada. Esto se debe a que la operación tuvo lugar con anterioridad a la entrada en vigor de la Ley 47/2007, que introdujo la clasificación entre

⁷³ Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Civil) de 18 de diciembre 718/2014.

clientes minoristas y profesionales, fijando criterios objetivos —activo, volumen de negocios y recursos propios— para atribuir a los empresarios esta última categoría. Asimismo, la sentencia excluyó la aplicación de la LGDCU⁷⁴, ya que los productos fueron adquiridos para integrarlos en su actividad empresarial.

Por otra parte, cabe destacar que en el mismo procedimiento la sentencia de apelación consideró que no había quedado probado que UBS tuviera conocimiento con anterioridad a la quiebra de Lehman Brothers de la delicada situación patrimonial que atravesaba la entidad. Se trata de una cuestión de interés, ya que UBS participó en las manipulaciones contables de los Repo 105^{75,76}, en las que se vio envuelto el banco de inversión durante los meses anteriores a su quiebra. Al tratarse de una cuestión probatoria, no es susceptible de revisión en casación, por lo que adquiere aquí relevancia la sentencia apelación⁷⁷. En ella, la Audiencia Provincial de Málaga se limita a hacer una remisión a otra sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona⁷⁸. En ella se deniega que el apelante desconociera que el emisor del bono era Lehman Brothers, en vez del banco comercializador — argumento también esgrimido, y rechazado, en el proceso que se está analizando—, pero se trata de una resolución que no guarda ninguna relación en cuanto al posible incumplimiento de la obligación de informar sobre la potencial insolvencia del emisor. En el caso sustanciado ante la AP de Barcelona, el comercializador era Credit Suisse, no UBS, y el apelante no alegó que esta entidad tuviera conocimiento de la situación patrimonial de Lehman Brothers.

Así pues, la sentencia de apelación que está siendo objeto de análisis directamente no entró a valorar hasta qué punto el hecho de que la entidad matriz de UBS Bank, S.A. estuviera involucrada en la manipulación contable de Lehman podía conllevar un especial deber de su filial de informar a sus clientes sobre su situación patrimonial, sino que se

⁷⁴ Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias. BOE núm. 287, de 30/11/2007.

⁷⁵ Los repos (*repurchase obligations*) son operaciones de financiación consistentes en la enajenación de un determinado activo con el compromiso de adquirirlo de nuevo posteriormente. En 2007, Lehman Brothers realizó operaciones de repos —denominadas Repo 105 porque el valor de la garantía entregada era un 5% superior al efectivo recibido— con la finalidad de mejorar su ratio de apalancamiento sin necesidad de efectuar ampliaciones de capital o desinversiones. Inobservando el principio de prevalencia de la realidad económica sobre la forma jurídica, la entidad contabilizó estas operaciones como meras compraventas —cuya contraprestación, a su vez, empleaba para amortizar deuda a corto plazo—, ocultando su carácter financiero al omitir la contabilización de la obligación de pago subsiguiente.

⁷⁶ Busto Méndez J. (2010). Lecciones contables del caso Lehman: Repo 105. *Técnica Contable*, vol. 62, núm. 730, 34-35.

⁷⁷ Sentencia de la Audiencia Provincial de Málaga (Sección 5ª) de 7 de febrero 43/2013.

⁷⁸ Sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona (Sección 19ª) de dos de marzo 84/2010.

limitó a remitirse a una sentencia que no se pronuncia sobre este punto y, posteriormente, declarar que el hecho de que los productos se vendieran un año antes de la quiebra “*confirma que la demandada carecía, como todo el mercado, de información alguna al tiempo de la inversión*” sobre la solvencia del emisor. Se trata de un argumento harto discutible, ya que a los efectos de examinar la procedencia la indemnización de daños y perjuicios por incumplimiento contractual la valoración no puede circunscribirse al momento de la comercialización, ya que tales incumplimientos tienen lugar precisamente en la fase ejecutiva del contrato; y, además, no puede analizarse la posición de UBS juntamente con “todo el mercado” cuando lo que se discute es si su especial implicación en los Repo 105 le proporcionaba una información privilegiada que ocultó a sus inversores. Puede concluirse, por tanto, que la sentencia de apelación omitió la realización de una valoración que entraña un gran interés jurídico, emitiendo un pronunciamiento que sólo daba una respuesta parcial a las alegaciones del demandante.

STS núm. 678/2018 de 29 de noviembre⁷⁹.

De esta sentencia cabe destacar, en primer lugar, la particularidad que presenta el procedimiento en relación con la legitimación pasiva. El litigio trae causa de la demanda interpuesta por tres inversoras frente a Banco Espirito Santo, S.A., Sucursal en España, reclamando la nulidad radical de la adquisición de un bono estructurado referenciado a las acciones de Telefónica y Banco Santander y, subsidiariamente, la resolución de los contratos. Amparaban ambos motivos en el incumplimiento de los deberes de información precontractual.

La particularidad del supuesto reside en que en el año 2014 tuvo lugar la resolución del Banco Espirito Santo, de modo que la acción se interpuso frente a Novo Banco, S.A. Esta entidad opuso excepción de falta de legitimidad pasiva, aduciendo que no había tenido lugar una sucesión universal entre ambos bancos. En este sentido, alegaba que el banco de Portugal instituyó a Novo Banco como “entidad puente”, atribuyéndole parcialmente el negocio de Banco Espirito Santo y excluyendo los pasivos por “*responsabilidades o contingencias derivadas de fraude o violación de disposiciones o decisiones reguladoras, penales o administrativas*”. Asimismo, con el procedimiento ya iniciado, el Banco de Portugal emitió una decisión que declaraba que cualquier

⁷⁹ Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Civil) de 29 de noviembre 678/2018.

responsabilidad que se pudiera derivar del proceso en cuestión no había sido transferida a Novo Banco, S.A.

El Tribunal Supremo, tras manifestar su perplejidad (sic) ante las argumentaciones del demandado, declaró, en primer lugar, que el procedimiento no deriva de responsabilidades derivadas de fraude o violación de disposiciones reguladoras, penales o administrativas, sino de un incumplimiento contractual. Asimismo, negó que una decisión administrativa del Banco de Portugal emitida con el litigio ya iniciado pudiera tener efectos sobre éste. En este sentido, la sentencia citó la Directiva 2001/24/CE^{80,81}, que en su artículo 10.2 e) encomienda, en los supuestos de liquidación, a la legislación del estado miembro de origen la determinación de los efectos sobre los procedimientos judiciales particulares, con la salvedad de los que se hallaren en curso. No obstante, a pesar de desestimar la excepción de falta de legitimidad en este supuesto, el Tribunal advirtió de que las decisiones de la autoridad administrativa del estado miembro de origen, en el marco del procedimiento de liquidación de una entidad de crédito, se reconocerán sin más formalidades en el territorio de los demás estados miembros. Cabe entender, por tanto, que la autoridad administrativa —en este caso, el Banco de Portugal— podría eximir a la entidad puente de responsabilidad por los procedimientos que en lo sucesivo se incoaran por incumplimientos contractuales de la entidad liquidada.

Además de lo anterior, tiene especial relevancia la postura del Tribunal Supremo ante la pretensión de las demandantes de que se declarara la resolución del contrato. Según éstas, la infracción de los deberes de informar sobre la naturaleza y riesgos del bono estructurado antes de su contratación justifica la resolución del contrato, de conformidad con el artículo 1124 CC. La sentencia asume la doctrina de la STS 491/2017 de 13 de septiembre⁸², relativa a la comercialización de participaciones preferentes. Según este pronunciamiento, el defecto de asesoramiento opera en la fase precontractual, por lo que

⁸⁰ Directiva 2001/24/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de abril de 2001, relativa al saneamiento y a la liquidación de las entidades de crédito.

⁸¹ Esta disposición fue modificada por la Directiva BRRD (Directiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, por la que se establece un marco para la reestructuración y la resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, y por la que se modifican la Directiva 82/891/CEE del Consejo, y las Directivas 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE y 2013/36/UE, y los Reglamentos (UE) n.º 1093/2010 y (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo). Esta norma regula las fases del Mecanismo Único de Resolución (MUR), incorporado al Derecho de la Unión Europea como segundo pilar de la unión bancaria, junto con el Mecanismo Único de Supervisión (MUS) y la dotación de un fondo de garantía de depósitos comunitario.

⁸² Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Civil) de 13 de septiembre 491/2017.

puede afectar a la formación de la voluntad del inversor y, por tanto, a la validez del contrato, que en su caso podrá ser anulado; pero, por su propia naturaleza, el incumplimiento con eficacia resolutoria debe ir referido a la fase ejecutiva del contrato. Así pues, la falta de información precontractual no supone el incumplimiento de una obligación en la fase ejecutiva de una relación contractual, por lo que no puede dar lugar a la resolución amparada en el artículo 1124 CC.

La sentencia evidencia la necesidad de interponer en estos procedimientos las acciones adecuadas según los hechos que se hubieren producido. En el presente supuesto, había quedado probado en la instancia el incumplimiento por parte del Banco Espirito Santo de los deberes de información precontractual; sin embargo, la parte actora solicitó en la demanda la nulidad absoluta (artículo 6.3 CC) y la resolución del contrato (artículo 1124 CC), omitiendo la acción de anulabilidad por error vicio en el consentimiento (artículo 1300 CC). Al ser esta última la idónea para obtener la restitución de las prestaciones, Novo Banco, S.A. quedó exento de responsabilidad y las demandantes no obtuvieron reparación alguna.

STS núm. 656/2018 de 21 de noviembre⁸³.

Si la anterior sentencia presentaba una particularidad respecto a la legitimación pasiva, ésta la tiene en cuanto a la activa. Los actores eran un matrimonio que llevaba a cabo con asiduidad operaciones de inversión, invirtiendo en los años próximos al de la adquisición de bonos estructurados productos por un valor superior a cinco millones de euros. El demandado interpuso recurso extraordinario por infracción procesal alegando falta de legitimación activa, ya que la demanda no fue interpuesta directamente por los inversores, sino por la Asociación de Consumidores y Usuarios de Banca y Mercado de Valores (*Auge*), en aplicación del artículo 11 de la Ley de Enjuiciamiento Civil⁸⁴ (LEC). Este precepto legitima a las asociaciones de consumidores y usuarios para defender en juicio los intereses de sus asociados, los de la asociación, y los intereses generales de los consumidores y usuarios. Se trata, pues, de una excepción a la regla general del artículo 10, en cuya virtud “*serán considerados partes legítimas quienes comparezcan y actúen en juicio como titulares de la relación jurídica u objeto litigioso*”.

⁸³ Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Civil) de 21 de noviembre 656/2018.

⁸⁴ Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil. BOE núm. 7, de 08/01/2000.

La principal ventaja asociada a esta legitimación extraordinaria es el reconocimiento del beneficio de la justicia jurídica gratuita, evitando los demandantes el riesgo vinculado a una eventual condena en costas. Esta prerrogativa viene reconocida en la Ley de Asistencia Jurídica Gratuita⁸⁵, que se remite al artículo 2.2 de la Ley 26/1984⁸⁶, derogada por el Real Decreto Legislativo 1/2007⁸⁷, que replica su contenido en el artículo 9. Según ambos preceptos, la asistencia jurídica gratuita estará vinculada a la protección de los consumidores cuando sus derechos “*guarden relación directa con productos o servicios de uso o consumo común, ordinario y generalizado*”.

El Real Decreto 1507/2000⁸⁸ proporciona un catálogo de productos y servicios que en todo caso reciben tal consideración, incluyendo en el Anexo I los “servicios bancarios y financieros”. Sin embargo, el Tribunal Supremo entendió que “*una cosa es que los servicios financieros puedan ser considerados como servicios de uso común, ordinario y generalizado, y otra distinta que siempre y en todo caso lo sean*”. El razonamiento no parece demasiado afortunado, ya que precisamente el Real Decreto dispone de forma expresa que los enumerados en el Anexo I serán *en todo caso* considerados productos o servicios de uso o consumo común, ordinario y generalizado. No obstante, el Tribunal argumenta posteriormente que, en atención a los importes y al carácter especulativo de los productos, estos no son de uso común, ordinario y generalizado. Concluye, por tanto, que Auge carece de legitimidad, ya que los demandantes pueden litigar por sí mismos y la intervención de esta asociación constituye un abuso del ordenamiento jurídico dirigido a sortear una eventual condena en costas.

⁸⁵ Ley 1/1996, de 19 de enero, de asistencia jurídica gratuita. BOE núm. 11, de 12/01/1996.

⁸⁶ Ley 26/1984, de 19 de julio, General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios. BOE núm. 176 de 24 de julio de 1984.

⁸⁷ Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias. BOE núm. 287, de 30/11/2007.

⁸⁸ Real Decreto 1507/2000, de 1 de septiembre, por el que se actualizan los catálogos de productos y servicios de uso o consumo común, ordinario y generalizado y de bienes de naturaleza duradera, a efectos de lo dispuesto, respectivamente, en los artículos 2, apartado 2, y 11, apartados 2 y 5, de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y normas concordantes. BOE núm. 219, de 12 de septiembre de 2000, páginas 31349 a 31351.

4.2.3. Guía para la litigación relativa a bonos estructurados.

A la luz de la jurisprudencia del Tribunal Supremo anteriormente analizada, se ha elaborado esta guía-resumen sobre los aspectos a considerar por los demandantes o demandados que se enfrenten a un proceso relacionado con estos instrumentos.

Competencia objetiva	Juzgado de Primera Instancia.	
Competencia territorial	Lugar donde se comercializó el producto o lugar del domicilio del demandado.	
Legitimación activa	Titular de la relación jurídica (adquirente del bono). Si se cumplen los requisitos de la LGDCU, legitimación extraordinaria de las asociaciones de consumidores y usuarios.	
Legitimación pasiva	Comercializador del bono. En caso de fusión o liquidación, el sucesor de sus relaciones jurídicas. Problemática potencial en casos de resolución de entidades de crédito respecto a litigios todavía no comenzados.	
Acciones	Nulidad radical (6.3 CC).	No procede.
	Anulabilidad por error vicio (1300 CC).	Procede si se prueba el incumplimiento de los deberes de información precontractual.
	Resolución (1124 CC).	No procede por inobservancia de las obligaciones precontractuales. Puede prosperar por incumplimientos en la fase ejecutiva.
Plazos	Nulidad radical.	No tiene plazo.
	Anulabilidad por error vicio.	Plazo de caducidad de cuatro años. El <i>dies a quo</i> , en principio, será el de la liquidación final, pero algunas sentencias podrán situarlo en la fecha de conocimiento del error.
	Resolución.	Cinco años.
Productos adquiridos con anterioridad al régimen MiFID	El TS ha anulado recurrentemente contratos de bonos estructurados adquiridos anteriormente a la entrada en vigor de MiFID, fundándose en el incumplimiento de obligaciones precontractuales establecidas en la legislación anterior.	

5. CONCLUSIONES.

A lo largo del trabajo se ha podido observar que los bonos estructurados constituyen un instrumento financiero novedoso que permite a los inversores minoristas obtener un binomio riesgo-rentabilidad personalizado y hacer depender su retorno de subyacentes a los que, de otro modo, no tendrían acceso sin incurrir en cuantiosos costes. En consecuencia, cabe concluir que su utilidad económico-financiera justifica la existencia del producto.

Sin embargo, no puede obviarse que la adhesión de productos derivados a un instrumento de deuda, la posibilidad de tomar cualquier clase de activo como subyacente y la original configuración de la estructura de flujos de caja dan lugar a un elevado grado de complejidad, especialmente habida cuenta de que se trata de un producto dirigido mayoritariamente al público minorista. Así pues, del análisis del trabajo se desprende la necesidad de establecer un marco regulatorio tuitivo de los derechos del inversor, que proteja de una manera especial al cliente minorista de los riesgos y complejidad del instrumento.

Puede concluirse también que el régimen MiFID responde a dicha necesidad de protección del inversor. Las normas de conducta establecidas para las ESIs, las obligaciones de información precontractual, los test de conveniencia e idoneidad y demás medidas, han mejorado la salvaguardia de los intereses del inversor, reduciendo las desventajas nacidas de la asimetría de información entre comercializador y cliente.

Asimismo, el reglamento sobre PRIIPs supone un avance notable, ya que existen determinados instrumentos, entre los que se encuentran los bonos estructurados, cuya complejidad recomienda unas garantías adicionales en la fase de contratación. A estos efectos, la homogeneización de la documentación que se ha de entregar al cliente es una solución adecuada para controlar que éste tenga acceso a la información esencial sobre el producto y sus riesgos.

A pesar de lo anterior, es preciso tener en cuenta que con anterioridad a la transposición de MiFID en España existía ya un régimen legal que, en cuanto a la contratación de instrumentos financieros, no resultaba muy distinto al establecido por la directiva, y que ello no ha impedido la pérdida de su inversión por parte de numerosos clientes, así como múltiples procedimientos judiciales cuyo objeto era la anulación de la adquisición del bono. Salvo en lo relativo a la clasificación del cliente como minorista o

profesional, que con el nuevo régimen se ha objetivado, probablemente la totalidad de los procedimientos anteriormente analizados hubieran tenido el mismo resultado — estimación o desestimación— si el negocio se hubiera regido por la regulación del mercado de valores actualmente vigente.

Lo que esto evidencia es que no se puede aspirar a que la legislación sobre el mercado de valores garantice la seguridad de las inversiones. El marco jurídico debe velar porque no se produzcan abusos y los clientes contraten tras haber sido debidamente informados o recomendados, pero no le corresponde asegurar la materialización de resultados favorables para ellos. Por tanto, el elemento esencial ha de ser que el inversor sea consciente de que la adquisición de instrumentos financieros conlleva un riesgo, y que éste puede, en algunos casos, comportar la pérdida de la totalidad de la inversión.

Por ello, se ha considerado que, además de los deberes de información, debe incorporarse a la regulación del mercado de valores la obligación de que el inversor minorista declare de forma expresa y separada del resto de documentos que sabe y acepta que puede perder la totalidad del importe invertido. Sin dicho consentimiento, el contrato no se entendería perfeccionado. El Anexo I muestra un modelo de formulario propuesto al efecto.

En definitiva, el régimen jurídico del mercado de valores ni puede ni debe aspirar a reducir el riesgo de las inversiones realizadas por clientes minoristas, pero tiene que garantizar que dichos clientes, al contratar, sean conscientes de la existencia de dicho riesgo.

Por último, del estudio de la jurisprudencia relativa a la contratación de bonos estructurados se desprende la existencia de una gran dificultad para probatoria sobre cualquier cuestión distinta de la falta de información precontractual. En este sentido, ninguna de las sentencias analizadas trataba cuestiones tales como los conflictos de intereses, las comisiones implícitas o el diseño de una estructura compleja como medio para ocultar una inversión desfavorable para el cliente. En consecuencia, la última conclusión obtenida es que las posibilidades de obtener judicialmente una reparación en España por las pérdidas sufridas con ocasión de la contratación de un bono estructurado, sin que se pruebe el incumplimiento de los deberes de información precontractual, son ciertamente escasas.

REFERENCIAS.

Normativa consultada.

Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE.

Directiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, por la que se establece un marco para la reestructuración y la resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, y por la que se modifican la Directiva 82/891/CEE del Consejo, y las Directivas 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE y 2013/36/UE, y los Reglamentos (UE) n.º 1093/2010 y (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo.

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

Directiva 2001/24/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de abril de 2001, relativa al saneamiento y a la liquidación de las entidades de crédito.

Directiva 93/13/CEE del Consejo, de 5 de abril de 1993, sobre las cláusulas abusivas en los contratos celebrados con consumidores.

Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. *BOE núm. 304, de 20 de diciembre de 2007, páginas 52335 a 52384.*

Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil. *BOE núm. 7, de 08/01/2000.*

Ley 1/1996, de 19 de enero, de asistencia jurídica gratuita. *BOE núm. 11, de 12/01/1996.*

Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. *BOE núm. 181, de 29/07/1988.*

Ley 26/1984, de 19 de julio, General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios. *BOE núm. 176 de 24 de julio de 1984.*

Real Decreto 1507/2000, de 1 de septiembre, por el que se actualizan los catálogos de productos y servicios de uso o consumo común, ordinario y generalizado y de bienes de naturaleza duradera, a efectos de lo dispuesto, respectivamente, en los artículos 2, apartado 2, y 11, apartados 2 y 5, de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y normas concordantes. *BOE núm. 219, de 12 de septiembre de 2000, páginas 31349 a 31351.*

Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios. *BOE núm. 121, de 21 de mayo de 1993, páginas 15389 a 15395.*

Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil. *Gaceta de Madrid* núm. 206, de 25/07/1889.

Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores. *BOE* núm. 255, de 24/10/2015.

Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias. *BOE* núm. 287, de 30/11/2007.

Reglamento (UE) n° 1286/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo 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.

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

Reglamento Delegado (UE) 2017/653 de la Comisión de 8 de marzo de 2017 por el que se completa el Reglamento (UE) no. 1286/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista empaquetados y los productos de inversión basados en seguros, mediante el establecimiento de normas técnicas de regulación respecto a la presentación, el contenido, el examen y la revisión de los documentos de datos fundamentales y las condiciones para cumplir el requisito de suministro de dichos documentos.

Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión de 25 de abril de 2016 por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión y términos definidos a efectos de dicha Directiva.

Jurisprudencia.

Sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona (Sección 19ª) de 2 de marzo 84/2010.

Sentencia de la Audiencia Provincial de Málaga (Sección 5ª) de 7 de febrero 43/2013.

Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (Sala Cuarta) de 30 de mayo de 2013, asunto C-604/11, caso Genil 48, S.L.

Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Civil) de 14 de marzo 154/2019.

Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Civil) de 17 de enero 36/2019.

Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Civil) de 29 de noviembre 678/2018.

Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Civil) de 21 de noviembre 656/2018.

Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Civil) de 19 de febrero 89/2018.

Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Civil) de 13 de septiembre 491/2017.
Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Civil) de 19 de diciembre 728/2016.
Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Civil) de 18 de diciembre 718/2014.
Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Civil) de 15 de diciembre 716/2014.
Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Civil) de 12 de enero de 2015, 769/2014.
Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Civil) de 28 de septiembre 756/1996.
Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Civil) de 4 de enero 179/1982.

Artículos académicos.

Bergstresser, D. (2008). The retail market for structured notes: Issuance patterns and performance, 1995-2008. *Harvard Business School*.

Bernard, C., & Boyle, P. (2008). Structured Investment Products with Caps and Floors. *University of Waterloo y Wilfrid Laurier University*.

Boemio, T., & Edwards, G. (1989). Asset Securitization: A Supervisory Perspective. *Federal Reserve Bulletin*, 659-669.

Busto Méndez J. (2010). Lecciones contables del caso Lehman: Repo 105. *Técnica Contable*, vol. 62, núm. 730, 34-35.

Carlin, B. I. (2009). Strategic price complexity in retail financial markets. *Journal of Financial Economics*, 278-287.

Díaz Ruiz, E., & Ruiz Bachs, S. (2007). Transposición de MiFID en España. *Madrid: Uría Menéndez*.

Divatopoulos, D., Felton, J., & Wright, C. (2010). Exchange Traded Notes: An Introduction. *Journal of Investing*, Vol. 19, No.2 (Summer), 27-37.

García Arena, A. (2015). Estrategias de inversión con productos estructurados. *Madrid: Icade Business School. Trabajo de Fin de Máster*.

Paligorova, T. (2009). Agency Conflicts in the Process of Securitization. *Bank of Canada Review*, 33-47.

Libros.

Fabozzi, F. J., & Choudhry, M. (2004). The Handbook of European Structured Financial Products. *Nueva Jersey: John Wiley & Sons*.

Saunders, A., & Cornett, M. M. (2008). Financial Institutions Management: A Risk Management Approach. *Nueva York: McGraw-Hill*.

Informes.

- CNMV. (2017). Preguntas y respuestas sobre la aplicación de la Directiva MiFID II. *Madrid: Comisión Nacional del Mercado de Valores.*
- ESMA. (2019). Performance and costs of retail investment products in the EU. *París: European Securities and Markets Authority.*
- ESMA. (2018). Structured Retail Products - the EU market. ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities no. 2. *París: European Securities and Markets Authority.*
- ESMA. (2016). Guidelines on complex debt instruments and structured deposits. *París: European Securities and Markets Authority.*
- ESMA. (2015). Draft guidelines on complex debt instruments and structured deposits. Consultation Paper. *París: European Securities and Markets Authority.*
- ESMA. (2014). Structured Retail Products: Good practices for product governance arrangements. *París: European Securities and Markets Authority.*
- IOSCO (2013). Regulation of Retail Structured Products: Final Report.
- NYSE (mayo del 2000): Securities Exchange Act Rel. No. 42746, 65 FR 30171 n.7 (May 10, 2000) (Order Granting Approval to Proposed Rule Change and Amendment No. 1 Thereto Relating to the NYSE's Allocation Policy and Procedures).

Prensa y recursos de internet.

Glosario financiero (CNMV):

<http://www.cnmv.es/Portal/Inversor/Glosario.aspx?id=0&letra=P&idlng=1>

Laise, E. (2006, 21 de junio). An Arcane Investment Hits Main Street. *The Wall Street Journal.*

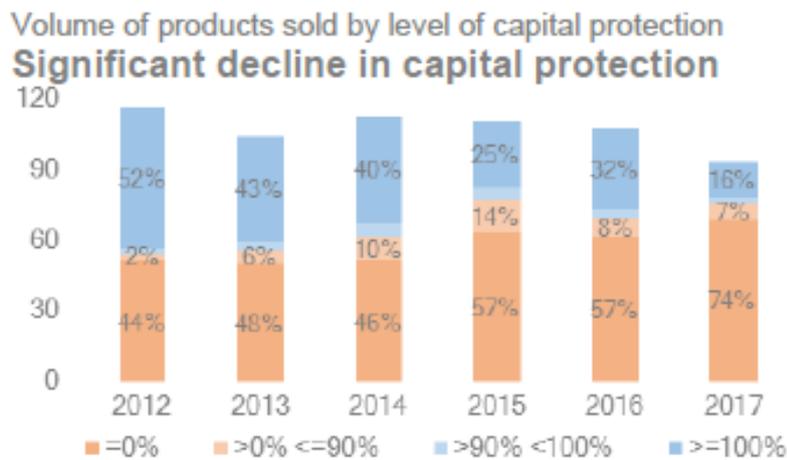
Lehman Brothers Structured Notes. Obtenido de Consumer Investor Resource Center (2016): <http://consumerinvestorresource.com/specific-fraudulent-investments/lehman-brothers-structured-notes/>

¿Qué es MiFID y cómo le afecta? Obtenido de Inversis. (2007): <https://www.inversis.com/mifid/mifid.pdf>

Stempel, J. (2013, 9 de agosto). *UBS to pay \$120 million in settlement over Lehman notes.* Reuters.

ANEXO I.

Tendencias en la contratación de bonos estructurados en la unión europea (ESMA, 2018).



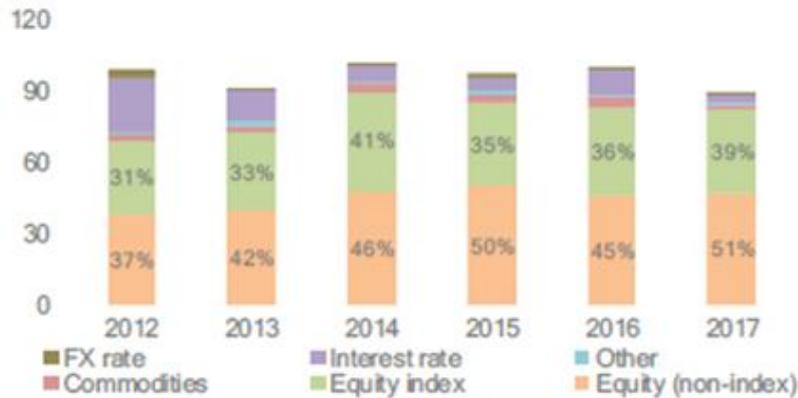
Note: Volumes of structured products sold to retail investors by level of capital protection, EUR bn and expressed as percentages of total.
Sources: StructuredRetailProducts.com, ESMA.



Note: Annual volumes of structured products sold to retail investors by investment term, EUR bn and expressed as percentages of total.
Sources: StructuredRetailProducts.com, ESMA.

Volume of products sold by type of underlying

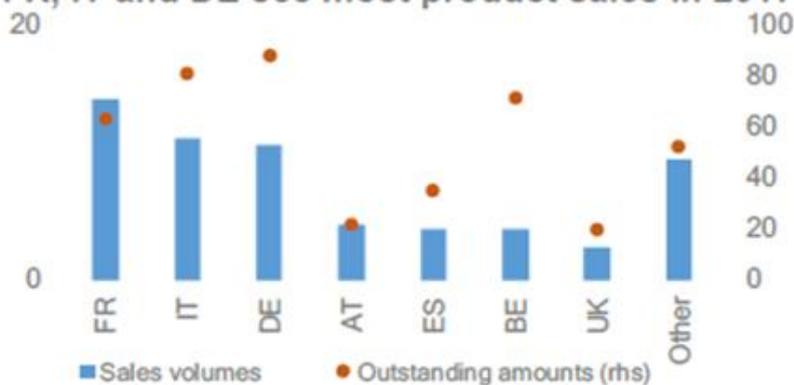
Vast majority of sales volumes equity-related



Note: Volumes of structured products sold to retail investors by asset class, EUR bn. Percentage of total annual volumes presented for selected asset classes. Number of products sold, in thousand.
Sources: StructuredRetailProducts.com, ESMA.

Sales volumes and outstanding amounts by country

FR, IT and DE see most product sales in 2017



Note: Sales volumes and outstanding amounts of structured retail products in 2017 for selected countries, EUR bn. "Other"=European countries not otherwise listed, excluding Switzerland.
Sources: StructuredRetailProducts.com, ESMA.

ANEXO II.

DECLARACIÓN DE ASUNCIÓN DE RIESGOS.

**¿SE HALLA USTED INFORMADO DE QUE LA ADQUISICIÓN
DEL PRODUCTO [*NOMBRE DEL INSTRUMENTO*] PUEDE
CONLLEVAR LA PÉRDIDA DE LA TOTALIDAD DEL IMPORTE
INVERTIDO?**

SÍ

NO

**¿CONSIENTE USTED EL RIESGO DE PERDER LA TOTALIDAD
DEL IMPORTE INVERTIDO?**

SÍ

NO

Fdo.: D. [...]