TESIS DOCTORAL



UCAM
UNIVERSIDAD CATÓLICA
DE MURCIA

ESCUELA INTERNACIONAL DE DOCTORADO

Programa de Doctorado de Ciencias Sociales

PROTECCIÓN JURÍDICO-PRIVADA DEL INVERSOR DE PRODUCTOS FINANCIEROS COMPLEJOS: LA RESPONSABILIDAD DE LA PERSONA JURÍDICA EN SU COMERCIALIZACIÓN

Autor/a:

Florentino María Rodero Vicente

Directores/as:

Dr. D. José Ruiz Espinosa

Murcia, mes de noviembre 2025

TESIS DOCTORAL

UCAM
UNIVERSIDAD CATÓLICA DE MURCIA

ESCUELA INTERNACIONAL DE DOCTORADO

Programa de Doctorado de Ciencias Sociales

PROTECCIÓN JURÍDICO-PRIVADA DEL INVERSOR DE PRODUCTOS FINANCIEROS COMPLEJOS: LA RESPONSABILIDAD DE LA PERSONA JURÍDICA EN SU COMERCIALIZACIÓN

Autor/a:

Florentino María Rodero Vicente

Directores/as:

Dr. D. José Ruiz Espinosa

Murcia, mes de noviembre 2025

UCAM
UNIVERSIDAD CATÓLICA DE MURCIA

EIDUCAM
Escuela Internacional de Doctorado

AUTORIZACIÓN DEL DIRECTOR DE LA TESIS PARA SU PRESENTACIÓN

El Dr. D. José Ruiz Espinosa como director de la Tesis Doctoral titulada "Protección jurídico-privada del inversor de productos financieros complejos: la responsabilidad de la persona jurídica en su comercialización" realizada por D. Florentino María Rodero Vicente en el Programa de Doctorado de Ciencias Sociales, **autoriza su presentación a trámite** dado que reúne las condiciones necesarias para su defensa.

Lo que firmo, para dar cumplimiento al, Real Decreto 99/2011, de 28 de enero, modificado por el R.D. 576/2023, de 4 de julio, por el que se regulan las enseñanzas oficiales de doctorado.

En Murcia a 6 de noviembre de 2025

JOSE|RUIZ|ESPINOSA
Firmado digitalmente por JOSE|RUIZ|ESPINOSA
Fecha: 2025.11.07 14:38:25 +01'00'

[1] Si la Tesis está dirigida por más de un Director tienen que constar y firmar ambos.

UCAM
EIDUCAM
Escuela Internacional de Doctorado

RESUMEN

Esta tesis doctoral aborda la problemática surgida en la contratación de productos financieros estructurados complejos, cuyo impacto se hizo evidente con el estallido de la crisis financiera global a partir de 2006, debido a la burbuja inmobiliaria y crediticia. Esta situación reveló una serie de productos desconocidos por la mayoría del público, pero de gran relevancia para aquellos inversores minoristas que, sin conocer los riesgos, invirtieron gran parte de sus ahorros en dichos instrumentos financieros. Las entidades bancarias comercializaron estos productos sin evaluar adecuadamente las consecuencias a largo plazo para los clientes.

El propósito de esta investigación es estudiar en profundidad las causas y consecuencias legales de esta problemática, analizando tanto la normativa nacional como la normativa europea. Dado que el fenómeno afectó a varios países, se realiza un estudio comparado del derecho, centrándose en las regulaciones nacionales, pero también en las directivas europeas, como la MiFID, que tratan de mejorar la transparencia y la protección de los consumidores. Además, se abordan aspectos del derecho civil, penal y administrativo, especialmente en lo relativo a las responsabilidades de las entidades financieras en cuanto a la información y la protección del cliente.

Se pone especial énfasis en la asimetría informativa, que afectó principalmente a los clientes minoristas, y se exploran las implicaciones jurídicas de la comercialización de estos productos. La investigación profundiza en la responsabilidad de las entidades bancarias, especialmente las personas jurídicas, que al no cumplir con sus deberes de información y transparencia, incurrieron en prácticas que pueden considerarse fraudulentas. La figura de la estafa y otros delitos patrimoniales son examinados en este contexto, con base en la legislación española y comparada.

El estudio también examina la normativa de protección al consumidor y cómo la falta de regulación y supervisión adecuada contribuyó al incremento de litigiosidad. Asimismo, se aborda la necesidad de revisar las políticas de responsabilidad empresarial, destacando la importancia de un modelo de cumplimiento proactivo dentro de las entidades financieras, que garantice no solo

el cumplimiento normativo, sino también la ética en la comercialización de productos complejos.

Finalmente, se concluye que la responsabilidad de las personas jurídicas debe ser vista como un pilar fundamental para restablecer la confianza en los mercados financieros y proteger a los consumidores. La evolución de la legislación y la jurisprudencia en Europa y España apunta a un sistema más transparente y equitativo, en el que la protección del inversor minorista sea una prioridad.

En este contexto, la tesis profundiza asimismo en la evolución jurisprudencial que ha ido configurando los criterios para determinar la nulidad de los contratos celebrados bajo vicio en el consentimiento, especialmente cuando dicho vicio deriva de una incorrecta —o directamente inexistente— información precontractual proporcionada por la entidad financiera. La doctrina de los tribunales, tanto nacionales como europeos, ha puesto de manifiesto la trascendencia del principio de buena fe contractual y la necesidad de reforzar el estándar de diligencia exigible a las entidades bancarias en la fase precontractual. La ausencia de test de idoneidad y conveniencia debidamente realizados, así como la utilización de modelos estandarizados sin explicación individualizada de los riesgos, ha sido objeto de reproche judicial reiterado, constituyendo uno de los ejes centrales en la resolución de la litigiosidad derivada de estos productos.

La investigación analiza, asimismo, el alcance de la responsabilidad civil contractual y extracontractual de las entidades financieras, abordando cuestiones como la cuantificación del daño, la restitución de las prestaciones y la eventual concurrencia de culpa del propio inversor. Sin embargo, aun considerando la posible existencia de perfiles de inversores con cierto grado de sofisticación, se observa que la complejidad estructural de los productos —unida a la opacidad con que fueron ofrecidos— dificulta apreciar un conocimiento real y suficiente por parte de los adquirentes. La tesis pone de relieve que la carga de la prueba en este ámbito recae, en gran medida, sobre la entidad financiera, la cual debe acreditar haber desplegado un nivel de diligencia reforzado en la información suministrada.

En relación con la normativa administrativa sancionadora, se examina el papel desempeñado por los organismos supervisores —como la CNMV— en la detección de irregularidades y en la imposición de sanciones a las entidades que incumplieron las obligaciones derivadas del marco regulatorio aplicable. La falta de supervisión eficaz en los años previos a la crisis contribuyó a la expansión de

prácticas comerciales inadecuadas, circunstancia que motivó reformas legislativas dirigidas a fortalecer los mecanismos de control y a incrementar la transparencia en la comercialización de instrumentos financieros de alto riesgo.

Asimismo, la tesis aborda la incidencia penal de estas conductas, destacando la creciente atención del legislador hacia los delitos económicos cometidos en el ámbito de la intermediación financiera. La introducción y posterior evolución del régimen de responsabilidad penal de las personas jurídicas ha supuesto un cambio paradigmático, al exigir que las entidades implementen programas de compliance efectivos que permitan prevenir, detectar y reaccionar ante posibles infracciones. Se analiza cómo la ausencia de tales programas, o su aplicación meramente formal, puede generar responsabilidad penal corporativa, especialmente en casos donde la comercialización engañosa de productos complejos sea consecuencia de una política empresarial orientada prioritariamente a la captación de recursos sin consideración suficiente a los estándares legales y éticos.

La investigación también reflexiona sobre la necesidad de equilibrar la protección del inversor con la estabilidad del sistema financiero. Un sistema excesivamente paternalista podría limitar la innovación financiera; no obstante, un sistema insuficientemente garantista expone al consumidor a riesgos desproporcionados y mina la confianza pública en las instituciones. El análisis doctrinal muestra que la transparencia, la educación financiera y la supervisión efectiva constituyen herramientas esenciales para lograr dicho equilibrio.

Finalmente, se destaca que la consolidación de un modelo de responsabilidad integral para las entidades financieras —que combine elementos civiles, administrativos y penales— no solo cumple una función reparadora y sancionadora, sino también preventiva. La prevención se erige como un elemento indispensable en la construcción de un mercado financiero más sólido, ético y orientado al interés legítimo del consumidor. El fortalecimiento de la cultura de cumplimiento normativo y la interiorización de valores de integridad corporativa resultan, por tanto, imprescindibles para evitar la repetición de prácticas que, como las analizadas, generaron graves perjuicios económicos y sociales.

ABSTRACT

This doctoral thesis addresses the issues arising from the sale of complex structured financial products, the impact of which became evident with the outbreak of the global financial crisis in 2006, caused by the housing and credit bubble. This situation revealed a series of products unknown to most of the public but highly relevant to those retail investors who, without understanding the risks, invested a significant portion of their savings in these financial instruments. Banking entities marketed these products without properly assessing the long-term consequences for their clients.

The purpose of this research is to deeply study the causes and legal consequences of this issue by analyzing both national and European regulations. Since this phenomenon affected several countries, a comparative legal study is conducted, focusing on national regulations but also on European directives such as MiFID, which aim to improve transparency and consumer protection. Furthermore, aspects of civil, criminal, and administrative law are examined, particularly regarding the responsibilities of financial entities concerning information and consumer protection.

Special emphasis is placed on information asymmetry, which primarily affected retail clients, and the legal implications of marketing these products. The research delves into the liability of banking entities, especially legal persons, who, by failing to fulfill their duties of information and transparency, engaged in practices that could be considered fraudulent. The figure of fraud and other patrimonial crimes are examined in this context, based on Spanish and comparative legislation.

The study also explores consumer protection regulations and how the lack of adequate regulation and oversight contributed to the increase in litigation. Additionally, the need for a review of corporate responsibility policies is discussed, highlighting the importance of a proactive compliance model within financial entities, ensuring not only legal compliance but also ethical standards in the marketing of complex products.

Finally, the thesis concludes that the responsibility of legal persons should be viewed as a fundamental pillar in restoring trust in financial markets and

protecting consumers. The evolution of legislation and case law in both Europe and Spain points toward a more transparent and equitable system in which the protection of retail investors is a priority.

This doctoral thesis addresses the problems arising from the marketing and sale of complex structured financial products, whose impact became evident with the outbreak of the global financial crisis beginning in 2006, triggered by the real estate and credit bubble. This situation revealed a series of financial instruments unknown to the majority of the public but highly significant for retail investors who, unaware of the associated risks, invested substantial portions of their savings in these products. Banking institutions marketed these instruments without adequately assessing the long-term consequences for their clients.

The purpose of this research is to conduct an in-depth analysis of the legal causes and consequences of this phenomenon, examining both national and European regulations. Given that the issue affected several countries, a comparative law approach is adopted, focusing primarily on domestic regulations but also on European directives—such as MiFID—aimed at improving transparency and consumer protection. The study further explores aspects of civil, criminal, and administrative law, particularly with respect to the liabilities of financial institutions regarding their duties to inform and protect clients.

Particular emphasis is placed on the problem of informational asymmetry, which disproportionately affected retail clients, and the legal implications stemming from the commercialization of these products. The research scrutinizes the liability of banking entities—particularly legal persons—whose failure to comply with duties of transparency and disclosure resulted in practices that may be classified as fraudulent. The legal construct of fraud and other property-related offences is analyzed in this context, with reference to Spanish and comparative legislation.

The study also examines consumer protection regulations and how the lack of adequate supervisory mechanisms contributed to the rise in litigation. Additionally, it addresses the need to reassess corporate liability policies, stressing the importance of a proactive compliance model within financial institutions that guarantees not only regulatory adherence but also ethical conduct in the marketing of complex products.

Finally, it is concluded that the liability of legal persons must be regarded as a fundamental pillar for restoring confidence in financial markets and protecting consumers. The development of legislation and case law in Europe and Spain demonstrates a shift toward a more transparent and equitable system in which the protection of retail investors is a priority.

In this context, the thesis also delves into the evolving jurisprudence that has defined the criteria for declaring contracts void on the grounds of defective consent, particularly when such defect arises from incorrect—or entirely absent—pre-contractual information provided by financial institutions. National and European courts have emphasized the importance of the principle of good faith and the need to strengthen the standard of diligence required of banks during the pre-contractual phase. The absence of properly conducted suitability and appropriateness tests, together with the reliance on standardized forms lacking individualized explanations of risks, has been repeatedly criticized by the judiciary and constitutes one of the core drivers of litigation relating to these products.

Similarly, this research analyzes the scope of contractual and tortious civil liability of financial institutions, addressing issues such as the quantification of damages, restitution of performance, and the potential contributory negligence of investors. Even when considering the existence of partially sophisticated investor profiles, the structural complexity of the products—combined with the opacity of their commercial presentation—renders it difficult to establish genuine and sufficient investor understanding. The thesis highlights that the burden of proof largely falls on the financial institution, which must demonstrate that it exercised an enhanced level of diligence regarding the information provided.

In relation to administrative sanctions, the role of supervisory bodies—such as the CNMV—is examined with respect to detecting irregularities and imposing penalties on entities that violated applicable regulatory obligations. The absence of effective supervision in the years preceding the crisis contributed to the spread of inadequate commercial practices, prompting legislative reforms aimed at strengthening oversight mechanisms and increasing transparency in the marketing of high-risk financial instruments.

The thesis also addresses the criminal implications of such conduct, noting the growing attention of legislators to economic crimes committed within the sphere of financial intermediation. The introduction and subsequent development

of corporate criminal liability has marked a paradigm shift, requiring institutions to implement effective compliance programs capable of preventing, detecting, and responding to potential violations. The analysis shows how the absence of such programs, or their merely formal implementation, may give rise to corporate criminal liability, particularly when misleading marketing of complex products results from business policies oriented primarily toward capital acquisition with insufficient regard for legal and ethical standards.

The research further reflects on the need to balance investor protection with the stability of the financial system. An excessively paternalistic framework could hinder financial innovation; however, a system lacking adequate safeguards exposes consumers to disproportionate risks and undermines public trust in financial institutions. The doctrinal analysis shows that transparency, financial education, and effective supervision constitute essential tools for achieving this balance.

Finally, the thesis underscores that the consolidation of an integrated liability model for financial institutions—combining civil, administrative, and criminal elements—serves not only reparatory and punitive functions but also a preventive one. Prevention emerges as a crucial component in building a more robust, ethical, and consumer-oriented financial market. Strengthening compliance culture and internalizing values of corporate integrity are therefore indispensable for avoiding a recurrence of practices that, as analyzed, caused significant economic and social harm.

PALABRAS CLAVE

Persona Jurídica, Productos Financieros, Transparencia, Compliance, Asimetría informativa.

KEY WORDS

Legal Entity, Financial Products, Transparency, Compliance, Information asymmetry.

"Los casos dificultosos tan justamente envidiados, empréndelos los honrados, y acábanlos los dichosos; y, aunque no están envidiosos en lo que me ha sucedido, yo he hecho lo que he podido; Fortuna, lo que ha querido". Francisco de Quevedo y Villegas (1580-1645).

ÍNDICE GENERAL

RESUMEN **7**

I. INTRODUCCIÓN **35**

1.1. Hipótesis de trabajo **37**

1.2. Metodología **38**

1.3. Objetivos de la investigación **38**

1.3.1. Objetivo general 39

1.3.2. Objetivos específicos 39

II. PRODUCTOS FINANCIEROS COMPLEJOS. CONCEPTO **45**

2.1. Concepto de producto derivado, producto financiero complejo y sus características. **45**

2.1.1. Producto derivado. Conceptualización 45

2.1.2. Producto financiero complejo 48

2.1.3. Productos Over the Counter 56

2.1.4. Productos estandarizados *vs* Over the Counter 58

2.2. Tipificación de los mercados de activos derivados **59**

2.3. Naturaleza jurídica **60**

2.4. Tipología de productos financieros **66**

2.4.1. Bonos convertibles contingentes (COCOs) 67

2.4.2. Hipoteca multidivisa 70

2.4.3. Futuros, Forwards y Opciones. 73

2.4.3.1. Futuros 73

2.4.3.2. Forwards 77

2.4.3.3. Opciones 79

2.5. Concepto de SWAP 82

2.6. Breve reseña histórica. Origen del SWAP 85

2.7. Situación pre-MIFID 94

2.8. Situación post-MIFID 96

2.9. Tipología del SWAP 98

2.9.1. SWAP sobre materias primas o commodity SWAP 98

2.9.2. SWAP sobre divisas 99

2.9.3. SWAP sobre tipo de interés 100

2.10. Comercialización de SWAP 102

2.11. Evolución jurídica del SWAP 103

2.12. Análisis jurisprudencial 106

III. EL SWAP 121

3.1. Breve reseña histórica 121

3.2. Concepto de SWAP 127

3.3. Naturaleza jurídica del SWAP 131

3.3.1. Elementos del contrato de permuta financiera o SWAP 131

3.3.2. Naturaleza jurídica. Carácter conmutativo o aleatorio del producto financiero complejo. 133

3.4. Problemática en torno a la reciprocidad de un SWAP. 135

3.4.1. SWAP y sinalagma. 135

3.4.2. SWAP y concurso de acreedores 149

3.4.3. Controversia jurídica sobre la reciprocidad en los SWAPS referenciados a acciones o índices bursátiles 150

3.5. Tipos de SWAP 151

3.5.1. Distinción entre contratos de SWAP y operaciones de SWAP 152

3.5.2. SWAP sobre tipos de interés 152

3.5.2.1. Variantes de SWAP de tipo de interés 157

3.5.3. SWAP sobre divisas 160
3.5.3.1. SWAP de divisas fijo-flotante 163
3.5.3.2. SWAP de divisas fijo-fijo 163
3.5.4. SWAP sobre materias primas 165
3.5.5. Otros tipos de SWAPs 166
3.6. Elementos del contrato de SWAP 166
3.7. Valoración de un SWAP 168
3.7.1. Valoración de un SWAP simple 169
3.7.2. Valoración de un SWAP de tipo de interés 169
IV. ASPECTOS TÉCNICO-SECTORIALES DEL ÁMBITO FINANCIERO 173
4.1. Regulación del SWAP en el derecho español 173
4.2. Regulación de los derivados: problema y solución 174
4.2.1. Modelo de contrato ISDA - Master Agreement 2002. 183
4.2.2. Período de regulación PRE-MIFID 185
4.2.3. Período de regulación MIFID 196
4.2.3.1. MiFID I 196
4.2.3.2. MiFID II 215
4.2.3.3. Asesoramiento independiente 228
4.2.3.4. Protección al inversor 229
4.2.3.5. Los servicios de mera y mejor ejecución 237
4.2.3.6. Comisiones e incentivos: la problemática de las retrocesiones en MiFID II 238
4.2.3.7. Régimen sancionador por incumplimiento 243
4.2.3.8. Autoridades europeas y procedimiento sancionador 244
V. PARÁMETROS Y OBJETIVOS DE LA UNIÓN BANCARIA EUROPEA Y SUS CONSECUENCIAS EN ESPAÑA Y EN EL DERECHO COMPARADO. 249

5.1. Breve introducción: cuestiones relativas a la autorregulación en nuestro país 249

5.2. La construcción de la unión bancaria europea 251

5.3. Reestructuración ordenada bancaria 254

5.4. Crisis financiera y supervisión 259

5.4.1. Aspectos generales de la supervisión 261

5.4.2. Órganos supervisores a nivel nacional: España 262

5.4.3. Órganos supervisores a nivel supranacional: Europa 265

5.5. Posición de la federación bancaria europea 269

5.5.1. El Informe Liikanen 273

5.6. Actuaciones más recientes: consulta de la comisión europea 276

5.6.1. Principios de la reforma estructural 276

5.6.2. Gobernanza corporativa 278

5.6.3. Aumento de la competencia justa y sostenible 281

5.7. Aspectos sectoriales específicos 283

5.7.1. La Ley sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito (LDIEC) 283

5.7.2. Ley de Ordenación, Supervisión y Solvencia de entidades de crédito (LOSEC) 284

5.7.3. Real Decreto 84/2015, de 13 de febrero, por el que se desarrolla la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito (ROSEC) 285

5.8. Especial referencia a Reino Unido 286

5.8.1. Antecedentes de la situación británica 286

5.9. La experiencia estadounidense 287

VI. PROBLEMÁTICA CONTRACTUAL: ASIMETRÍA INFORMATIVA... 295

6.1. Asimetría informativa 295

6.1.1. Vulneración de los elementos esenciales del contrato en la casuística contractual del SWAP: asimetría informativa 302

6.1.2. Introducción a la cláusula Rebus sic Stantibus 306

6.1.3. Aplicabilidad de la cláusula Rebus sic Stantibus 310

6.1.4. Artículo 1.258 del Código Civil y la cláusula Rebus sic stantibus 312

6.1.5. Conclusiones de la doctrina española acerca de la cláusula Rebus sic stantibus 314

6.1.6. Cláusulas abusivas 316

6.1.7. Cuestiones de carácter procesal. El control de las cláusulas abusivas . 320

6.1.8. Resolución de reclamaciones 322

6.1.9. Corrección de la asimetría informativa 328

6.1.9.1. Hipotecas con cláusula suelo 328

6.1.10. Idoneidad y conveniencia 329

6.1.10.1. Análisis de la conveniencia 331

6.1.10.2. Análisis de la idoneidad 335

6.1.11. Incumplimiento de los deberes de realización de los test de idoneidad y de conveniencia 340

6.1.12. Conclusión: La asimetría informativa como factor de imputación penal en la responsabilidad de la persona jurídica 341

6.2. Principios regulatorios comunes al derecho administrativo y al derecho privado: transparencia y responsabilidad 342

6.2.1. Transparencia 342

6.2.2. Análisis de la transparencia 344

6.2.3. El control de la transparencia en la contratación como reflejo de la buena fe 346

6.2.4. Efectos del incumplimiento de los deberes de información 351

6.2.5. Análisis de servicios de sólo ejecución 352

6.2.6. Actualización legislativa: análisis de la Sentencia 1283/2018 de 17 de abril del Tribunal Supremo 353

6.2.7. Productos empaquetados para el inversor minorista o PRIIPs (Packaged Retail and Insurance-based Investment Products) 356

6.2.8. Fondos de inversión UCITs y no UCITs 357

6.2.9. Breve referencia al Documento de Información Fundamental (DIF) ... 359

6.2.9.1. Ámbito del Documento de Información Fundamental 360

6.2.9.2. Contenido del Documento de Información Fundamental 361

6.2.10. Referencia a la problemática del pasaporte comunitario en las operaciones transfronterizas de comercialización de productos derivados complejos 363

6.2.11. Responsabilidad del derecho público frente a la norma de derecho privado, Derecho Administrativo Sancionador 367

VII. PROBLEMÁTICA CONTRACTUAL: ERROR, DOLO, VIOLENCIA-INTIMIDACIÓN Y SUS EFECTOS EN EL ÁMBITO DE LA PERSONA JURÍDICA 375

7.1. Breve reseña a los contratos y su importancia en el ámbito del derecho bancario 375

7.2. Capacidad y prohibición de contratar. Referencia a la persona jurídica 377

7.3. Categorías contractuales y sus elementos: una aproximación desde la perspectiva de la persona jurídica 378

7.3.1. Elementos del contrato en la persona jurídica 380

7.3.1.1. Elementos esenciales 380

7.3.1.2. Elementos accidentales 381

7.3.1.3. Elementos naturales 381

7.4. Responsabilidad contractual y extracontractual de la persona jurídica en la contratación bancaria 382

7.4.1. Introducción 382

7.4.1.1. Diferencias sustantivas 383

7.4.1.2. Diferencias procesales 384

7.4.2. Ejemplos de sentencias condenatorias de la persona jurídica por responsabilidad contractual (*iura novit curia // da mihi factum, dabo tibi ius* – el juez conoce el derecho // dame hechos y yo te daré el derecho) 384

7.5. Contratación de productos financieros complejos: su problemática con respecto a la persona jurídica 386

7.5.1. Introducción 386

7.5.2. Responsabilidad penal de la persona jurídica en la comercialización de productos financieros complejos 390

7.6. Problemática precontractual 392

7.6.1. Los vicios en el consentimiento precontractual: error, dolo, violencia e intimidación 392

7.6.1.1. Tipos de error y sus consecuencias jurídicas 401

7.6.1.2. Tipos de error y sus consecuencias jurídicas en la responsabilidad penal de la persona jurídica 403

7.6.2. Dolo 406

7.6.2.1. Tipos de dolo 408

7.6.2.2. Dolo incidental y responsabilidad penal de la persona jurídica 409

7.6.3. Violencia: introducción histórica en nuestro ordenamiento jurídico ... 410

7.6.4. Violencia e intimidación como vicios del consentimiento y responsabilidad de la persona jurídica: conceptos homogéneos 412

7.6.5. Conclusión: Vicios del consentimiento y responsabilidad penal de la persona jurídica 417

VIII. EFICACIA JURÍDICO-PRIVADA DE LA NORMA DE DERECHO PÚBLICO 421

8.1. Historiografía. Sinergias entre derecho público y privado 421

8.2. Regulación o ejecución: la fusión normativa entre el derecho administrativo y el derecho privado 425

8.3. Derecho administrativo económico: diversas vertientes 429

8.4. La importancia de la norma público-administrativa en el mundo de la economía 430

8.5. Efectos de la externalización de las tareas de control público sobre el derecho privado: una nueva fórmula para reducir la asimetría informativa 431

8.6. Liquidación por parte de la administración de las entidades insolventes 432

8.7. Derivaciones hacia el derecho público ocasionadas por el incumplimiento de la normativa de derecho privado 434

8.8. El proceso de la heterocomposición en el ámbito del derecho bancario 436

8.9. Garantías procesales y posibles derivaciones hacia el derecho público en casos de derecho privado 438

8.10. Análisis de un caso particular: cesión de crédito derivada de un contrato administrativo. Derecho bancario vs. Derecho administrativo 440

8.11. Venta de participaciones accionariales: ámbito competencial derivado de una controversia 441

8.12. Proyección pública frente a la proyección privada de la responsabilidad de la persona jurídica en la comercialización de productos bancarios. Mecanismos de resolución 442

IX. RESPONSABILIDAD DE LA PERSONA JURÍDICA Y COMPLIANCE 447

9.1. Consideraciones generales acerca de la responsabilidad de las personas jurídicas en el tracto mercantil 447

9.2. Fundamentación sobre la cuestión de la responsabilidad de las personas jurídicas en nuestro derecho sancionador 454

9.3. La responsabilidad jurídica: criterios de atribución 455

9.4. Delitos societarios y su tratamiento en el código penal 456

9.5. Breve comparativa entre la circular 1/2011 y la circular 1/2016 de la fiscalía general del estado 458

9.5.1. Diferencias introducidas por la Circular 1/2016 (22 de enero de 2016) 460

9.6. La fundamentación del delito en la persona jurídica 462

9.7. El delito corporativo como extensión del delito individual 462

9.8. La persona jurídica y la problemática de los títulos de imputación . 464

9.8.1. Imputación objetiva..... 466

9.8.2. Imputación subjetiva..... 468

9.8.3. La culpabilidad..... 469

9.9. Relación existente a la hora de la responsabilidad entre ambas personalidades, jurídica y física..... 471

9.10. Determinación del beneficio en función de la imputabilidad sobre la persona jurídica..... 474

9.11. Imputabilidad e inimputabilidad de la persona jurídica..... 475

9.12. Medidas cautelares..... 476

9.13. Sanciones penales contra la persona jurídica: penas de carácter interdictivo..... 477

9.14. La asunción de la responsabilidad por parte de la persona jurídica: el proceso de conformidad..... 478

9.15. Derecho de presunción de inocencia en las personas jurídicas..... 479

9.16. Compliance o cumplimiento normativo: un nuevo eje sobre el que se asienta la cultura de la responsabilidad empresarial 481

9.16.1. Responsabilidad social corporativa y economía circular como preludio del Compliance 484

9.16.2. Origen y evolución del término Compliance 486

9.16.3. Compliance: diversas tendencias mundiales 487

9.16.4. El grupo de expertos y la convulsión comunitaria 488

9.16.5. Compliance: el caso norteamericano 488

9.16.6. Cumplimiento en el ordenamiento jurídico español 490

9.16.7. Norma UNE 19601 (Subcomité Técnico CTN 307 SC1 – Sistemas de gestión del cumplimiento y sistemas de gestión anticorrupción) 492

X. CONCLUSIONES 501

XI. LIMITACIONES Y FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN 511

11.1. Limitaciones conceptuales y metodológicas 511

11.2. Limitaciones del marco comparado y de la dimensión europea..... 512

11.3. Futuras líneas de investigación 513

XII. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS 517

SIGLAS Y ABREVIATURAS

AIFMD, Alternative Investment Managers Directive. En español Directiva de Gestión de Fondos Alternativos.

AVE, Autoridad Bancaria Europea

AEB, Asociación Española de Banca

CDS, Credit Default SWAP

CEMM, Comisión de Estudios del Mercado Monetario

CFTC, Commodity Futures Trading Commission

CRR, Capital Requirement Regulations

CRD, Capital Requirement Directive

ESAS, European Supervisory Authorities

HLEG, High Level Expert Group

ISDA, International SWAPs and Derivates Association, Inc., en español Asociación Internacional de Swaps y Derivados.

KID, Key Information Document

OM, Orden Ministerial

PRIIP, Packaged Retail and Insurance-based Investment Products

TFUE, Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea

TRORS, Total Rates of Return SWAPs (Tasa total de rendimiento en un SWAP)

UCIT, Collective Investment in Transferable Securities

ÍNDICE DE FIGURAS, DE TABLAS Y DE ANEXOS

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1. Comportamiento SWAP 168

Figura 2. Catálogo de delitos aplicables a las personas jurídicas Circular 1/2011 453

Figura 3. Principales diferencias en terminología entre la norma ISO 9001: 2008 y la norma ISO 9001: 2015 494

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1. Comparativa entre Forward y Futuros 75
Tabla 2. Comparativa Circular 1/2011 y Circular 1/2016 461

I – INTRODUCCIÓN

I. INTRODUCCIÓN

El objetivo de esta tesis va dirigido a vislumbrar y documentar la problemática surgida de la contratación de productos estructurados complejos que se hizo patente con el estallido de la gran crisis acaecida en el mundo y debida a la burbuja inmobiliaria-crediticia que se inició en el último semestre del año 2006, con la explosión financiera de las primeras entidades bancarias. Esta situación condujo al afloramiento de una serie de términos en inglés desconocidos para la mayoría del gran público en general que, sin embargo, revestían una gran importancia para todas aquellas personas que, sin conocerlos, se dejaron llevar por los cantos de sirena que lanzaron todas las entidades crediticias invirtiendo una parte muy sustancial de sus ahorros en dichos productos y que fueron colocados en el mercado por las entidades sin sopesar las nefastas consecuencias futuras que dichos productos traerían para estos desdichados inversores.

Para abordar esta problemática a lo largo de nuestro trabajo, trataremos de abordar de manera uniforme toda la normativa de carácter nacional y de igual manera lo haremos con la normativa europea o extranjera, dado que es un problema que, debido a su trascendencia ha sido común en la mayor parte de los países de nuestro entorno, de ahí que sea muy importante realizar un breve estudio del derecho comparado. Trataremos aspectos del derecho civil, igualmente abordaremos ampliamente el derecho penal español con aspectos tan relevantes como el riesgo permitido a la hora de la comercialización de estos productos por parte de las entidades financieras y la problemática común que se manifieste con respecto a la misma problemática en los países de nuestro entorno. Daremos especial relevancia a la problemática y las causas que han originado esta litigiosidad.

Consideramos que habrá que revisar la legislación contencioso-administrativa que debido a las posibles consecuencias que esta problemática ha generado por la irresponsabilidad por parte de los poderes públicos en la supervisión de las entidades comercializadoras. De igual manera consideramos importante revisar profundamente la Ley de Protección del consumidor y todas sus derivaciones que nos vayamos encontrando conforme vayamos avanzando en

el estudio de este tema, así como usaremos una gran cantidad de Jurisprudencia emitida por nuestros tribunales e incluso por tribunales extranjeros para poder comparar los distintos ilícitos cometidos ya sean de carácter civil como de carácter penal. En este último caso, nos gustaría poner de relevancia la figura de la estafa como hilo conductor de una de las hipótesis que se puedan barajar en este trabajo.

De igual manera consideramos como tema importante el estudio de dos conceptos que consideramos muy relevantes para ambas partes como son por un lado el tema de la asimetría informativa el cual afectaría a las entidades y, por otro, el tema del estudio de la idoneidad y conveniencia que en este caso afectaría a los intereses del cliente minorista o retail. Como hemos indicado anteriormente, para conocer este tema nos basaremos en casos concretos reflejados en las sentencias dictadas por nuestros tribunales.

Por tanto, trataremos de poner de manifiesto que este tipo de comportamientos han derivado en el ámbito de los delitos de carácter patrimonial, reflejados en nuestro Código penal, reflejados en el Título XIII y más concretamente en el Capítulo VI que trata el tema de las defraudaciones, más específicamente, el referido al campo de las estafas, en el artículo 248 y siguientes. Consideramos que los movimientos que se han ido sucediendo en innumerables operaciones de este calibre han constituido maniobras torticeras y falaces dirigidas a ocultar una realidad por parte de los agentes operadores en este campo y, de esta manera, ganar la voluntad de la persona perjudicada sacando partido, así, de su patrimonio.

Para analizar el estado del arte, se parte de la profundización en los conceptos y tipos de productos estructurados complejos. Asimismo, un punto de gran importancia a la hora de abordar esta temática es la responsabilidad que en este tipo de operaciones han venido teniendo y tienen las empresas o personas jurídicas cuyo elemento más destacado en este tipo de operaciones es que en muchas ocasiones pertenecen a sociedades o personas jurídicas ubicadas en el extranjero, pero con base de operaciones o sucursales sin personalidad jurídica en territorio nacional, para cuya circunstancia el ordenamiento español debe contemplar diversas posibilidades. Se hará especial referencia al artículo 31 bis de nuestro Código Penal en el que se prevén qué personas jurídicas se consideran penalmente responsables (incluyendo sociedades mercantiles estatales), así como aquéllas que quedan excluidas penalmente.

Distintas posibilidades han sido contempladas también por el ordenamiento europeo para mitigar o minimizar los riesgos de la contratación de este tipo de productos a través de diversos esfuerzos reguladores, expresión de los cuales son las diversas directivas MiFID (MiFID I, MiFID II and MIFIR) del Parlamento Europeo y del Consejo, cuyo objetivo primordial ha sido el establecer las coordenadas de transparencia, idoneidad y adecuación que se deben aplicar a tales transacciones para minimizar los riesgos en las operaciones objeto del estudio.

Por último, nos gustaría poner de relieve que, conforme avance nuestro estudio, nos iremos encontrando con nuevas derivaciones que trasladaremos al mismo.

1.1. HIPÓTESIS DE TRABAJO

La principal hipótesis de este proyecto investigador es que la problemática originada en torno a los productos derivados complejos tiene su base en este tipo de contratos, dada la complejidad de las condiciones articuladas en los mismos, y la falta de preparación técnica que tenían las personas que los contrataban (clientes minoristas) frente a las personas jurídicas o entidades financieras, así como la asimetría informativa que, como hemos dicho anteriormente, afectaría más a las entidades comercializadoras. Nuestra hipótesis se ve reforzada si analizamos cómo la mayor parte de las medidas legislativas van encaminadas a reducir la posición de inferioridad que caracteriza a una de las partes contratantes, el cliente retail, en tales transacciones.

Teniendo en cuenta esta hipótesis inicial, los objetivos de esta investigación se desglosan como sigue:

El primer objetivo por parte del discente será clarificar conceptualmente qué es un producto financiero complejo antes de afrontar las diversas cuestiones epistemológicas que se deriven a lo largo de este trabajo en relación con tal concepto.

En segundo lugar, y tras la consecución de nuestro primer objetivo, afrontaremos la clasificación y explicación de diversos productos financieros complejos haciendo especial hincapié en el Credit Default SWAP.

En tercer lugar, trataremos la normativa jurídica tanto de carácter nacional como de carácter europeo, haciendo un estudio de derecho comparado entre ambas por la amplitud del tema en cuestión.

Estudiaremos casos concretos de la litigiosidad a través de las sentencias emitidas por nuestros tribunales.

Profundizar en conceptos jurídicos estrechamente relacionados con tales contrataciones, que tienen un importante poder modulador, como son la responsabilidad de las personas jurídicas, junto con sus peculiaridades en el caso que nos ocupa.

1.2. METODOLOGÍA

Los medios utilizados son de naturaleza cualitativa y consisten en dar cuenta de las variables implicadas en la contratación de estos productos, las situaciones planteadas en la realidad, y las soluciones articuladas por el legislador. Los recursos metodológicos utilizados son mayormente cualitativos, como sigue:

- Descriptivos: Para conocer el estado del arte sobre esta temática, se ha llevado a cabo una revisión exhaustiva de las publicaciones existentes sobre la misma.
- Observación longitudinal: de las situaciones de litigiosidad por este tipo de contrataciones y la resolución de las mismas por los tribunales, desde el inicio de la crisis, a la actualidad.
- Documentación y datos extraídos de la realidad de la gestión bancaria, que son asimilables al estudio de caso que se puede encontrar en muchas investigaciones.

1.3. OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN

El presente apartado tiene por finalidad delimitar con claridad el propósito científico-jurídico de la tesis, articulando un objetivo general y un conjunto de objetivos específicos que permitan abordar de manera ordenada y sistemática la compleja problemática de la contratación y comercialización de productos financieros estructurados de alto riesgo. La correcta formulación de los objetivos resulta esencial para enmarcar el alcance del estudio, orientar el análisis dogmático

y jurisprudencial, y proporcionar coherencia metodológica a la investigación, especialmente en un ámbito caracterizado por la concurrencia de distintas ramas del Derecho —civil, penal, administrativo y financiero—, así como por la interacción entre marcos normativos nacionales, europeos e internacionales.

1.3.1. Objetivo general

El objetivo general de esta tesis consiste en analizar de forma integral la naturaleza jurídica, los riesgos inherentes y las implicaciones normativas, jurisprudenciales y sancionadoras de la comercialización de productos financieros estructurados complejos, con especial atención a:

- la asimetría informativa existente entre entidades financieras y clientes minoristas;
- la deficiente transparencia contractual en la fase precontractual y en la ejecución del contrato;
- la posible concurrencia de ilícitos civiles, administrativos y penales, particularmente en relación con conductas subsumibles en la figura de la estafa y otros delitos patrimoniales;
- y la responsabilidad de las personas jurídicas, tanto en el marco penal (art. 31 bis CP) como en el administrativo y civil.

Este objetivo general persigue, en última instancia, elaborar un diagnóstico jurídico fundamentado que permita comprender las causas que originaron la litigiosidad derivada de la comercialización de estos productos y proponer criterios interpretativos que contribuyan a reforzar la protección del inversor y mejorar la transparencia del mercado financiero.

1.3.2. Objetivos específicos

Derivado del objetivo general, la investigación se estructura en los siguientes objetivos específicos, diseñados para guiar de forma precisa el desarrollo del trabajo:

- Delimitar conceptualmente el significado, alcance y tipología de los productos financieros estructurados complejos, atendiendo a su

configuración técnica, a su evolución en los mercados europeos y estadounidenses, y a su tratamiento doctrinal y regulatorio.

- Examinar las diferentes categorías de productos financieros complejos, con especial atención a los Credit Default Swaps (CDS) y otros derivados cuya comercialización resultó particularmente problemática durante la crisis financiera de 2006-2008, evaluando sus riesgos, su estructura y su función económica.
- Analizar la normativa nacional y europea aplicable a la comercialización de estos productos, incluyendo la Ley del Mercado de Valores, las Directivas MiFID I y MiFID II y el Reglamento MiFIR, así como la legislación de protección del consumidor, incorporando un estudio de derecho comparado con los ordenamientos jurídicos de países especialmente afectados.
- Estudiar la litigiosidad generada, mediante el análisis exhaustivo de la jurisprudencia española y extranjera que ha abordado supuestos de nulidad contractual por vicio en el consentimiento, incumplimientos informativos, responsabilidad por mala praxis bancaria y eventuales ilícitos penales.
- Profundizar en la figura de la responsabilidad de las personas jurídicas, abordando su configuración dogmática en el Derecho español y europeo, las particularidades de su aplicación en el ámbito financiero, y la trascendencia del cumplimiento normativo (compliance) como mecanismo preventivo.
- Determinar la incidencia penal que pueden presentar determinadas conductas relacionadas con la comercialización de estos productos, con especial referencia al delito de estafa (arts. 248 y ss. CP) y otros delitos patrimoniales o socioeconómicos, valorando si las prácticas acreditadas en la crisis pueden subsumirse en dichas figuras delictivas.
- Identificar las carencias regulatorias y de supervisión que pudieron contribuir al incremento del riesgo sistémico y de la litigiosidad, valorando el papel desempeñado por las autoridades nacionales (CNMV, Banco de España) y europeas (ESMA).

- Proponer criterios interpretativos y de mejora normativa orientados a reforzar la transparencia del mercado, la protección del inversor minorista y la responsabilidad de las entidades oferentes, desde una perspectiva multidisciplinar pero con fundamento en el marco jurídico español y europeo.

En cuanto a la justificación de la investigación cabe decir que la elección del estudio sobre la contratación y comercialización de productos financieros estructurados complejos encuentra su fundamento en la profunda transformación que experimentó el mercado financiero internacional a raíz de la crisis inmobiliario-crediticia iniciada en 2006. Dicha crisis puso de manifiesto la existencia de prácticas bancarias opacas, la proliferación de instrumentos financieros de alta complejidad y la insuficiente supervisión de las autoridades públicas, generando un escenario de vulnerabilidad estructural para los inversores minoristas.

La necesidad de esta investigación se justifica, en primer lugar, por la insuficiente protección jurídica del inversor durante el período previo a la crisis y por el notable incremento de litigiosidad que se ha producido desde entonces. Los tribunales españoles y europeos se han visto obligados a pronunciarse repetidamente sobre supuestos de nulidad contractual, responsabilidad civil, incumplimiento de deberes informativos y posibles ilícitos penales derivados de la comercialización masiva de estos productos. La heterogeneidad de criterios jurisprudenciales y la complejidad técnica de los productos examinados hacen imprescindible un análisis sistematizado que integre las distintas ramas del Derecho involucradas.

En segundo lugar, la tesis se justifica por la trascendencia socioeconómica de las prácticas investigadas. Las pérdidas sufridas por los inversores minoristas y el deterioro de la confianza en el sistema financiero han demostrado que la opacidad contractual puede tener consecuencias devastadoras no solo a nivel individual, sino también para la estabilidad económica general.

En tercer lugar, la necesidad de esta investigación responde a la evolución normativa reciente, especialmente en materia de responsabilidad de las personas jurídicas, transparencia en la comercialización de productos financieros y protección del consumidor. La articulación dogmática del artículo 31 bis del Código Penal, las reformas del mercado de valores y la implementación de las

Directivas MiFID constituyen ámbitos que exigen una reconstrucción doctrinal precisa y una interpretación jurisprudencial integrada.

Finalmente, la tesis se justifica desde una perspectiva académica por la escasez de estudios jurídicos exhaustivos y transversales que aborden simultáneamente la dimensión civil, penal, administrativa y europea de esta problemática. La presente investigación pretende paliar este vacío y ofrecer un análisis riguroso que contribuya a mejorar la comprensión, el debate doctrinal y la actuación de operadores jurídicos y económicos.

II –PRODUCTOS FINANCIEROS COMPLEJOS. CONCEPTO

II. PRODUCTOS FINANCIEROS COMPLEJOS. CONCEPTO

2.1. CONCEPTO DE PRODUCTO DERIVADO, PRODUCTO FINANCIERO COMPLEJO Y SUS CARACTERÍSTICAS.

2.1.1. Producto derivado. Conceptualización

El término derivado proviene de los Estados Unidos de América, de sus leyes de transparencia o también "blue sky law", cuyo asentamiento fue en los años 30 del pasado siglo. Con esta normativa se designó al negocio jurídico a término como contratos derivados o acuerdos de transacción y al objeto de la contratación se le denominó Comercio de registro futuro.

Para aclarar lo que es un producto derivado, diremos que son aquellos productos cuyo valor está indexado al valor de otro activo al que llamaríamos activo subyacente, como por ejemplo, un bono contingente convertible, cuyo valor depende de la evolución del precio de las acciones de la entidad que lo ha emitido. Esta definición remite más a una conceptualización económica que propiamente jurídica, la cual sería harto difícil de concretar, por tanto, cuando hablamos de la definición de carácter económico de estos productos, para resumir lo anteriormente dicho, podríamos mencionar que este tipo de productos conllevan una serie de operaciones a plazo, cuyo cumplimiento será diferido para ambas partes contratantes.

Ahondando en la definición de producto derivado diríamos que se podría conceptuar como una operación a término o a plazo en la cual se establecen los detalles de dicha operación en el momento del acuerdo, mientras que el intercambio de efectivo se producirá en un plazo futuro[1]. Estas operaciones a plazo pueden ser también contratables en diferentes mercados extranjeros con la forma

[1] COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV)., *Productos complejos y no complejos.* Disponible en: https://www.cnmv.es/Portal/Inversor/Derivados.aspx [consultado el 29 de julio de 2022].

de valores mobiliarios y, en el caso del mercado español también valores negociables.

Un ejemplo de activo subyacente sería el siguiente: la compra de un kilo de carne. El acuerdo y la transacción se realizan al momento, dinero por mercancía según el precio establecido en ese momento concreto. Supongamos que acordamos con el carnicero que la próxima semana nos venda el mismo kilo de carne pero al precio de hoy. Esta última transacción supone un riesgo para ambas partes ya que puede jugar a favor o en contra de cualquiera de las dos. Sirva como aclaración el decir que el activo subyacente lo constituye la materia prima que en este caso es la carne.

Este tipo de productos está sujeto a lo que llamamos el efecto apalancamiento debido a que la inversión inicial suele ser reducida en comparación con el subyacente que se obtendrá en un futuro, si bien hay que aclarar que el efecto multiplicador puede darse tanto en sentido positivo como negativo. De ahí que conlleven un alto riesgo y de ahí que resulte necesario que haya una simetría informativa por parte del comercializador y un suficiente conocimiento financiero por parte del comprador.

Los derivados de crédito son contratos bilaterales por los cuales una de las partes (comprador de protección) paga una cantidad a la otra (vendedor de protección) a cambio del derecho a recibir de ésta un pago que solo se producirá si tiene lugar un evento de crédito (impago, quiebra, obligación de declarar quiebra, restructuración, etc.) relativo a la entidad o entidades de referencia o al activo de referencia del derivado de crédito. El derivado de crédito por antonomasia es el CDS o Credit Defaul Swap. Estos instrumentos han sufrido grandes transformaciones desde el inicio de su negociación allá por los años 60 e incluso en el período de los últimos 10 años a cómo hoy son conocidos.

Por tanto, en estos mercados el conjunto de la contratación que se realiza se hace a través de una negociación de títulos o valores mobiliarios por un lado y, por otro se realiza la contratación específica y organizada de productos derivados[2].

Sin embargo, existen mercados en los que sólo se comercializan este tipo de contratos derivados, garantizando así la seguridad en el cumplimiento de las operaciones y justificando su negociación de forma aislada al resto al resto de productos que se negocian en las bolsas clásicas de valores. Estos mercados están regulados en un Real Decreto 1282/2010, de 15 de octubre, por el por el que se regulan los mercados secundarios oficiales de futuros, opciones y otros instrumentos financieros derivados, al igual que por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la obsoleta Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. En la Ley 47/2007, en su artículo 59 se modifica y se introducen los elementos necesarios para la modernización de los mercados secundarios oficiales de instrumentos financieros derivados.

En España el mercado oficial de futuros y opciones financieras es conocido con el nombre de MEFF (Mercado Oficial de Opciones y Futuros Financieros), que se creó en el año 1989 que integró al AIAF (Asociación de Intermediarios de Activos Financieros) y al SENAF (Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros) para crear el mercado de holdings financieros S.A. El MEFF gestiona las garantías, cobros y pagos, del mercado de derivados, de futuros y opciones en la bolsa española. Su característica más llamativa es la iliquidez en la mayoría de sus productos cotizados. Las características que presenta dicho mercado son las siguientes: los contratos tienen un carácter estandarizado, por lo tanto, el subyacente, el importe nominal y la fecha de vencimiento están predeterminadas; el inversor no las puede modificar. Una segunda característica es que el contrato se puede comprar o vender en cualquier momento de la sesión de negociación, es

[2] IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J. W., y SALIDO GUSI, J., "Instrumentos derivados (1). Contratos de futuros y opciones", en YZQUIERDO TOLSADA, M. (dir.), *Contratos civiles, mercantiles, públicos, laborales, internacionales, con sus implicaciones tributarias. Tomo XI. Contratos del mercado de valores,* Thomson Reuters Aranzadi, Pamplona, 2014, p. 549.

decir, no hay que esperar a la fecha de vencimiento. En tercer lugar, la negociación se hará a través de un intermediario autorizado sólo miembro del MEFF. Por último, en algunos casos de venta de futuros u opciones, ambas partes realizarán un depósito de garantía para asegurar el cumplimiento de las obligaciones de pago[3].

2.1.2. Producto financiero complejo

Por arrojar un poco más de luz, el concepto "instrumento financiero" procede del ámbito de la contabilidad, para ser más exactos, la Normativa Internacional de Contabilidad, NIC[4], en su número dos, contempla una definición de instrumento financiero que reza como sigue: "cualquier contrato que da lugar, simultáneamente, a un activo financiero en una entidad y a un pasivo financiero o a un instrumento de patrimonio en otra entidad".

El cambio implícito que trajo consigo el desarrollo económico que ha experimentado nuestra sociedad en la última década y que no tiene fin debido al gran avance socioeconómico y cultural en el que todas las sociedades se ven inmersas, ha ocasionado que, de igual manera, se generen multitud de productos complejos financieros. Estos han sido inventados y desarrollados por los innumerables equipos matemáticos y jurídico-económicos que puebla todas las entidades financieras existentes.

Ateniéndonos a esta definición, se calificaría como activo financiero a un derecho de naturaleza contractual a recibir en efectivo o en forma de otro activo

---

[3] COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV)., *Productos complejos y no complejos*, *op. cit.*

[4] Las Normas Internacionales de Contabilidad datan del año 1973 y fueron elaboradas por la Junta de Normas Internacionales de Contabilidad. Están recogidas en el Comité de Normas Internacionales de Contabilidad hasta el año 2001. A partir de ese año es sustituido por una asociación privada cuya sede está en Londres y pasan a denominarse Normas Internacionales de Información Financiera.

financiero de otra entidad.[5] Incluso en el derecho derivado de la Unión Europea, de sus distintas directivas como, por ejemplo, ocurre con la MIFID II, que en su art. 4.1. y en su apartado 15 habla de instrumentos financieros remitiendo al lector a su Anexo I, sección C, en el que tampoco se encuentra concepto alguno sino simplemente un elenco de diversos supuestos calificados como instrumentos financieros. Para los autores que se ocupan del estudio de este tipo de mercados, los instrumentos financieros son calificados como valores negociables o contratos susceptibles de negociación organizada en un mercado de valores concreto[6].

Incluso en nuestro derecho español, en el marco de nuestro Plan General de Contabilidad de 2007[7] en el marco de las normas de registro y valoración (parte segunda) define instrumento financiero de una forma muy similar al que se refieren las normas internacionales de contabilidad NIC / IFRS[8] (norma 9ª)[9].

¿Qué se entiende, por tanto, por producto financiero complejo? No encontramos una definición específica de instrumento financiero complejo en nuestra ley del Mercados de Valores, pero el anexo del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley 47/2007, de 19 de diciembre que, a su vez, modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio,

---

[5] BUSTO LAGO, J. M., El contrato de permuta financiero como instrumento de cobertura del riesgo del tipo de interés. Thomson Reuters Aranzadi, Pamplona, 2018, pp. 33-34.

[6] ZUNZUNEGUI PASTOR, F., *Derecho del mercado financiero*. Editorial Marcial Pons, Madrid, 2005, pp. 169 y ss.

[7] RD 1514/2007 de 16 de noviembre en el BOE núm. 278 de 20 de noviembre de 2007.

[8] IFRS: International Financial Reporting Standars, en español conocidas como Normas Internacionales de información financiera (NIIF). Son utilizadas para unificar las prácticas contables en diversos países, impulsando la competitivad y atrayendo una inversión transparente.

[9] BUSTO LAGO, J. M., El contrato de permuta financiero como instrumento de cobertura del riesgo del tipo de interés. op.cit., pp. 35 y ss

del Mercado de Valores (B.O.E. núm. 304, de 20 de diciembre)[10], sin definir los productos financieros complejos[11], enumera los que se consideran instrumentos financieros en general[12]. Posteriormente en el apartado 3.d y siguientes tratará del

[10] Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, que aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (B.O.E. núm. 255, de 24 de octubre, rect. por el núm. 296, de 11 de diciembre).

[11] Creemos conveniente aclarar que la terminología producto financiero complejo no es más que una adjetivación que no tiene carácter jurídico y que hace referencia a los instrumentos híbridos de capital que en ocasiones también llevan un derivado inherente a ellos. Por tanto, el adjetivo "complejo" hace referencia a la dificultad en la comprensión de determinados productos bancarios para un determinado tipo de cliente y, de igual manera al enorme riesgo financiero que éstos conllevan para el cliente en cuestión, los cuales pueden llegar a ocasionarles unas pérdidas económicas irreparables.

[12] A continuación, detallamos conforme a lo expuesto en la ley cuáles son los productos financieros que esta ley determina como productos financieros en general:

Valores negociables, entendiendo como tales cualquier derecho de contenido patrimonial, cualquiera que sea su denominación que, por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado financiero, incluyendo las siguientes categorías de valores, con excepción de los instrumentos de pago:

Acciones de sociedades y otros valores equiparables a las acciones de sociedades, y recibos de depositario.

Bonos y obligaciones u otras formas de deuda titulizada, incluidos los recibos de depositario representativos de tales valores. A efectos de lo dispuesto en esta ley se entenderá por representativos de acciones los valores negociables en el mercado de capitales, que representan la propiedad de los valores de un emisor no residente, y pueden ser admitidos a negociación en un mercado regulado y negociados con independencia de los valores del emisor no residente.

Los demás valores que dan derecho a adquirir o a vender tales valores negociables o que dan lugar a una liquidación en efectivo, determinada por referencia a valores negociables, divisas, tipos de interés o rendimientos, materias primas u otros índices o medidas.

Instrumentos del mercado monetario, entendiendo como tales las categorías de instrumentos que se negocian habitualmente en el mercado monetario, como letras del Tesoro, y efectos comerciales, excluidos los instrumentos de pago.

Participaciones y acciones en instituciones de inversión colectiva, así como de las entidades de capital-riesgo y las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado.

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 mediante entrega física o en efectivo.

Contratos de opciones, futuros, permutas (swaps), contratos a plazo y otros contratos de derivados relacionados con materias primas que deban liquidarse en efectivo o que puedan liquidarse en efectivo a elección de una de las partes por motivos distintos al incumplimiento o a otro suceso que lleve a la rescisión del contrato.

Contratos de opciones, futuros, permutas (swaps) y otros contratos de derivados relacionados con materias primas que puedan ser liquidados mediante entrega física, siempre que se negocien en un mercado regulado o un sistema multilateral de negociación (SMN) o un sistema organizado de contratación (SOC), excepto por lo que respecta a los productos energéticos al por mayor, según la definición del artículo 2, punto 4, del Reglamento (UE) no 1227/2011, que se negocien en un SOC y deban liquidarse mediante entrega física.

Contratos de opciones, futuros, permutas (swaps) acuerdos a plazo y otros contratos de derivados relacionados con materias primas que puedan ser liquidados mediante entrega física no mencionados en el apartado anterior y no destinados a fines comerciales, que presenten las características de otros instrumentos financieros derivados.

Instrumentos derivados para la transferencia del riesgo de crédito.

Contratos financieros por diferencias.

Contratos de opciones, futuros, permutas (swaps), acuerdos a plazo y otros contratos de derivados relacionados con variables climáticas, gastos de transporte o tipos de inflación u otras estadísticas económicas oficiales, que deban liquidarse en efectivo o que puedan liquidarse en efectivo a elección de una de las partes por motivos distintos al incumplimiento o a otro suceso que lleve a la rescisión del contrato, así como cualquier otro contrato derivado relacionado con activos, derechos, obligaciones, índices y medidas no mencionados en este Anexo, que presentan las características de otros instrumentos financieros derivados, teniendo en cuenta, entre otras cosas, si se negocian en un mercado regulado, SOC o SMN.

Derechos de emisión consistentes en unidades reconocidas a los efectos de la conformidad con los requisitos de la Directiva 2003/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 13 de octubre de 2003 por la que se establece un régimen para el comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero en la Comunidad y por la que se modifica la Directiva 96/61/CE del Consejo.

SWAP que sí estaría considerado de gran complejidad y que abordaremos en este trabajo en capítulos posteriores.

Por tanto, frente a una indefinición clara por parte de la ley nos disponemos a aclarar la diferencia entre los productos complejos y los que no lo son. Empezaremos por los segundos. Están definidos en el anexo de la Ley del Mercado de Valores, en concreto, en los apartados a, b y c[13]. Según la Comisión Nacional del Mercado de Valores[14], se consideran productos no complejos aquéllos que cumplen una serie de características descritas por dicho organismo, a saber: son productos que pueden ser reembolsados al comprador de manera frecuente y siempre a precios conocidos públicamente. De forma general, es fácil reconocer su valor en cualquier momento de su vida útil y, por supuesto, es posible hacerlos efectivos en un momento determinado que le convenga al inversor y en período breve de tiempo. En caso de pérdidas, éstas no serán superiores al importe de su coste de adquisición o, dicho de otra manera, a lo que invirtió inicialmente. También estos productos son objeto de una información pública, completa, detallada y muy comprensible para el inversor minorista acerca de las características del producto. Por último, resaltar que no son productos derivados (ver apartado 2, infra).

En cuanto a los productos financieros complejos, intentaremos dar una breve definición, construyéndola sobre las características más relevantes de éstos. Podemos definir como productos complejos 1) aquéllos que en ocasiones tienen un carácter híbrido[15], es decir, que se pueden transformar en acciones como, por ejemplo, sucede con los bonos contingentes convertibles (CoCos); 2) son perpetuos,

---

[13] Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, que aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (B.O.E. núm. 255, de 24 de octubre, rect. por el núm. 296, de 11 de diciembre).

[14] COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV)., *Productos complejos y no complejos*, *op. cit.*

[15] Según la Comisión Nacional del Mercado de Valores productos híbridos son aquellos que por su naturaleza no pueden clasificarse como de renta fija, ni tampoco de renta variable. De ahí su carácter híbrido, ya que tienen algunos aspectos asimilables a la renta fija y otros aspectos de la renta variable (vid: https://www.cnmv.es/portal/Inversor/Hibridos.aspx).

no reembolsables, es decir, el vencimiento es a un plazo indeterminado, que lo marcará generalmente la propia entidad financiera, por lo que la cantidad invertida no es recuperable a voluntad del cliente; 3) Además, concurre en todos estos productos una circunstancia que es el alto riesgo asumido por el inversor[16].

Recapitulando podríamos definir como productos financieros complejos los que no cumplen con las condiciones o características referidas a los productos no complejos ya citadas supra. Los productos complejos, por tanto, suponen un mayor riesgo para el inversor, un desconocimiento de su valor a lo largo de toda la vida del contrato, menor liquidez, y una imposibilidad de recuperar la inversión en un momento determinado, decidido por el inversor. En definitiva, conllevan una dificultad grande de comprensión acerca del riesgo asociado a ellos. Estos instrumentos financieros requieren un conocimiento exhaustivo por parte del inversor para poder ser concluido con éxito.

Además de lo dicho anteriormente, destacaremos como peculiaridades genéricas de este tipo de valores cuatro principalmente[17]. En primer lugar, su contenido patrimonial; en segundo lugar, que han de tener un contenido negociable; como tercera característica es importante destacar que se han de

[16] De ahí la problemática cuando se comercializan a clientes no aptos, no por estar incluido en el ADN del propio producto complejo, sino más bien por la dejación de las entidades comercializadoras que han ocultado información primordial para su comercialización incurriendo en una grave falta de transparencia por parte de dichas entidades. Por tanto, la información pública sobre las características del producto debe ser completa y comprensible cuando se trate de un inversor minorista, de forma que desaparezca la asimetría informativa presente en este tipo de transacciones. Sobre este punto nos extenderemos mucho más ya que es el objetivo principal de esta tesis doctoral; son productos de alto riesgo inversor, dado que el inversor puede no sólo perder el importe invertido inicialmente, sino que además puede incurrir en un saldo negativo con respecto a la entidad contratante.

[17] Artículo 2 y Anexo del Real Decreto-ley 14/2018, de 28 de septiembre, por el que se modifica el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre (B.O.E. núm. 236, de 29 de septiembre),

agrupar en emisiones y, por último, y no menos importante, hay que hacer alusión a su mercabilidad o capacidad de acceso a los distintos mercados financieros.

Valero Fernández-Reyes[18] clasifica en seis las características de los contratos de derivados financieros, a saber: en primer lugar, se trata de contratos atípicos. El contrato atípico carece de una regulación legal específica, si bien el producto derivado se puede asemejar al contrato de compraventa a término, al contrato preparatorio de opción o al denominado contrato diferencial[19]. Este último es un contrato totalmente atípico en el derecho español.

Otra de las características de este contrato es su carácter mercantil. Es el más utilizado por las empresas de inversión y entidades de crédito. Se rige por un Real Decreto 1282/2012 de mercados secundarios oficiales de futuros, opciones y otros instrumentos financieros derivados, además de por las disposiciones generales aplicables a todos los contratos mercantiles, aparte de por el Código de Comercio y la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

La tercera característica sería la onerosidad de este tipo de contratos, un ejemplo de los mismos serían los forwards. En este contrato puede existir tanto un régimen de obligaciones recíprocas por ambas partes, como la existencia de una única parte obligada a satisfacer el pago a la otra.

En función de los tipos, nos encontramos con el llamado a plazo o a término. Como su nombre indica, se pacta un diferimiento en la ejecución (sería el caso de un contrato de opción) o, por el contrario, puede ser una prestación a realizar en un período de tiempo determinado (como sería el SWAP de tipo de interés).

Otro de los tipos sería el contrato autónomo o vinculado. En este tipo de contratos la relación obligatoria que se pacta entre las partes es única y principal en

---

[18] VALERO FERNÁNDEZ-REYES, A., "Los derivados financieros y el derecho real de hipoteca", en ALONSO LEDESMA, C./ ALONSO UREBA, A. (Dirs.), *Estudios jurídicos sobre derivados financieros,* Aranzadi, Pamplona, 2013, pp. 541 y ss.

[19] Es aquel contrato en el que tiene lugar una negociación, en la cual un comprador y un vendedor pactan una operación aplazada en la, en vez de cumplir sus respectivas prestaciones, se pagan una serie de diferencias acaecidas en un subyacente determinado o acordado previamente por las partes (por ejemplo, una cotización de un índice bursátil).

sí misma como, por ejemplo, un SWAP en cobertura de intereses de un préstamo previo.

Desde el punto del autor la complejidad no constituye un término jurídico, simplemente describiría una serie de instrumentos, productos, herramientas, aperos, y un largo etcétera de sustantivos, usados en el mundo financiero y cuya dificultad de comprensión por parte de los no profesionales en ese ámbito es evidente, ya que son productos destinados a objetivos que no tienen cabida en la economía retail. Por tanto, a partir de ahora, cuando mencionemos este tipo de productos lo haremos con dicho término o utilizaremos la terminología más concreta de instrumentos híbridos de capital.

Lo primero que deberíamos destacar, siguiendo a Valero Fernández-Reyes[20], es que la naturaleza jurídica de un instrumento híbrido de capital (a partir de ahora les llamamos instrumentos híbridos de capital porque la terminología producto complejo con o sin derivados es una terminología más genérica, pero sin acepción jurídica, por lo que la terminología producto complejo hace referencia a algo difícil de entender con lo cual es aplicable a todos los productos financieros con características que los convierten en complejos. El nombre técnico será "híbridos de capital". Así se deduce de autores como el profesor Sequeira Martín o Tejedor Bielsa, etc., no constituye en sí misma un título o valor, cuyas características de atribución de un derecho de propiedad a su titular son inexistentes en este tipo de instrumentos híbridos. Lo que queremos decir es que este tipo de productos a diferencia de, por ejemplo, los títulos valores (las acciones de una compañía) no otorgan un derecho de propiedad estrictamente entendido a su titular (de ahí la denominación de híbridos). Las acciones atribuyen la calidad de socio de la compañía al propietario de las mismas, atribuyéndole una serie de derechos que un instrumento financiero híbrido, complejo, con derivado o sin él, etc., no otorgan

[20] VALERO FERNÁNDEZ-REYES, A., "Los derivados financieros y el derecho real de hipoteca", *op.cit.*, pp. 541 y ss.

a quien lo ha contratado[21], como queda reflejado en el capítulo II, artículo 93 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de sociedades de capital (B.O.E. núm. 161, de 3 de julio, rect. B.O.E. núm. 210, de 30 de agosto)[22][23].

2.1.3. Productos Over the Counter

Los dirigentes del G20 establecieron, en septiembre de 2009[24], que cualquier contrato de derivados OTC normalizado debería negociarse en bolsa o en plataformas de contratación electrónica y compensarse a través de contrapartes centrales, como muy tarde a partir del año 2013.

Definiremos mercados Over the Counter como mercados extrabursátiles en los cuales se negocian distintos instrumentos financiero como, por ejemplo, bonos, SWAP, divisas, acciones, etc., de manera directa y entre dos partes. Para ello ambas partes utilizan lo que se llama contratos OTC en los que se acuerda la forma de liquidación de cada operación.

---

[21] CAMPUZANO LAGUILLO, A. B., "Las clases de acciones. Tipología y limitaciones", en VEIGA COPO, A. B. (dir.), *Estudios jurídicos sobre la acción,* Aranzadi, Cizur Menor, 2014, p. 20.

[22] Código de Comercio y Leyes Complementarias, Aranzadi, Cizur Menor, 2019, p. 817.

[23] Artículo 93. Derechos del socio.

En los términos establecidos en esta ley, y salvo los casos en ella previstos, el socio tendrá, como mínimo, los siguientes derechos:

a) El de participar en el reparto de las ganancias sociales y en el patrimonio resultante de la liquidación.

b) El de asunción preferente en la creación de nuevas participaciones o el de suscripción preferente en la emisión de nuevas acciones o de obligaciones convertibles en acciones.

c) El de asistir y votar en las juntas generales y el de impugnar los acuerdos sociales.

d) El de información.

[24] Conferencia de Pittsburgh.

Los contratos OTC se pueden formalizar entre un banco de inversión y un cliente, generalmente una empresa que necesita financiación, pero también podría ser otra entidad financiera, en cuyo caso el marco normativo es el clausulado del International SWAPs and Derivatives Association, de aquí en adelante, ISDA. Por tanto, hay que poner de relieve que este mercado no es para un público general o inversores retail. Son, por tanto, mercados innovadores ya que existe una libertad de negociación y, a la vez, una falta de normalización en cuanto a sus parámetros rectores y la especificidad de los productos que se negocian. De aquí se infiere la necesidad manifestada anteriormente de aplicar cotas a los productos negociados en este tipo de mercados.

Cabe poner de manifiesto que son mercados en los que el riesgo es mayor que en los mercados tradicionales debido a la inexistencia de una cámara de compensación[25], también conocida como entidades de contrapartida central.

Las características de estos mercados pueden ser bilaterales, en los cuales los vendedores o creadores de mercado publican unos precios de compra y de venta vía telefónica o a través de pantallas y todas las operaciones se ejecutan contra la cuenta de ese agente o vendedor. Por otro lado, están los multilaterales en los que a través de una pantalla que está operada por varios agentes o brokers las operaciones se ejecutan entre terceros sin que el intermediario ejerza de contrapartida o agencia[26].

Por tanto, los objetivos perseguidos por el G20 en la Conferencia de Pittsburgh, y que se han instaurado a partir del año 2013, han sido la transparencia

---

[25] Son organismos que pertenecen a grandes bancos, que pertenecen a grandes entidades financieras y que tienen como función la facilitación de comercio de acciones y derivados en los mercados internacionales. A través de estas cámaras se realizan los pagos y cobros por compensación de determinados instrumentos como son letras de cambio, pagarés, talones y cheques. Por tanto, su finalidad es el intercambio o liquidación entre entidades bancarias de transferencias de cargos, abonos, cheques, etc.

[26] BBVA., "Qué son los mercados *over-the-counter* (OTC)." *BBVA*, 21 de febrero de 2023. Disponible en: https://www.bbva.com/es/que-son-los-mercados-over-the-counter-otc/ [consultado el 21 de febrero de 2023].

y la normalización de este tipo de contratos OTC. La transparencia se ha implementado a través de los Trade Repository o registros de operaciones, a través de la MIFID II, que también implementa la transparencia pre y post contractual. Se instauran, además, sistemas CSA o Control Self-Assessment, que son controles internos dentro de la empresa[27].

2.1.4. Productos estandarizados *vs* Over the Counter

Entendemos por productos estandarizados cualquier producto financiero además de los derivados que se negocian de manera regular en las bolsas de valores organizadas. La diferencia con los productos que se negocian en los diversos mercados Over The Counter (en adelante, OTC) no sólo se aprecia en el lugar sino también en la manera de su negociación, **como hemos indicado en el apartado anterior**. En los mercados en los que dichos productos cotizan en las distintas bolsas de valores, los derivados estandarizados cuentan con plazos específicos tanto de entrega como de liquidación. Antiguamente los inversores de viva voz gritaban en los recintos de las bolsas de valores para ordenar compras y ventas. Con la tecnología informática este método ha evolucionado[28].

Todas las operaciones que se hacen con estos derivados negociados se han de informar públicamente y se liquidan en una Cámara de Compensación[29] que estará obligada a pagar en caso de incumplimiento por parte del vendedor. Por el contrario, las operaciones de los mismos derivados pero en un mercado OTC son de naturaleza bilateral en la que todos los términos del contrato como calidad en la entrega, cantidad, ubicación, fecha, precio, etc., se negocian entre las dos partes

---

[27] Anexo III del CMOF (Contrato Marco de Operaciones Financieras)

[28] MONEX., "¿Qué son los mercados *over the counter* (OTC)?" *Blog MONEX*, 1 de septiembre de 2022. Disponible en: https://blog.monex.com.mx/instrumentos-financieros/que-son-los-mercados-over-the-counter-otc [consultado el 1 de septiembre de 2022].

[29] La Cámara de Compensación o Clearing House es una institución financiera que se formó para facilitar el intercambio o compensación de transacciones de pagos, valores o derivados. Esta institución la componen dos firmas de compensación también conocidas como firma miembro o participante y cuyo propósito es reducir el riesgo de que una firma miembro no cumpla con sus obligaciones de liquidación comercial.

implicadas. Dichas transacciones se pueden realizar por cualquier medio de comunicación o telemático pero los precios no se informarán públicamente.

Los derivados estándar también son conocidos como derivados listados ya que funcionan en mercados listados. Hay que destacar que estos también funcionan a través de un esquema de depósitos colaterales iniciales y llamadas de margen en la Cámara de Compensación, mientras que en los mercados OTC se trabaja bajo un esquema de líneas de crédito otorgadas directamente entre las distintas instituciones financieras participantes. Por ello, hay que reseñar que los derivados estandarizados funcionan con contratos cuyas características vienen previamente definidas por el mercado de valores allá dónde operen. Por el contrario, en los mercados OTC dichas condiciones son pactadas interpartes. Dicho de otra manera, son como un traje hecho a medida de las partes participantes[30].

2.2. TIPIFICACIÓN DE LOS MERCADOS DE ACTIVOS DERIVADOS

Desde una retrospectiva de la historia, podemos hablar de la primera generación de mercados de activos derivados en la segunda mitad del siglo XIX, alrededor del año 1848, en lo que se constituyó en el CEBOT (Chicago Board of Trade). Por tanto, podemos considerar a éste como el padre de los mercados de activos derivados. Posteriormente, se fueron creando otros, como, por ejemplo, el Kansas City Board of Trade, en el año 1856, el New York Cotton Exchange, del año 1870, el Minneapolis Grain Exchange, en 1881. En este último caso se extendió a Canadá, abriendo el Winnipeg Commodity Exchange. Posteriormente, ya se empezaron a crear este tipo de mercados en diversos continentes, especialmente en aquéllos en los que las materias primas agrícolas constituían un componente predominante de la economía.

En Europa en esa época se abrieron solamente dos mercados con esas características: uno en Londres, relacionado con el metal, en el año 1877, y otro en Amsterdam, relacionado con los productos agrícolas, en el año 1888. Cien años después, al introducirse de forma extensible la variable del riesgo en las

---

[30] HABLEMOS DE BOLSA., "Derivados listados en Bolsa vs derivados *OTC*." *Blog BMV*, 1 de septiembre de 2019. Disponible en: https://blog.bmv.com.mx/2019/09/derivados-listados-en-bolsa-vs-derivados-otc/ [consultado el 1 de septiembre de 2022].

operaciones financieras con motivo de la ruptura de los acuerdos de Bretton Woods, se da la gran expansión a nivel mundial de este tipo de mercados.

En cuanto a su estructura jurídica, cabe destacar que estos mercados pueden adoptar figuras jurídicas diversas. Algunos son simplemente divisiones de la bolsa de valores que los alberga, incluso están instalados en el mismo local físico que dichas bolsas de valores. Un ejemplo de éste es el Toronto Futures Exchange o el Mercado de Algodón de Nueva York. Otro caso diferente puede ser los que tienen personalidad jurídica propia, constituidos como Sociedad Anónima, y cuyas acciones están poseídas total o parcialmente por la bolsa de los valores que los alberga. Un ejemplo de este tipo es el Philadelfia Board of Trade (PBOT). En otras ocasiones pueden ser Sociedades Anónimas completamente independientes de la Bolsa de Valores que los alberga. En estos casos los accionistas suelen ser entidades financieras del país en el que se encuentran. El caso más paradigmático de este tipo es el MEFF de Madrid y Barcelona. Por último, se puede dar una mezcla en la que se encuentren accionistas externos y la propia Bolsa de Valores que los alberga, como es el caso de la Bolsa de Derivados de la ciudad de Porto en Portugal. Inicialmente eran entidades sin ánimo de lucro ya que estaban destinadas a la búsqueda de seguridad del inversor, pero esta circunstancia ha ido cambiando en los últimos tiempos.

Para terminar, indicar que este tipo de mercados se han ido especializando en la negociación de diversos tipos de activos subyacentes: unos negocian grano agrícola, otros metales, otros algodón, tipos de interés, renta fija, renta variable, etc. En el período contemporáneo han empezado a producirse las fusiones y con ello la expansión transnacional.

2.3. NATURALEZA JURÍDICA

Respecto a las características de los instrumentos híbridos de capital o financieros, como ha quedado reflejado en el capítulo I, apartado 1, son genéricas y comunes con las de los valores negociables, ya que los instrumentos híbridos de capital no son más que valores negociables, y así los caracteriza la propia ley, en el artículo 2 del Real Decreto-ley 14/2018, de 28 de septiembre, por el que se modifica el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre (B.O.E. núm. 236, de 29 de septiembre).

Por centranos en la parte práctica de la negociación de estos productos, y poner de manifiesto alguna diferencia con aquellos valores negociables que no son híbridos de capital con o sin derivados, diferencias que no están contempladas en ningún corpus jurídico, este tipo de instrumentos híbridos complejos y de capital pueden constituir deuda o capital, siendo capital cuando la entidad recibe la inversión del inversor que ha suscrito dicho producto y siendo deuda cuando dicha entidad tiene que pagar los cupones correspondientes el día de su vencimiento[31].

El instrumento derivado podría constituir un contrato cuyo sistema especial de perfeccionamiento comienza con la firma de lo que se denomina un contrato marco, cuyo contenido alberga una serie de condiciones generales aplicables a todas las partes firmantes y además, incorporan definiciones en las que se recoge el sentido el que se debe interpretar o entender los distintos términos jurídicos en él insertos. La perfección de este contrato se realiza a través de la firma de las partes en el apartado de confirmaciones (confirmings).

Los contratos SWAPs son un tipo de contrato OTC en el cual las partes contratantes deben realizar pagos recíprocos en una fecha establecida por los mismos de antemano. Estos pagos se calculan sobre un determinado nominal y dependiendo del tipo de interés. También influye el cambio de divisa e, incluso, diversos índices que miden magnitudes económicas de diversa magnitud.

Para ejemplificar este punto, podemos traer a colación la Sentencia del Juzgado de lo Mercantil de Barcelona, 984/2009, de 19 de noviembre de 2008, que establece que las operaciones de permuta financiera o SWAPs constituyen contratos en los que dos agentes económicos acuerdan intercambiar flujos monetarios, expresados en una o varias divisas, calculados sobre diferentes tipos o índices de referencia que pueden ser fijos o variables, durante un cierto período de tiempo.

Podemos clasificar con diversos criterios los valores negociables según el emisor, bien sea público o privado; también dependiendo de la nacionalidad del emisor, en nacionales o extranjeros, entendiendo por nacionales en nuestro caso,

---

[31] EL FISCO., "Instrumentos híbridos financieros." *Revista El Fisco*, 153, 1 de junio de 2020. Disponible en: http://elfisco.com/articulos/revista-no-153-instrumentos-hibridos-financieros [consultado el 1 de junio de 2020].

españoles. La Ley del Mercado de Valores lo regula en su artículo 4º, diciendo que las disposiciones de dicha ley serán de aplicación a todos los valores negociables, incluyendo los instrumentos complejos, que se negocien en nuestro territorio nacional.

Otra de las circunstancias de su naturaleza jurídica es la exigencia de su representación mediante anotaciones en cuenta, dotando así a los mercados y a las partes intervinientes de las ventajas y la seguridad que ofrece este sistema.

Respecto de su plazo o término de devolución, destacaremos que hay valores a corto o a largo, es decir, inferiores o superiores a un año, respectivamente. Los valores a corto se pueden mencionar como instrumentos más relacionados con un mercado de dinero o monetario, mientras que los valores a largo están más relacionados con los mercados de capitales.

Por último, destacaremos el contenido de los valores que puede ser un derecho de crédito, cuya virtud sería la devolución de los recursos prestados. También puede ser un derecho de índole participativa, el cual reconoce al inversor un derecho de participación y de propiedad sobre el patrimonio del emisor (un ejemplo serían los títulos-valores). Por último, están los híbridos o mixtos que tienen elementos de ambas categorías (por ejemplo, las participaciones preferentes, las obligaciones convertibles, los SWAPs, etc.).

Por tanto, como se puede observar la Ley del Mercado de Valores engloba dentro del concepto valores negociables también a los instrumentos financieros complejos, híbridos de capital o como se les quiera mencionar.

El uso masivo de este tipo de productos derivados complejos y el no haber circunscrito su uso a operadores expertos ha terminado provocando un mal funcionamiento del sistema financiero. Esto ha provocado una reacción en una doble vertiente en la que se habla del alcance y la oportunidad, y por otro lado, y

en palabras del profesor Sánchez-Calero, "la desregulación de este tipo de productos."[32]

Dentro de la regulación que se ha adoptado a raíz de la crisis financiera, y nuevamente en palabras del profesor Sánchez-Calero, los derivados financieros se han de convertir en valores negociables ya que éstos tienen derechos de contenido patrimonial y, además, por esa configuración, son susceptibles de tráfico en los distintos mercados financieros[33].

Estados Unidos es el país donde más claramente se han visto los efectos nocivos del uso masivo de este tipo de productos. A diferencia de Europa, el carácter liberal de Estados Unidos impidió una regulación restrictiva de este tipo de productos, ante el dilema de que dicha regulación sólo conduciría a una restricción en la libertad de contratación al igual que frenaría el dinamismo de mercado. Finalmente, se acabó llevando a cabo una regulación que podríamos llamar "tibia" de dichos productos. Ya la Gramm-Leach Bliley Act, en uno de sus apartados, permitía a las entidades financieras un margen amplio para negociar este tipo de productos, limitando los mecanismos de supervisión que podían evitar fraudes y mala praxis[34].

Años más tarde, allá por el año 2007, se dieron cuenta de los fallos cometidos, aunque ya era tarde, y sería en el 2011 cuando la Financial Crisis Inquiry Commission terminó por concluir con el error del legislador reconociendo la capacidad de autocorrección de los mercados o la falta de habilidad de ciertas instituciones financieras para mantener su expresión en el ámbito de lo

---

[32] SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., "El papel de los derivados financieros y su (des)regulación en la crisis financiera", en ALONSO LEDESMA, C./ ALONSO UREBA, A. (dirs.), *Estudios jurídicos sobre derivados financieros,* Aranzadi, Pamplona, 2013, p. 40.

[33] SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., "El papel de los derivados financieros y su (des)regulación en la crisis financiera", *op. cit.*, pp. 41-42.

[34] SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., "El papel de los derivados financieros y su (des)regulación en la crisis financiera", *op. cit.*, p. 42.

correctamente hecho. La titulización [35] de todo ese marasmo de productos financieros definitivamente empeoró el escenario de consecuencias para los inversores[36].

Para finalizar este apartado, haremos referencia a la Ley Dodd-Frank en la que se refleja que las entidades financieras "debían alejarse de determinadas modalidades de negociación sobre valores y sus derivados", para evitar una situación de insolvencia provocada por la contratación masiva de este tipo de productos.[37]

En Europa, y más específicamente en España, en lo que atañe a los factores generales ha sido similar a lo ocurrido en Estados Unidos, si bien con los matices que aporta nuestro sistema financiero, como por ejemplo, su lesividad no ha sido

---

[35] Titulización es una operación de transformación de los activos ilíquidos en activos líquidos a través de la emisión de títulos valores específicos, pudiendo hacer participar a terceros o terceras personas en todo o en una parte del proceso financiero que corresponda, ya sea un crédito hipotecario o cualesquiera otros a través de participaciones (artículo 15 de la Ley 2/1981). A este respecto, vid. LAMO CÁRCAMO, J. M., "Operaciones de titulización", en SAAVEDRA ORTIZ, J. J./ SERRANO ACITORES, A. (coords.), *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros*, Bosch, Barcelona, 2011, p. 128 y ss. También vid. RUGMAN, P., WELLS R., y GRADDY K., *Fundamentos de Economía.* Editorial Reverté, Barcelona, 2021, p. 27. Estos autores afirman que las titulizaciones constituyeron el modelo que se llevó por delante la economía. "La titulización, también llamada en los EEUU, "MBS – Mortgage Backed Securities, es un activo que faculta a su poseedor a recibir un flujo de rentas procedentes de los pagos hechos por miles de personas deudoras de préstamos hipotecarios" p. 27. Los inversores no empezaron a comprar titulizaciones hasta que la teoría financiera, a través de una enorme abstracción estadística, calculó que la mayoría de los propietarios de vivienda que pagasen sus hipotecas de forma diligente sería mayor que aquéllos que no lo hicieran. Fue así como se empezaron a vender en Wall Street millones de titulizaciones entre los inversores retail. Se invirtió el proceso a partir de 2008-2009.

[36] SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., "El papel de los derivados financieros y su (des)regulación en la crisis financiera", *op.cit.*, pp. 42 y ss.

[37] SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., "El papel de los derivados financieros y su (des)regulación en la crisis financiera", *op. cit.*, pp. 45 y ss.

tan amplia como en Estados Unidos, debido a que la mentalidad inversora y aversión al riesgo en España difiere de la cultura anglosajona. En España se tiende a la adopción de un marco de información cada vez comprensible y más adecuada. Terminaremos diciendo que la desregulación en Estados Unidos respecto a este tipo de productos es mucho mayor que la impera en España cuyo rigor es más acentuado.

Las últimas modificaciones han tenido lugar alrededor del 2008, en plena crisis financiera debido a los numerosos eventos de crédito que han tenido lugar en este periodo. Todo esto puso de manifiesto diversas necesidades que a continuación describimos:

- Mayor grado de estandarización
- Mayor simplicidad en clausulado de operaciones
- Mayor claridad en la definición de eventos
- Mayor transparencia en la determinación de eventos y tasas de recuperación, (obligación por parte de las entidades financieras de la aplicación de la directiva MiFID, sobre idoneidad y conveniencia de sus clientes, a la hora de venderles determinados productos financieros de alta gama[38].
- Reducción de riesgos de contrapartida tendiendo a la utilización de cámaras de compensación[39] y plataformas electrónicas de confirmación[40]

---

[38] KNOP MUSZYNSKI, R., MUÑOZ GARCÍA, L., SÁNCHEZ GRANDE, D., y HERNÁNDEZ PEÑASCO, R., *Credit Default SWAP*, Delta Publicaciones, Madrid, 2012, pp. 1-2.

[39] Una organización que registra, casa y garantiza las transacciones en futuros y opciones. Las Cámaras de Compensación son la clave para la integridad financiera de los intercambios de futuros y opciones y eliminan la necesidad de que los operadores sepan con certeza quiénes son las otras partes contratantes. También conocida como Asociación de Compensación y, si está organizada de ese modo, como Compañía de Compensación. También actúa como custodio de valores.

[40] La Markets in Financial Instruments Directive, Directiva de Instrumentos Financieros de Mercados, MiFID II introduce una nueva categoría de plataforma de negociación a las ya existentes (los mercados regulados y las multilateral trading facilities): los OTFS (órdenes

2.4. TIPOLOGÍA DE PRODUCTOS FINANCIEROS

Como nota introductoria de este apartado, creemos de suma importancia tratar la temática del riesgo financiero muy ligado a los diferentes tipos de productos bancarios, a desarrollar en este punto.

Uno de los aspectos fundamentales de las entidades financieras previos a la comercialización de sus diversos productos es el estudio de la gestión del riesgo que éstos van a conllevarle a la propia entidad con respecto de su comercialización.

Podemos definir riesgo como la probabilidad de un evento y sus consecuencias. El riesgo, por tanto, es el efecto de incertidumbre que se provoca durante el período de un negocio hasta su finalización, y que no sólo puede ser negativo, sino también positivo, o producir un efecto de desviación respecto de las metas trazadas para dicho negocio. El riesgo pues es un evento, un cambio de circunstancias, una consecuencia o incluso una combinación de diversos factores.

La gestión del riesgo lo componen el conjunto de actividades que coordina la entidad para controlar dicho riesgo. En terminología bancaria, es necesario asumir una parte de riesgo, inherente en todas las operaciones. A esa característica se la conoce como "apetito al riesgo", que no es más que la cantidad de riesgo que la entidad está dispuesta a asumir para la creación de valor futuro.

Para terminar con esta breve introducción al riesgo, haremos una breve reseña de los tipos de riesgos que contemplan las entidades financieras. Estos son: riesgo de crédito, mercado y operacional. Respecto del riesgo de crédito, la banca lo define como el riesgo de pérdida al que está sometida la entidad en caso de incumplirse el calendario de pagos en una determinada operación por parte del deudor. Este tipo de riesgo está muy relacionado con el mercado hipotecario.

Respecto del riesgo de mercado, que sería el más relacionado con este punto que estamos tratando, ya que es el que incide más directamente sobre los productos financieros complejos, consiste en la pérdida de valor y precio de las distintas carteras de productos que, a su vez, están indexadas a diversos factores de riesgo,

---

de traspaso de fondos). MiFID II los define como una plataforma de negociación que no cae dentro de las categorías existentes (Mercados regulados, MTFs), operada por una empresa de inversión o por un operador de mercado que, de forma organizada, ejecuta y gestiona las órdenes de compra de terceros.

a saber, el producido por el tipo de interés, los índices bursátiles y su cambio de cotización, depreciación de monedas, y la falta de liquidez por una de las partes, que hace referencia a la imposibilidad de satisfacer los pagos requeridos.

Finalmente, el riesgo operacional que también está muy relacionado con el tema de nuestra tesis, debido a que es un tipo de riesgo muy vinculado a los errores humanos, a los procesos internos inadecuados en la gestión del riesgo de la propia entidad o, incluso, a los fallos en los sistemas internos de dicha entidad. Los fallos en los sistemas internos, por ejemplo, están muy vinculados a las transacciones comerciales de carácter internacionales, tema que excede esta tesis.

Es tal la complejidad de este tipo de productos, que incluso en la actualidad es obligatorio aclarar en la publicidad que se hace de los mismos por parte de las entidades colocadoras o comercializadoras que son productos de carácter muy complejo, sólo aptos para los que en las categorías financieras se han clasificado como inversores profesionales. Este punto se tratará más adelante, al hablar de la idoneidad y de la conveniencia.

En el intento de tratar de explicar las desastrosas consecuencias que la mala praxis por parte de las entidades pueda provocar en la contratación de este tipo de productos, nos disponemos a enumerar alguno de estos productos, explicar brevemente su funcionamiento.

2.4.1. Bonos convertibles contingentes (COCOs).

Primeramente definiremos las obligaciones convertibles contingentes como un tipo de instrumento financiero que, como su nombre indica, son obligaciones que pueden ser canjeadas o convertidas en acciones de la propia empresa. Por tanto, nos encontramos ante un instrumento financiero de carácter híbrido. Este tipo de instrumentos se encuentran regulados por la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito. Esta Ley en su capítulo V prevé los instrumentos "de apoyo financiero que podrán ser otorgados a las entidades de crédito, incluyendo entre otros, instrumentos de recapitalización, ya sean mediante la adquisición de acciones ordinarias o

aportaciones al capital social o de instrumentos convertibles en la acciones ordinarias o aportaciones al capital social"[41].

Este tipo de producto es un producto complejo, porque incorpora un derivado, haciendo que su valor dependa de un activo subyacente, que en el caso de estos bonos, es el valor de las acciones de la entidad emisora de dichos bonos. También se puede categorizar como un producto híbrido, habida cuenta de que se podría canjear en circunstancias determinadas por acciones de la propia entidad emisora[42]. Es decir, en el momento de su emisión se da una posición de obligacionista pero a la vez una potencial posición de accionista de la propia entidad emisora, la cual sería efectiva en caso de que se ejercite la conversión en acciones de dicha entidad que permite este tipo de producto, dándose pues la nueva situación para el acreedor, provocada por la extinción de la posición crediticia originaria.[43]

Posteriormente se reconfigurará el derecho de conversión en este tipo de obligaciones también como facultad del emisor y no sólo del potencial accionista, cobrando sentido esta posibilidad ya que viene a satisfacer una función económica diferente como es la de reestructurar la propia empresa.

---

[41] Ley 9/2012, de 14 de noviembre, capítulo V.

[42] JIMÉNEZ DE LUCAS, I., y VICIANO ESTEBAN, S., *Guía de productos tóxicos bancarios. VI Bonos y obligaciones convertibles*, Thomson Reuters Aranzadi, Pamplona, 2015, pp. 11-29. En el mismo sentido, y para un tratamiento más específico de estos instrumentos financieros, desde su perspectiva de híbridos, en el contexto de la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, sobre reestructuración y resolución de entidades de crédito, vid. SEQUEIRA MARTÍN, A., y TAPIA HERMIDA, A.J., "La gestión de los instrumentos híbridos de capital en la Ley de reestructuración y resolución de entidades de crédito", en GONZÁLEZ VÁZQUEZ, J. C./ COLINO MEDIAVILLA, J. L. (Dirs.), *Las cajas de ahorros y la prevención y tratamiento de la crisis de las entidades de crédito*, Comares, Madrid, 2014, pp. 341-383.

[43] FREIRE COSTAS, R. M., "Bonos convertibles contingentes de entidades de crédito". En GONZÁLEZ VÁZQUEZ, J. C./ COLINO MEDIAVILLA, J. L. (Dirs.), *Cuestiones controvertidas de la regulación bancaria*, Wolters Kluwer, Madrid, 2018, p. 359.

Respecto a un hipotético canje acudiremos a lo contemplado en el artículo 54.5 del Reglamento 575/2013 de la Unión Europea en el cual se establecen unos parámetros de actuación por parte de las entidades en caso de producirse una contingencia que obligara a transformarlo en capital ordinario. Se exige información inmediata a la autoridad competente y de la misma manera a los titulares de dicho instrumento y, en segundo lugar, convertir el importe en capital ordinario lo antes posible, como máximo en un plazo de un mes.[44]

Podemos decir que la evolución actual de estos bonos ha sido hacia el bono puramente híbrido (es simplemente una cuestión terminológica), el cual ha cambiado algunas de las características respecto del bono convertible como, por ejemplo, que dicho bono híbrido tiene la capacidad de proteger la deuda senior de la entidad, que no es más que la deuda de mayor o, por ser más precisos, de mejor calidad, TIER 1 adicional[45], (que se diferencia del TIER 1 ordinario representado por las propias acciones de la entidad), la cual está por delante de otro tipo de productos derivados como podrían ser las participaciones preferentes o incluso las acciones ordinarias como orden de prelación de créditos. Es decir, es la que los acreedores tendrían derecho a cobrar antes, en el procedimiento judicial que se llevase a cabo en caso de que la entidad emisora entrase en *default* o quiebra.

Por tanto, para que puedan ser calificados como recursos propios de las propias entidades de crédito y cuyo capital sea de nivel TIER 1, habremos de acudir al mismo Reglamento 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión y por el que se modifica el Reglamento 648/2012 de la Unión Europea.

---

[44] FREIRE COSTAS, R. M., "Bonos convertibles contingentes de entidades de crédito", *op. cit*., p. 371.

[45] El TIER 1 (o capital nivel 1) ordinario corresponde a las propias acciones de la entidad. TIER 1 adicional abarca los bonos convertibles contingentes y las participaciones preferentes. Al respecto de la calificación de las participaciones preferentes como TIER 1, véase la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito (LOSSEC), en su Disposición adicional primera.

Este bono híbrido actualmente se utiliza para obtener liquidez por parte de las entidades. Otra de las características es que es deuda perpetua, ya que se emite sin una fecha determinada de vencimiento.

Volviendo a los bonos convertibles, la falta de información sobre los riesgos que conllevaban este tipo de productos ha sido motivo suficiente para que las demandas prosperasen. Uno de los errores que se cometieron en este tipo de comercializaciones ha sido el ir directamente a un cliente minorista, absolutamente inapropiado, en términos de conocimientos, para acometer este tipo de ventas, que estaban destinadas única y exclusivamente a la recapitalización de la entidad. La técnica de atracción hacia este tipo de productos reside en los retornos que los cupones de cada vencimiento tienen. Sin embargo, el carácter de deuda perpetúa esconde una alta probabilidad de no poder recuperar el dinero invertido.

2.4.2. Hipoteca multidivisa.

Es un producto muy complejo que ofrecen las entidades a sus clientes quienes, bajo la apariencia atractiva de dicho producto, esperan una rentabilidad mayor que la derivada de una hipoteca normal. Sin embargo, esto no es así. Las hipotecas multidivisa son un producto de carácter mixto ya que combinan como mínimo dos divisas, una la propia del país en la que se formaliza la hipoteca y la otra aquélla a la que quede referenciado el futuro tipo de interés.

Este tipo de hipoteca data de los años 80, siendo los pioneros los norteamericanos. Por aquel entonces las divisas sobre las que se podían operar eran el dólar norteamericano, la libra esterlina y el yen japonés. En la actualidad se extendió al franco suizo y al euro.

Este producto no es ni más ni menos que en apariencia un préstamo con garantía hipotecaria de carácter inmobiliario como cualquier hipoteca normal. Pero, como decimos, esto es sólo en apariencia. La particularidad que tiene esta hipoteca es que se puede cambiar la divisa, a lo largo de la vida del préstamo, por algunas de las que se hayan pactado previamente con la entidad. Lógicamente los beneficios que el cliente persigue con este tipo de contrato son obtener un tipo de interés mucho menor al que obtendría con una hipoteca normal (vinculada a la divisa del país).

Para facilitar un poco más su entendimiento, introduciremos dos conceptos relacionados: el EURIBOR y el LIBOR. El EURIBOR es la estimación de los intereses del dinero a un año que pagarían de media las entidades por prestarse dinero entre ellas (lo que antiguamente se conocía como mercado interbancario, que desapareció con el estallido de la crisis del 2007)[46]. El LIBOR (London Interbank Offered Rate), es exactamente lo mismo que el anterior pero con la matización de que el mercado interbancario es entre entidades que operan fuera de la zona euro.

A partir del 2002, el EURIBOR estaba creciendo de una manera significativa, llegando a alcanzar casi el 6%. Fue ya en el 2007 cuando el EURIBOR comenzó a bajar, por lo que la banca ofrecía a los clientes de este tipo de productos, cuya hipoteca estaba inicialmente referenciada a otras divisas diferentes al euro, regresar al EURIBOR.

Por lo tanto, el riesgo que comporta la contratación de este tipo de productos no se ve disminuido por la propia opción de la multidivisa, la cual, tal y como se indicó, se puede volver a transformar en una hipoteca en la moneda del país de origen, o inclusive en cualquier otra divisa que el comprador estime que tiene mejores condiciones. Y es aquí donde surgen dos grandes problemas[47]. El primero se daría en una situación de retorno a la divisa original (por ejemplo, porque los tipos de interés en la moneda del país de origen estuviesen mucho más bajos). En este caso, el aumento en la deuda (capital e interés) originado en la multidivisa se traslada al cambio en la nueva moneda, con lo cual debe de ser satisfecho en la divisa a la que se retorna. Por si no fuera suficiente, el segundo problema reside en que el comprador de este tipo de producto se encuentra con que el traspaso ni de lejos es automático, es decir, hay que firmar una nueva hipoteca, con todo lo que conlleva (gastos notaría, etc.) sobre el total de la hipoteca más el adeudo correspondiente que arrastra de la multidivisa.

Muchas de estas hipotecas estaban referenciadas al yen japonés. Lo que las entidades ocultaban a los clientes, como luego se acreditó en multitud de sentencias

---

[46] JIMÉNEZ DE LUCAS, I., y VICIANO ESTEBAN, S., *Guía de productos tóxicos bancarios II. Permutas financieras: los SWAPS*, Aranzadi, Cizum Menor, 2015, p. 13.

[47] PERTIÑEZ VILCHEZ, F., "Hipoteca en divisas: falta de información sobre los riesgos y consecuencias contractuales", *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 134, 2014, p. 136.

condenatorias a la banca, fue el hecho de que el yen también se depreciaría frente al euro, hecho que se materializó a finales del año 2007, principios del 2008, y se alargó hasta bien entrado el año 2013. La depreciación del euro frente al yen fue de tal magnitud que llegó a alcanzar el 50%, pasando de poder comprar con 1 euro casi 170 yenes, a poder comprar alrededor de 90. La información sobre este riesgo no se indicaba a los clientes a la hora de la contratación de este producto. A todo esto hay que añadir que por aquél entonces ya estábamos inmersos en plena crisis económica mundial, lo que llevó a introducir nuevos factores en este tipo de hipotecas por parte de la banca, como la petición del incremento de las garantías inmobiliarias debido a la depreciación, consecuencia de la crisis, del precio de los activos en garantía a la firma del contrato hipotecario.

Por si no fuera suficiente, estos productos también conllevaban otra serie de costes ocultos para el cliente como todo tipo de comisiones asociadas a los constantes cambios en el contrato y la negociación continua requerida, sobre los que tampoco se informaba a los clientes a priori[48].

Incluso en la Orden Ministerial de Economía y Hacienda de 28 de octubre de 2011, cuya entrada en vigor fue el 29 de abril de 2012, no se aclaraba de forma fehaciente las obligaciones informativas que debía cumplir las entidades a la hora de la contratación de este tipo de productos. Ni siquiera se contempla una advertencia sobre la fluctuación del tipo de cambio, quedando ésta restringida a la realizada por el notario autorizante en el acto de otorgamiento de escritura pública en dicho préstamo (art. 30). Con lo cual está claro que adherirse únicamente a la información contenida en esta orden ministerial no es suficiente para cumplir los requisitos de transparencia debidos a la hora de comercializar este tipo de productos y, además, es prácticamente imposible que un cliente lego e inexperto en este tipo de productos complejos entienda la magnitud de las consecuencias que le puede acarrear la no comprensión de este tipo de productos.

De lo anterior se derivan las consecuencias ocasionadas al cliente de este tipo de productos, como acredita la posterior litigiosidad generada. En los primeros años, las reclamaciones judiciales no prosperaban debido al desconocimiento de

---

[48] JIMÉNEZ DE LUCAS, I., y VICIANO ESTEBAN, S., *Guía de productos tóxicos bancarios. III Hipotecas Multidivisa,* Thomson Reuters Aranzadi, Pamplona, 2015, pp. 11-34.

este producto en instancias judiciales que le dispensaban el mismo tratamiento que a una hipoteca normal, con la salvedad de estar referenciada a otra divisa. Poco a poco este desconocimiento se ha ido subsanando e incluso las personas jurídicas han podido acceder a este tipo de demandas previa demostración de que el fin del préstamo no estaba vinculado a los negocios propios de dicha sociedad.

De ahí que el error en el que incurre el prestatario mal informado a la hora de la contratación de este tipo de producto versa sobre el desconocimiento del alcance del riesgo y su posterior desenvolvimiento. La jurisprudencia ha valorado y valora la conducta de ambas partes en dichos contratos, la diligencia prestada por parte de quien lo padece y la falsa de confianza que ha suscitado el prestamista debida a la falta de colaboración y su conducta inadecuada a la hora de informar fehacientemente a la parte prestataria[49].

La estrategia de dichas reclamaciones cuando se hace por abuso de posición de la entidad respecto de la Ley de Condiciones Generales de la Contratación se puede reclamar a través de los Juzgados de lo Mercantil (Sentencia del Tribunal Supremo de 15 de noviembre, (RJ 608/2017), en la que se califica un préstamo multimoneda con garantía hipotecaria, el cual refinanciaba un préstamo hipotecario y un préstamo personal que los prestatarios habían concertado con anterioridad en euros).

2.4.3. Futuros, Forwards y Opciones.

2.4.3.1. Futuros

Podríamos definir el contrato de futuro como un contrato en el cual las partes intervinientes adquieren una obligación de comprar o vender activos ya sean reales, como podría ser la materia prima agrícola o financieros, en una fecha futura y especificada de antemano en el contrato, a un precio acordado en el momento de dicha firma[50].

---

[49] PERTIÑEZ VILCHEZ, F., "Hipoteca en divisas: falta de información sobre los riesgos y consecuencias contractuales", *op. cit*., p. 132.

[50] BERGES LOBERA, Á./ ONTIVEROS BAEZA, E., *Mercados de futuros en instrumentos financieros*. Pirámide, Madrid, 1984, p. 16.

Ampliando la definición nos encontramos con la que consta en el Real Decreto 1814/1991 de 20 de diciembre, actualmente derogada. En su Capítulo 1, artículo 1, apartado a, definió futuros financieros como "los contratos a plazo que tengan por objeto valores, préstamos o depósitos, índices u otros instrumentos de naturaleza financiera; que tengan normalizados su importe nominal, objeto y fecha de vencimiento, y que se negocien y transmitan en un mercado organizado cuya Sociedad Rectora los registre, compense y liquide, actuando como compradora ante el miembro vendedor y como vendedora ante el miembro comprador".

Los futuros se crean debido a la existencia de la incertidumbre como característica esencial en la toma de decisiones financieras. Es decir, el modelo de seguridad y certeza en el que se basaba la economía clásica ha ido desapareciendo, dejando paso a un período de inestabilidad en la economía. Por tanto, el mercado de futuros nace para eliminar el riesgo derivado de la inestabilidad de los precios, pactando la compraventa a un precio de hoy pero entregado a una fecha futura. Es un contrato en el que se renuncia a una ganancia aleatoria que pueda surgir de una variación favorable de los precios pero obteniendo por el contrario una seguridad. Una parte sabe a qué precio venderá y otra parte sabe a qué precio podrá comprarlo y todo ello con independencia de lo que ocurrirá en el mercado. De ahí que existan dos mercados, el mercado spot, en el que compran y se venden activos físicos o financieros para su entrega inmediata a un precio pactado en ese momento y, por otro lado, el mercado de futuros en el que se compran o venden activos físicos o financieros para su entrega diferida a un precio pactado en la fecha de suscripción del contrato.

La diferencias con el mercado de los forwards abordados anteriormente se podrían categorizar como las siguientes: el vencimiento de la operación en el forward es cualquier fecha mientras que en el futuro está estandarizado ya que la bolsa que fija el valor del activo subyacente también fija los ciclos de vencimiento. Además en el contrato de forward solamente se realiza una transferencia de carácter monetario a la conclusión o vencimiento del contrato entre las partes. Sin embargo, en el contrato de futuros las transferencias de carácter monetario son de

índole diario interpartes, entre la fecha de suscripción del contrato y la de su vencimiento. Estas diferencias se resumen en la siguiente tabla[51]:

Tabla 1. Comparativa entre Forward y Futuros

Diferencias	***Forward***	***Futuros***
Vencimiento de operaciones	*Cualquier fecha*	*Estandarizado. La bolsa fija los ciclos de vencimiento*
Términos contrato	*Libertad de negociación entre partes*	*Estandarizados*
Mercado	*Mercado negociado*	*Mercado organizado*
Fijación de precios	*Negociados entre las partes*	*Cotización abierta*
Fluctuación de precios	*Libre sin restricciones*	*Límites máximos fijados por la bolsa*
Relación comprador-vendedor	*Directa o mediante bróker*	*Anónima*
Depósito previos	*No es usual*	*Obligatorio. Pagos periódicos diarios según la evolución del precio del activo, de forma que el valor sea 0 en el momento de vencimiento*
Riesgo de insolvencia	*Asumido por las partes*	*Asumido por la cámara de compensación*
Cumplimiento del contrato	*Entrega física del activo*	*Múltiple: entrega física, liquidación en efectivo por diferencias, cancelación por anticipo*

Fuente: elaboración propia

[51] LORING, J., *Opciones y futuros.* Descleé de Brouwer, Bilbao, 2000, p. 300.

Respecto a los futuros, y lógicamente a su sistema de liquidación y cumplimiento contractual, que es como se dirimen este tipo de productos, y siguiendo a Ibáñez Jiménez y Salido Gusi[52], encontramos dos tipos: los que al vencimiento estipulado tenga lugar una baja de la anotación registrada por el inversor una liquidación que se efectuará mediante la entrega de un producto, activo o bien material, susceptible de ser entregado. Por tanto, estaríamos hablando de una cosa fungible, como mercaderías, materias primas agrícolas, etc. En estos casos, la calificación adecuada para este tipo de contrato será la de una compraventa de activo subyacente, cuyo cumplimiento es diferido, pudiéndose encuadrar en el art. 1455 del Código Civil[53], que trata del contrato de compraventa y cuya esencia no es la transmisión de la cosa sino la obligación de ser transmitida por una de las partes[54], lo que en derecho civil se denomina un contrato traslativo del dominio y con carácter obligacional.

Respecto al segundo tipo de futuros, son aquéllos donde el cumplimiento del contrato se practica por una liquidación por las diferencias que generan los cambios en los índices a los que pueda estar referenciado dicho contrato, entre el precio del futuro y el activo subyacente. De ahí que éstos no son activos materiales, como ocurría en el caso anterior, ni mercaderías ni commodities[55].

En los contratos de futuros, al cotizar en un mercado organizado, y con un precio establecido de antemano, se pueden comprar y vender cuantas veces se desee. Es por ello que se podría cerrar una posición previa a su vencimiento

---

[52] IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J. W., y SALIDO GUSI, J., "Instrumentos derivados (1). Contratos de futuros y opciones", *op. cit.*, pp. 570-571.

[53] El art. 1445 del Código Civil reza lo siguiente:

Por el contrato de compra y venta uno de los contratantes se obliga a entregar una cosa determinada y el otro a pagar por ella un precio cierto, en dinero o signo que lo represente.

[54] O'CALLAGHAN MUÑOZ, X., *Código Civil*, La Ley, Madrid, 2012, p. 1542.

[55] IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J. W., y SALIDO GUSI, J., "Instrumentos derivados (1). Contratos de futuros y opciones", *op. cit.*, pp. 570-571.

realizando la operación contraria, es decir, vendiendo cuando se ha comprado y comprando cuando se ha vendido.

En el mercado de futuros los contratos se plasman por escrito, ya que el contrato es la compra del propio instrumento financiero y su precio está estrechamente vinculado al precio del subyacente o materia objeto de la negociación.

2.4.3.2. Forwards

Podríamos definir los forwards como acuerdos por los que las partes implicadas se obligan a comprar o vender un número de bienes o valores en una fecha futura y a un precio ya pactado de antemano, constituyendo unos contratos a plazo o a término en firme[56].

Podríamos definir un contrato de forward (*contract forward*) como la representación de un acuerdo interpartes de entregar en una fecha futura y fijada por ambas, un activo que esté claramente especificado en el acuerdo a un precio especificado en el mismo el mismo día del acuerdo y cuyo importe se satisfará en el momento de la entrega del activo[57].

Como características más destacables de los contratos forwards podríamos señalar cinco: deberá especificar la cantidad y el tipo del activo que será comprado y en una fecha siempre futura y determinada. Como segunda característica se debe especificar el lugar de la entrega del activo. Igualmente se deberá especificar el precio al que se realizará la transacción. En cuarto lugar, obliga al vendedor y al comprador a completar la transacción entre ellos y con las características mencionadas anteriormente. Por último, no habrá ningún intercambio monetario entre ambas partes, salvo algún gasto de comisión, hasta la fecha de vencimiento del contrato.

Esto indica que los forward se negocian en un mercado no específico y basado en la confianza recíproca.

---

[56] KNOP MUSZYNSKI, R., MUÑOZ GARCÍA, L., SÁNCHEZ GRANDE, D., y HERNÁNDEZ PEÑASCO, R., *Credit Default SWAP, op. cit.*

[57] TUCKER, A. L., *Financial Futures, Options and Swaps*, West Publishing Company, Eagan, 1990, pp. 102, 116-120 y 159.

Este tipo de contratos surgieron alrededor de los años 70 como respuesta a la excesiva volatilidad que se comenzaba a notar en los precios de las materias primas, de los tipos de interés, y de los tipos de cambio. Por tanto, podríamos decir que la planificación económica constituye el origen de este tipo de mercados. El comprador y el vendedor buscaban la protección de los riesgos derivados de la mencionada volatilidad[58].

Los futuros son en esencia lo mismo, pero difieren de los forward en que sus contratos son acuerdos que se negocian en una bolsa o mercado organizado y regulado, que obliga a las partes intervinientes en dicha operación a comprar o vender una serie de bienes en una fecha y precio estipulado. Por lo tanto, existe un mercado de futuros perfectamente organizado pero no existe un mercado de forwards, siendo en este último caso la contratación y negociación directa entre comprador y vendedor, en lo que conocemos como mercados OTC.

Respecto a los diversos riesgos existentes en las operaciones de forwards, debido a que no existe un mercado específico como en los futuros, se acude a la cámara de compensación o clearing house, que está integrada en la sociedad rectora o constituida en forma de compañía jurídicamente diversa pero operativamente vinculada. Sus funciones son:

- Función de contrapartida a efectos de riesgos, proporcionando un buen fin para la operación. Para esto, dicha cámara establece un sistema de garantías como son dotar de un depósito a dicha operación que garantice su buen fin, un sistema de liquidación diaria de ganancias y pérdidas u otras medidas de carácter complementario como podrían ser establecer una serie de límites a las posiciones que toman los inversores, comisiones por supervisión diaria, vigilancia en la operativa de los miembros que toman parte y otras que se pueden ir proponiendo sobre la marcha.
- Función de subrogación de las obligaciones contractuales que adquieren comprador y vendedor, constituyéndose la propia cámara de compensación en vendedora para el comprador y compradora para el vendedor y también ejerciendo las funciones de un creador de mercado.

[58] LORING, J., Opciones y futuros. op. cit., p. 125.

A la curva que describe el tipo de interés de estos derivados se la conoce como "yield curve" y representa los diferentes tipos de interés y rentabilidades a pagar en los diferentes vencimientos para los distintos productos pero con la misma calidad crediticia. Por lo tanto, el tipo forward será el tipo de interés que paga un instrumento financiero entre dos fechas futuras de su contratación en el momento presente[59].

2.4.3.3. Opciones

El contrato de opción es un contrato a plazo que tiene por objeto valores, préstamos o depósitos, índices futuros u otros instrumentos financieros que tengan normalizado su importe nominal, objeto y precio de ejercicio, así como su fecha, única o límite, de ejecución; en los que la decisión de ejecutarlos sea o no derecho de una de las partes, adquirido mediante el pago a la otra de una prima acordada; y que se negocian y transmiten en un mercado organizado cuya sociedad rectora

---

[59] Existe otro tipo de interés llamado tipo a la par o tipo vencimiento que representa el cálculo de la rentabilidad de dicho instrumento o bono cuando se conoce su precio real, de manera que se calcula la tasa interna de rentabilidad o TIR de los flujos futuros que producirá dicho activo. Eso se conoce como curva de maduración ("yield to maturity") o curva de redención.

También podríamos mencionar el tipo de interés a cupón cero. En este caso, el bono no paga cupones explícitos o rendimientos dinerarios a su vencimiento. Por lo tanto, este tipo de bono se subscribe a un precio inferior a su nominal e incluso inferior a su importe de amortización o vencimiento. Se podría decir que es similar al tipo a la par, cuya característica, recordando, es que el descuento que tiene en su contratación es igual a los pagos del futuro vencimiento a valor de mercado.

Podríamos destacar como característica principal de los tipos a cupón cero que eliminan el riesgo de la reinversión de los beneficios, ya que estos están implícitos. Esto se debe a que son los tipos de interés vigentes en el instrumento y de pago único.

El tipo de cupón cero es utilizado para gestionar y valorar carteras de renta fija.

los registra, compensa y liquida, actuando como compradora ante el miembro vendedor, y como vendedora ante el miembro comprador.[60]

Respecto a las opciones, el contrato de opción de compra es un contrato muy habitual hoy en día y quizás uno de los más conocidos por los neófitos del mundo jurídico-económico, ya que es de uso habitual sobre todo en el mercado futbolístico.

Al igual que los futuros se encuentran en mercados regulados y organizados.[61] En el contrato de opción el comprador adquiere un derecho de compra, no una obligación, mientras que el vendedor queda sujeto a la decisión que adquiera el comprador, es decir, si decide comprar, el vendedor estará obligado a hacerlo; mientras que si no lo hace, éste último no puede exigirle que lo haga[62].

Antes del uso de este tipo de derivados para realizar una determinada adquisición el riesgo era mayor, debido al apalancamiento económico que dicha compra conllevaba, ya que se hacía a través de la adquisición de deuda apalancada. El derecho de opción actual, a diferencia de lo anterior, permite la realización de una compra o inversión futura de un determinado activo, al alza o a la baja, a través del ejercicio de una pequeña inversión inicial, técnicamente llamada pago de prima.

El contrato de opción está compuesto por distintos elementos, entre los que se encuentran: el activo subyacente sobre el que se va a ejercitar la opción, que es el objeto de la compra, el precio de ejercicio de dicha opción, una fecha de vencimiento, el tipo o clase de opción y, por último, la prima pagada en la firma de contratación de la opción.

El beneficio o pérdida de este tipo de contratos se obtiene comparando lo que paga el ejercitante de dicha opción a vencimiento de ésta con lo que hubiera costado dicho activo en caso de no haber pagado la prima que otorga el derecho a la adquisición del activo en valor.

---

[60] Real Decreto 1814/1991, de 20 de diciembre, por el que se regulan los mercados oficiales de futuros y opciones.

[61] IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J. W., y SALIDO GUSI, J., "Instrumentos derivados (1). Contratos de futuros y opciones". *op. cit.*, p. 604.

[62] LORING, J., Opciones y futuros. op. cit., p. 16 y ss.

Sin embargo, en el mercado financiero, los elementos son similares pero con variaciones. Estos elementos son: el activo subyacente, elemento invariable, que pueden ser acciones, divisas, índices bursátiles, etc.…; la cantidad de valores comprendida en dicho contrato; la fecha de vencimiento, también común, en la que se indica la finalización o liquidación del contrato; el precio de ejercicio de la opción o Strike Price, que hace referencia al precio al que se aspira a tener derecho a comprar o vender, el cual siempre difiere del precio de mercado en ese momento determinado; la prima, que es la cantidad que paga el comprador (precio de la opción) y, por último, el tipo de opción, que puede ser una opción de compra o "call" o una opción de venta o "put"[6364].

Es importante destacar que este tipo de productos (opciones) está regulado en la Ley del Mercado de Valores en su art. 59. Además existe un reglamento que, a pesar de su antigüedad, aún sigue en vigor; nos referimos al Decreto 1506/1967, de 30 de junio, por el que se aprueba el Reglamento de las Bolsas de Comercio, en cuyos artículos arts. 84 y siguientes regula, previo al nacimiento de los mercados de derivados, una serie de categorías llamadas de negocios opcionales o con poderes unilaterales de configuración jurídica que fueron catalogadas como operaciones condicionales sobre acciones u otros valores cotizados[65].

Hay dos clases: las opciones de compra o call options y las de venta o put options.

---

[63] ELVIRA, O./ LARRAGA, P., Mercado de productos derivados. Futuros, forwards, opciones y productos estructurados. Bresca Editorial, Barcelona, 2008, p. 100.

[64] Opción de compra ó call option: el comprador de una call o, en terminología inglesa, "taker", tiene el derecho y no la obligación de comprar el activo subyacente al precio de ejercicio, sin embargo, el vendedor o "grantor" tiene la obligación de vender el activo subyacente siempre que el comprador determine ejercitar su derecho. Por el contrario, el vendedor, que en este caso es la parte dependiente, sólo tendría el derecho de cobrar la prima en el supuesto de que el comprador no ejecutase la opción. En el caso de la venta, sólo es destacable, que el vendedor u "option writer" tendrá la obligación de comprar el activo subyacente sobre el que se está lanzando la opción siempre y cuando el comprador ejercite su derecho (LORING, J., *Opciones y futuros. op. cit.,* p. 300).

[65] IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J. W., y SALIDO GUSI, J., "Instrumentos derivados (1). Contratos de futuros y opciones". *op. cit.*, p. 605.

2.5. CONCEPTO DE SWAP

Formando parte de la categoría más amplia de productos derivados complejos, el SWAP merece un tratamiento especial, no sólo por la complejidad taxonómica que presenta, sino también por la prolífica jurisprudencia que ha originado en los últimos años.

El SWAP es uno pero las definiciones pueden ser muchas en función del enfoque. Brevemente, y desde un prisma más general, se puede calificar al SWAP como un *intercambio* o *canje* que es lo que significa dicho término en español. Un intercambio dinerario sujeto a posibles eventos que serían susceptibles de acaecer durante la vida del contrato suscrito por las partes. Por tanto, y según la acepción anterior, un SWAP es un intercambio de pagos de carácter monetario entre dos partes.

Desde un prisma más económico, podríamos decir que la idea subyacente a la permuta financiera o SWAP es el canje o trueque entre dos partes que lleva a un intercambio de pagos o flujos económicos durante un período de tiempo[66]. Otra definición podría ser que se trata de un acuerdo contractual evidenciado por un sencillo documento en el que las contrapartes acuerdan hacerse pagos periódicos mutuos. Dicho acuerdo especifica la divisa en la que se produce el intercambio, que no necesariamente ha de ser la misma, la tasa de interés aplicable a la operación, que puede ser fija o variable, los períodos en los que se produce el pago, o cualquier otro tipo de disposición orientada a regular la relación entre las partes. También es conveniente aclarar que los pagos recibidos por dicha operación (SWAP) reciben el nombre de cupones[67].

---

[66] CAZORLA GONZÁLEZ-SERRANO, L., "El contrato de Swap o permuta financiera", en *Estudios jurídicos sobre derivados financieros*, LEDESMA ALONSO, C./ ALONSO UREBA, A., (Dirs.), Thomson Reuters, Pamplona, 2013, p. 418.

[67] CUNEF., Finanzas. Instrumentos derivados financieros. Tasas de interés. Divisas. Materias primas. Acciones y valores, material inédito, 2013.

Jiménez de Lucas y Viciano Esteban definen SWAP como un contrato de permuta financiera al que se le otorgado otros nombres por parte de las entidades como "clips" o "stockpyme"[68].

Técnicamente, el SWAP es un derivado de crédito, contratado entre dos partes sobre un nominal o cantidad cierta, donde ambas tienen que efectuar pagos; una adquiere el compromiso de pagar una cuota fija, mientras que la otra pagará una cuota variable referenciada a algún índice. Los pagos son periódicos y habrán de reflejarse a la firma del contrato. En realidad, no se efectúan los dos flujos de pagos sino que habrá de calcularse una liquidación.

Otra definición del SWAP o permuta financiera alude a aquellas operaciones que, bajo diversas denominaciones comerciales, tendrían por objeto el intercambio de una serie de flujos de caja futuros, pagos o ingresos, en la misma o diferente moneda, que corresponderían a distintas operaciones de endeudamiento o inversión sobre el mismo nominal y el mismo vencimiento del cupón correspondiente o tasa fija, también llamado cupón de SWAP[69].

Por su parte, el MID-SWAP, es más específico de la figura que nos ocupa. Al igual que el EURIBOR, trata del precio medio entre la oferta y la demanda al que se fijan los SWAPs del tipo de interés. Aquí debemos aludir a tres términos nuevos, *bid*, demanda, *ask*, oferta, y *spread*, horquilla o diferencial. Según el funcionamiento del SWAP si, por ejemplo, hubiese tres precios en el lado de la demanda y otros tres en el lado de la oferta, entonces el MID-SWAP, sería la media aritmética entre los tres. La media aritmética es el promedio de la suma de un conjunto de variables dividida por el número total de éstas. Ejemplo:

- Demanda (*bid*): 1,79; 1,78; 1,77
- Oferta (ask): 1,80; 1,81; 1,82
- Media aritmética: (1,79+1,78+1,77+1,80+1,81+1,82) /6 = 1,795

---

[68] JIMÉNEZ DE LUCAS, I., y VICIANO ESTEBAN, S., Guía de productos tóxicos bancarios II. Permutas financieras: los SWAPS, op. cit., p. 17.

[69] ORDUÑA MORENO, F., SÁNCHEZ MARTÍN, C., y GUILLÉN CATALÁN, R., *Control de transparencia y contratación bancari,* Tirant Lo Blanch, Valencia, 2016, p. 268.

El índice de referencia sería, por tanto, 1,79%. El SWAP estaría cotizando por la diferencia entre el valor máximo de la demanda (1,79) y el mínimo de la oferta (1,80). Esta diferencia es a la que se le llama horquilla o *spread*, que sería en este caso un punto básico (0,01%). En este ejemplo, se estaría comprando a 1,80 (es decir, al mínimo de la oferta) y se estaría vendiendo a 1,79 (es decir, al máximo de la demanda).

Es de vital importancia para cualquier gestor de riesgo o de cartera, conocer las propiedades de los SWAP. Etimológicamente el concepto propiedad alude, según el Diccionario de la lengua española, en su acepción tercera, a: "atributo o cualidad esencial de alguien o algo"[70]. En lo que respecta a las propiedades de carácter jurídico-financiero, al SWAP se le atribuyen las siguientes:

- Facilidad de ejecución;
- Disponibilidad de tamaños grandes;
- Flexibilidad de estructuración;
- Capacidad para gestionar el riesgo de nuevas formas que no se podían obtener anteriormente.

En el mercado de los productos derivados se da la paradoja de que su madurez convive al mismo tiempo con su continuo desarrollo, pudiendo dar fe de este hecho los distintos casos particulares expuestos en el caso DREXEL[71]. Este continuo desarrollo obliga a introducir modificaciones de carácter técnico-jurídico de modo también continuado.

---

[70] REAL ACADEMIA ESPAÑOLA., *Diccionario de la lengua española*. Espasa Libros, Madrid, 2014, p. 1796.

[71] Drexel Burnham Lambert. Importante Banco de inversión de Wall Street fundado en Banca de 1935 por I. W. Tubby Burnham. En el año 1967, tras su expansión la Burnham encontró un socio dispuesto a fusionarse para aumentar su tamaño. Se trataba de la Firestone Drexel un Banco de Filadelfia más antiguo que la Burnham, ya que data del año 1838. El nombre de su fundador era Francis Martín Drexel. Posteriormente pasó a adoptar el nombre de ésta última.

Los eventos de crédito que tras la crisis financiera tuvieron lugar hicieron patente la necesidad de modificar, aplicando profundos cambios, los procedimientos contractuales, de modo que estos fueran más sencillos que los previos. Podemos observar dichas modificaciones a través de distintas vías[72]:

- Mayor grado de estandarización de los contratos;
- Mayor simplicidad en el clausulado de las operaciones;
- Mayor claridad en las definiciones de eventos, mayor transparencia en la determinación de dichos eventos y en las tasas de recuperación;
- Reducción de los riesgos de contrapartida tendiendo a la utilización de las cámaras y plataformas electrónicas de confirmación.

En este tipo de productos es fundamental comprender la dinámica de funcionamiento a la hora de fijar los precios, para así, combinado con la habilidad financiera, poder establecer una serie de parámetros adecuados que constituirían el resto de las condiciones generales en el momento de la contratación.

Por lo tanto, el carácter complejo de este tipo de instrumentos va más allá de la mera contratación, ya que se pueden dar innumerables consecuencias de carácter devastador que puede dar lugar a hechos muy onerosos para el inversor desinformado.

2.6. BREVE RESEÑA HISTÓRICA. ORIGEN DEL SWAP

Fue en el año 2007 cuando los índices bancarios y bursátiles de referencia empezaron a descontrolarse. El Euribor, que por aquel entonces era el índice de referencia para los préstamos hipotecarios, no cesaba de subir. Para una familia que quisiese adquirir una vivienda o para una empresa que necesitase financiación, este aumento en los precios financieros no sólo era una constante preocupación sino que era un impedimento ostensible a la hora de realizarlo. Por tanto, si el Euribor

---

[72] KNOP MUSZYNSKI, R., MUÑOZ GARCÍA, L., SÁNCHEZ GRANDE, D., y HERNÁNDEZ PEÑASCO, R., *Credit Default SWAP*, *op. cit.*, p. 1.

decrecía las entidades corrían el riesgo no sólo de dejar de ganar dinero sino incluso de hasta perderlo ya que las operaciones que realizaban los bancos por aquel entonces las hacían también financiadas a través de lo que se dio en llamar por aquél entonces el mercado interbancario que, a día de hoy, es prácticamente inexistente[73].

Una vez inmersos en la gran crisis, la banca comenzó a ofertar el SWAP al cliente retail como un seguro contra las futuras subidas del Euribor a sabiendas de que esta circunstancia no se produciría. De ahí que ya se estaba produciendo una situación clara de asimetría informativa que será tratada en capítulos posteriores.

Esta comercialización se hizo de manera agresiva, sin notarios y sin realizar ninguna inversión por parte del cliente minorista. Parecía más un regalo de la propia entidad. Esto trajo como consecuencia el que el cliente tuviese que pagar no sólo el SWAP sino también los intereses de su préstamo. Es decir, a pesar de haberse abaratado por la bajada del Euribor, ellos tenían que pagar más por haber apostado por la subida, por haber sido mal indicado por la propia banca comercializadora, de forma fraudulenta[74].

La gestión de esta problemática económica acaecida durante la gran crisis sufrida a partir del segundo semestre del año 2007 no fue del todo eficaz ni eficiente, debido a la imprevisión y a la falta de medios, hasta ese momento desconocidos y, que posteriormente, en muchas ocasiones de forma abrupta, tuvieron que ponerse en marcha para la protección del cliente minorista o retail que, como se vio en los años sucesivos, y como se ha podido comprobar en los tiempos actuales, fue y es el mayor perjudicado en circunstancias como éstas.

Hablamos de medidas a posteriori como: el Mecanismo Único de Supervisión (MUS), creado por el Reglamento UE nº 1024/2013, de 15 de octubre; el Mecanismo Único de Resolución (MUR), creado por el Reglamento UE nº 806/2014 de 15 de julio, que modifica el Reglamento 1093/2010, de Fondo Único de Resolución de entidades de crédito; el Fondo de Restructuración Ordenada Bancario (FROB),

---

[73] JIMÉNEZ DE LUCAS, I., y VICIANO ESTEBAN, S. Guía de productos tóxicos bancarios II. Permutas financieras: los SWAPS, op. cit., pp. 21-23.

[74] JIMÉNEZ DE LUCAS, I., y VICIANO ESTEBAN, S. Guía de productos tóxicos bancarios II. Permutas financieras: los SWAPS. op. cit., pp. 21-23.

creado a partir de la Ley 11/2015, de 18 de junio de 2015, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión; y otros tipos de mecanismos que sirvieron para prevenir y evitar una situación similar a la acontecida en los últimos diez años, a raíz de las turbulencias financieras.

En los Estados Unidos de América así como en otros países europeos, el consumo privado sufrió un ascenso desorbitado debido a la obtención de crédito barato concedido por las distintas entidades financieras. Éste es otro de los motivos del inicio de la gran burbuja crediticia que empezó a surgir en ese momento, por lo que las finanzas, como concepto genérico, empezaron a encontrarse en el epicentro de dicha burbuja.

Otros factores de relevancia que contribuyeron a la creación y expansión de dicha burbuja fueron una sobreabundancia de liquidez internacional, lo que provocó una bajada muy pronunciada de los tipos de interés, ocasionando, a su vez, una gran burbuja en los precios de los activos en general, tanto financieros como inmobiliarios, la transposición al mercado minorista o retail de una serie de productos financieros muy complejos y poco transparentes, como por ejemplo, y ya mencionados al principio del punto, son los SWAP, etc…., los errores cometidos por parte de muchos gobiernos en la política económica llevada a cabo, permitiendo el desarrollo de dicha burbuja a través de una desregulación masiva del Sector Bancario que ocasionó el surgimiento de muchas instituciones no bancarias lo que, según el profesor Comín, se llamaría la banca en la sombra y perdiendo de vista la regulación a la que debían de haber sido sometidos todos esos instrumentos financieros surgidos a raíz de esta situación.[75]

La inversión en renta fija comienza a operar a principios de los ochenta alcanzando un gran nivel. No obstante, una de las áreas más interesantes la constituye la contratación de productos estructurados bancarios o derivados de crédito. Uno de los que ha recibido especial atención es el Credit Default Swap, más

---

[75] COMÍN COMÍN, F. *Historia económica mundial: De los orígenes a la actualidad*. Alianza Editorial, Madrid, 2011, p. 713.

conocido por sus siglas en inglés como CDS y, todavía más específicamente los de tipo de interés, Interest Rate Swap (ITS) y de divisas.

El SWAP como instrumento financiero aparece alrededor de 1970 como solución a la necesidad que se empezaba a vislumbrar de reducción de costes financieros y la gestión de riesgos derivados de la crisis del petróleo del año 1973[76]. Esta crisis financiera origina cambios en el modus operandi empresarial.

Como indica Vega Vega[77], estos cambios se conocieron como un proceso de innovación financiera que dieron lugar a nuevas instituciones creadas con el propósito de sustituir los obsoletos instrumentos jurídicos existentes hasta el momento, para poder dar respuesta y un nuevo tratamiento a las circunstancias de riesgo empresarial emergentes, surgidas de la crisis del 73, y así poder generar ahorros en los costes para los inversores. Fue, pues, en este escenario histórico cuando se empezó a vislumbrar la permuta financiera o SWAP cuyo objetivo es, como se ha indicado supra, el ahorro de costes.

El SWAP no surge en un vacuum sino que se apoya en la existencia previa de otro tipo de instrumentos financieros que también se aplican en la gestión del riesgo relacionado con el tipo de interés como pueden ser los futuros y opciones, los *parallel loans o* préstamos paralelos, o préstamos adosados (back to back loans, en su acepción inglesa), que ya se han tratado someramente con anterioridad Por tanto, la articulación del SWAP viene como deriva y respuesta a la problemática

---

[76] La crisis del petróleo de 1973, o primera crisis del petróleo, tuvo su inicio el 23 de agosto de 1973, a consecuencia de la decisión de la Organización de Países Árabes Exportadores de Petróleo (OPEP) conjuntamente con Egipto, Siria, Túnez e Irán, de suspender la exportación de petróleo a los países que habían apoyado a Israel durante la guerra de Yom Kipur, contienda que enfrentó a Israel con Siria y Egipto. Dicha medida también incluyó a los Estados Unidos de América y a sus aliados de Europa Occidental.

El aumento del precio, sumado a la gran dependencia respecto del petróleo que tenía el mundo industrializado, ocasión una fuerte inflación unida a una reducción de la actividad económica para los países implicados, que respondieron con una serie de medidas permanentes para paliar su dependencia exterior.

[77] VEGA VEGA, J. A. *El contrato de permuta financiera (Swap).* Aranzadi, Cizur Menor, 2002.

suscitada por los instrumentos de gestión de riesgos ya existentes y, en particular, por su imposibilidad de dar cobertura a largo plazo a la gestión del riesgo, y a su ausencia de flexibilidad[78].

A nivel general y antes de llegar a España, el SWAP tiene su origen la volatilidad del tipo de cambio que se originó en los Estados en la década de los años 60 y 70. Esta volatilidad que se daba en las operaciones que se llevaban a cabo en ese momento hizo que proliferara un tipo de documento parecido a un SWAP pero que era utilizado por las empresas multinacionales para cubrir operaciones de divisas a largo plazo. Otras teorías los sitúan en el Reino Unido en la extensión natural de los llamados préstamos paralelos o back to back que también eran utilizados para evitar la rigidez en las operaciones de cambio de divisas. Este préstamo back to back evitaba un gravamen exagerado por parte del gobierno británico en este tipo de operaciones que, a su vez, buscaba evitar la salida de capital británico de su territorio. Este tipo de operaciones fue evolucionando hasta suscribir el primer SWAP en Londres, aproximadamente en el año 1979, entre la empresa IBM y el Banco Mundial[79].

La multinacional hizo un pago de un principal en marcos alemanes y francos franceses a dicho banco a cambio de dólares. Por el contrario, el Banco Mundial le pagaba unos intereses fijos en ambas monedas a dicha multinacional, y ésta entregaba dólares. Al finalizar la transacción, se intercambiaron los principales pero en sentido contrario[80].

---

[78] CAZORLA GONZÁLEZ-SERRANO, L. "El contrato de Swap o permuta financiera", *op. cit*., p. 417.

[79] PÉREZ DE ARENAZA, L, 1994, citado en CAZORLA GONZÁLEZ-SERRANO, L. "El contrato de Swap o permuta financiera", *op. cit.*, p. 417.

[80] MARTÍN MARÍN, J. L., y TRUJILLO PONCE, A., *Manual de mercados financieros*, Paraninfo, Madrid, 2004, p. 450.

Hoy en día los SWAP de divisa, que es la operación de la que acabamos de hablar, constituyen aproximadamente entre un 15% y un 20% de las operaciones de SWAPs, constituyendo el resto las operaciones de SWAP de tipo de interés[81].

A partir de los años 80, los SWAP dotaron de una gran dimensión a los mercados de titulización hipotecaria [82] vendiéndose masivamente como instrumentos de protección para los inversores, frente a la oscilación de precios de esos títulos[83], convirtiéndose así en el motor impulsor de la burbuja inmobiliaria.

En España la aparición del mercado de este tipo de instrumentos tiene su auge a mediados de los años 80 y las negociaciones de dichas operaciones se realizaban con vencimiento a tres años. Fue en el mes de octubre de 1988 cuando la Comisión de Estudios del Mercado Monetario (CEMM) aprobó un contrato marco

[81] MARTÍN MARÍN, J. L. , y TRUJILLO PONCE, A., *Manual de mercados financieros*, *op. cit*., p. 450.

[82] MÍNGUEZ PRIETO, R., y DE LA TORRE, J., "Análisis jurídico de la titulización como alternativa de financiación corporativa en la actual crisis crediticia", *Revista de derecho del mercado de valores*, 1, pp. 115-116.

[83] Posteriormente esta premisa se ha visto descalificada por los tribunales de justicia, debido al abuso cometido por parte de las entidades financieras en la venta de productos muy complejos a inversores no cualificados o de banca retail, al cometer un error imperdonable en el tracto financiero mundial, no suministrando información debidamente contrastada y comprensible para el tipo de inversor al que destinaron estos productos tan complejos. La existencia de esta asimetría ha quedado patente en las innumerables sentencias emitidas por las distintas jurisdicciones de nuestro sistema judicial como, por ejemplo, la Sentencia del Tribunal Supremo de 21 de junio de 2019 (RJ 346/2019). Esta sentencia casa una sentencia dictada en primera instancia sobre un litigio entre una mercantil y una entidad financiera sobre un contrato de SWAP, realizado en el año 2006, por existir un error de vicio, sentenciando a favor de la mercantil y condenando a la entidad financiera a la restitución de las cantidades pactadas en dicha operación de SWAP entre ambas.

del SWAP el cual normalizó estas prácticas contractuales en nuestros mercados financieros.[84][85]

No ha habido ningún otro mercado en la historia de las finanzas que haya experimentado un crecimiento tan grande ni una evolución tan técnica como lo ha hecho el mercado de los CDS (Credit Default SWAP) desde su aparición a finales del siglo pasado. Dichas tasas de crecimiento han ido desde el 30% anual hasta llegar en alguna ocasión al 100%[86]. Hay quien afirma que el SWAP es el instrumento derivado más importante que se ha creado, debido a la alta tasa de uso por parte de los inversores, muy por delante de otros como los futuros, los forwards o las opciones, ya que confirman su valor como herramienta para el manejo de riesgos a la hora de reducir costes en una financiación, arbitrar en una curva de rendimiento financiero, etc.

A pesar de las bondades que se llegaron a propugnar por parte de los operadores financieros, no se evitó que se produjesen un lamentable escenario como el vivido años después ocasionado por la gran crisis financiera del año 2007.

Dicho escenario y la imposibilidad de la negación de una evidencia como que el verdadero causante de semejante crisis financiera ocasionada por este tipo de productos fue, entre otras cosas, el enorme déficit normativo existente hasta el momento para este tipo de productos hizo necesarios la introducción de múltiples baterías de nuevas disposiciones dirigidas a disciplinar todos los mercados financieros. Dentro de la amplia reforma normativa que se hizo para el sistema estadounidense, la ley *Dodd-Frank*[87] dedicó su título séptimo a los productos

---

[84] LÓPEZ DOMÍNGUEZ, I., "Instrumentos de cobertura de riesgos (IX): generalidades sobre swaps", Manager Business Magazine, 9, 2006.

[85] LÓPEZ DOMÍNGUEZ, I., "Swap." *Expansión.com. Diccionario Económico*, 1 de agosto de 2022. Disponible en: https://www.expansion.com/diccionario-economico/swap.html [consultado el 1 de agosto de 2022].

[86] LÓPEZ DOMÍNGUEZ, I., "Swap." *op. cit.*

[87] Propuesta por los senadores norteamericanos Barney Frank y Chris Dodd, la Ley Dodd-Frank pretende garantizar tanto la buena praxis como la transparencia, por parte de las

derivados, imponiendo un régimen de ordenación de los mercados OTC de dichos derivados, cuyos principales objetivos ya habían sido anticipados en el informe de la Financial Crisis Inquiry Commision. Esa disciplina estaba llamada a asegurar la transparencia y eficiencia en esos mercados, y a reducir de forma notoria el riesgo sistémico.

La nueva legislación y su desarrollo se vieron acompañados por nuevos poderes de supervisión e intervención de las autoridades. También dotaron a esos mercados de sistemas de liquidación y compensación que actuarán como garantía del correcto funcionamiento de dichos mercados.

---

entidades financieras, con sus clientes minoristas. En lo que a los derivados se refiere, aspecto al que aludimos en esta tesis, la Ley Dodd-Frank determina que los productos derivados aprobados para su comercialización deben ser compensados a través de un organismo llamado ECC o Entidades de Contrapartida Central. Respecto de las entidades no financieras, la Ley Dodd-Frank contempla la excepción, refiriéndonos a la no obligación de compensación, con los derivados cuyo fin sea únicamente la cobertura de riesgo.

Además, dicha Ley da mucha importancia a la vigilancia sobre determinadas operaciones como los mecanismos de titulización hipotecaria que se pusieron en práctica y sobre las agencias de rating a las cuales se las ha considerado culpables por no haber previsto la caída de la economía acaecida en la crisis del 2007-2008.

Desde nuestro punto de vista, las agencias de calificación podrían ser consideradas como agentes bastante subjetivos en sus opiniones.

Desde que se promulgó esta ley en los Estados Unidos, la Stock Exchange Comission (la Comisión Nacional del Mercado de Valores norteamericana) adquirió la capacidad, no sólo para multar, sino también para excluir del sistema a las agencias calificadoras por sus juicios fallidos.

En la época en la que redactamos este punto, alrededor del 2014-15, esta Ley estaba plenamente en vigor. Sin embargo, el 6 de marzo de este año, 2018, se reunieron fuerzas tanta republicanas como demócratas para la derogación de dicha Ley, consiguiendo una mayoría suficiente de 67 a 32 como para llevarla a cabo. Esta derogación fue una de las promesas electorales del actual presidente de los Estados Unidos de América, Donald J. Trump.

Destacaremos la llamada *Regla Volcker*[88], contenida en el título séptimo de la ley *Dodd-Frank*, en el cual se establecía que los bancos debían alejarse de determinadas modalidades de negocio sobre valores y sus derivados, prohibiendo así a las entidades este tipo de operaciones por cuenta propia, se pretendió superar el riesgo de que una contratación masiva de derivados pudiera terminar con la solvencia de la propia entidad. Su inspiración entroncaba con un principio de ordenación financiera clásico como es el del alejamiento, cuando no, la separación total del negocio clásico de una entidad bancaria del de las operaciones, contratos, e instrumentos financieros con componentes altamente especulativos y que incorporan altísimas dosis de riesgos financieros no deseables.

Uno de los objetivos perseguidos con la regulación masiva de entidades financieras, llevada a cabo a raíz de la crisis comenzada en el segundo semestre del 2007, fue la separación de las actividades propias de banca retail respecto de las operaciones de carácter meramente especulativo realizadas por la propia entidad o entidades. El resultado perseguido por las nuevas medidas regulatorias es sencillamente que, en caso de pérdidas ocasionadas por las operaciones de alto riesgo realizadas por la entidad, sea ésta quien responda de las pérdidas y no los

---

[88] La llamada regla Volcker es la propuesta de ley de reforma del sistema bancario que lanzó el gobierno de Obama en el año 2010 y recibe el nombre en honor a Paul Volcker, expresidente de la Reserva Federal de Estados Unidos (FED). La regla Volcker consiste en limitar el tamaño de los bancos y restringir sus actividades de riesgo. Prohíbe operaciones que buscan ganancias rápidas, pero ofrece exenciones para suscribir y construir mercados de valores, además de cubrir riesgos. También se incluye un programa para garantizar que los bancos no hagan operaciones propias haciéndolas pasar como cobertura.

Entre otras medidas, establece un límite de 3% del capital total de los bancos, para aportar capital a fondos de inversión alternativa o realizar operaciones a corto plazo con la cartera propia para su beneficio y les exige llevar un registro más exhaustivo de sus actividades. Asimismo, impide a cualquier banco que capte depósitos garantizados por el Estado tener *hedge funds*, o fondos de *private equity* o comprar y vender títulos por cuenta propia (en particular, hipotecas subprime). Con estas medidas, se quiere evitar que se creen entidades demasiado grandes para quebrar y que obliguen al Estado a salir siempre a su rescate, como ocurrió en el 2009.

depositantes con sus depósitos. La Unión Europea, a través del Informe Liikanen[89], el cual desarrollaremos más detalladamente en el apartado de Naturaleza jurídica del SWAP, desarrolló las medidas referentes al refuerzo de solvencia de las entidades financieras y su gestión interna en aras de una mejor supervisión por parte de los expertos a nivel mundial, al igual que una revisión de las medidas necesarias a tomar en cuanto a reformas estructurales por parte de las entidades financieras.

A pesar de todo esto, se han repetido algunos casos que han vuelto a reactivar las alarmas y a poner de manifiesto el potencial lesivo que pueden llegar a tener este tipo de instrumentos financieros, bien es cierto que nos encontramos ante situaciones que plantean deficiencias generalizadas o sistémicas[90].

2.7. SITUACIÓN PRE-MIFID

La ausencia de información en todos los SWAPs contratados anteriormente a la normativa MIFID ha presumido el error en dichos contratos. Si bien es cierto que la obligación a informar al cliente de este tipo de contratos por parte de las entidades es la misma, tanto antes como después de las normativas generadas a raíz de la crisis financiera del año 2006. En ambos casos las entidades financieras tienen la obligación de informarse sobre el perfil del cliente y, de igual manera, de informar a éste sobre los elevados riesgos del producto que va a contratar, su naturaleza y, en muchos casos, la imposibilidad de cancelar dicho producto antes del fin del contrato o, por lo contrario, los elevadísimos costes que esto le acarrearía[91].

El SWAP pre MIFID en España viene caracterizado por una falta de información absoluta y las sentencias emanadas de esta etapa reflejan el error en el consentimiento por parte de los clientes. Como puede verse en una sentencia de 31

---

[89] Erkki Liikanen, Comisario europeo de Empresa y la Sociedad de la Información

[90] SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., "El papel de los derivados financieros y su (des)regulación en la crisis financiera", *op. cit.*, pp. 40-45.

[91] BURGUERA ABOGADOS**.** *Swaps pre MiFID y error.* Disponible en: https://www.burgueraabogados.com/swaps-pre-mifid-y-error/ [consultado el 1 de septiembre de 2022].

de marzo de 2017 en la que el Tribunal Supremo reitera la doctrina de anulación de todos los contratos de SWAP celebrados antes de la entrada en vigor de la normativa MIFID.

Esta sentencia cita, en sus antecedentes de hecho, argumentos como los siguientes: la evolución del Euribor determinó que las empresas involucradas sufrieron cuantiosas liquidaciones de carácter negativo y de importes muy elevados, formulando éstas contra el Banco Español de Crédito S.A. una demanda de anulación de los contratos de permuta financiera firmados con dicha entidad por haber sufrido un error en el consentimiento. Como antecedente a esta resolución del Tribunal Supremos se debe destacar que dicha demanda fue estimada íntegramente por el Juzgado de Primera Instancia número 6 de Badalona en sentencia de 12 de diciembre de 2011.

Cabe destacar también que la entidad interpuso recurso de apelación que fue estimado por la Audiencia Provincial de Barcelona en su sentencia de 30 de abril de 2013. En ella la sentencia decía que el cliente era consciente de los riesgos, que las empresas tenían asesores fiscales y laborales externos y que su administrador contaba con cierta experiencia en el tráfico mercantil habiendo actuado con falta de diligencia.

Como hemos dicho supra, las empresas interpusieron recurso de casación en el Tribunal Supremo que fue estimado por éste, aduciendo que, antes de la incorporación a nuestro derecho interno de la normativa MIFID, la legislación ya recogía en un Real Decreto 629/1993 de 3 de mayo la obligación de las entidades financieras de informar debidamente a los clientes de los grandes riesgos asociados a este tipo de instrumentos. Además las entidades deberían actuar con buena fe, sin ánimo de interponer sus intereses a los de sus clientes y con la diligencia debida según las estrictas instrucciones de sus propios clientes a quienes les debían solicitar información sobre su situación financiera, experiencia inversora y objetivos de dicha inversión. Por tanto, es la empresa de servicios de inversión la que tiene obligación de facilitar la información que le impone dicha normativa legal ya que son profesionales del mercado financiero y de la inversión y no sus propios clientes, que no por el hecho de actuar como empresas en el tráfico mercantil han de ser expertos en el mercado de valores ni en el mercado de productos financieros complejos. A esto hay que añadir el que el cliente debe poder confiar plenamente en la entidad que le está prestando la asesoría y el servicio de inversión y que ésta

no está omitiendo información relevante en ninguna de las cuestiones citadas anteriormente.

Muy concretamente en el caso de la permuta financiera o SWAP la entidad no puso de manifiesto la probabilidad de liquidaciones negativas periódicas, así como del elevado coste de cancelación que ésta podría tener. Por tanto, la existencia de declaraciones de ciencia o el hecho de que el administrador de una empresa tenga experiencia en el tráfico mercantil no son circunstancias de entidad suficiente para desvirtuar una presunción de error excusable como bien indicó el Tribunal Supremo en la sentencia número 179/2017 de 13 de marzo relativa a las motivaciones en la época pre MIFID de contratación de este tipo de productos en España.

2.8. SITUACIÓN POST-MIFID

El impacto tras la trasposición e implementación en nuestro país de la directiva MIFID II ha sido muy significativa. La directiva MIFID II fue traspuesta a España a través del Real Decreto 1464/2018, que modificó distintas normas en materia de mercado de valores y principalmente el Real Decreto 217/2008 sobre Régimen jurídico de empresas de servicios de inversión.

Desde la perspectiva del inversor cabe destacar el reforzamiento en las labores de transparencia e información de los intermediarios financieros para con los inversores. Además la importación a nuestro sistema jurídico de la figura del derecho anglosajón conocida como *whistleblowing.* Según la traducción oficial, el que toca el silbato, que en España sería como una especie de revisor o actuación de oficio para detectar y sancionar infracciones administrativas y penales dentro del mercado de valores[92].

[92] NAVARRO FRÍAS, I., "Retrocesiones y MiFID II: ¿hacia la superación del paradigma de la información?" en BELANDO GARÍN, B. (Dir.), *Potestad sancionadora y MiFID II*, Thomson Reuters Pamplona, 2019, pp. 167 y ss.

El proceso de reestructuración se ha llevado a cabo de una forma muy rápida en nuestro ordenamiento jurídico, si bien cabe destacar que la trasposición de la MIFID II en España se llevó a cabo en un contexto en el cual la supervisión financiera europea sobre nuestro país era ya una realidad. Cabría destacar que la supervisión directa de cada uno de los mercados quedó en manos de las autoridades nacionales de cada regulador. Por tanto, en España la supervisión pública queda configurada en manos de dos autoridades visibles, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la ESMA[93].

Otro de los cambios destacables es el tema de las retrocesiones que en el caso de España es una práctica muy extendida en el cual las entidades financieras no cobran a sus clientes por el servicio de asesoramiento; su retribución viene de las comisiones o retrocesiones que dicho intermediario recibe del distribuidor de los valores en liza y que previamente ha cobrado del inversor. Este proceso, dicho sea de paso, no es conocido por el inversor ya que dicha retrocesión se incluye en el precio de coste de la operación[94].

[93] La ESMA o AEVM (European Security and Market Authority, en inglés, o Autoridad Europea de Valores y Mercados, respectivamente), fue creada por un Reglamento de la Unión Europea nº 1095/2020 del Parlamento Europeo y del Consejo. Sustituyó al Comité Europeo de Valores, CESR. La ESMA tiene atribuidas facultades de supervisión directa tales como la creación y llevanza de bases de datos, control de nuevas actividades financieras, formulación de advertencias en caso de amenaza grave para el sistema, etc. Garantiza que las necesidades de los consumidores financieros queden mejor cubiertas, reforzando sus derechos como inversores. También fomenta la integridad, la transparencia y la eficiencia en el tracto mercantil diario de los mercados financieros.

[94] NAVARRO FRÍAS, I., "Retrocesiones y MiFID II: ¿hacia la superación del paradigma de la información?", *op. cit.*, pp. 167 y ss.

2.9. TIPOLOGÍA DEL SWAP

2.9.1. SWAP sobre materias primas o commodity SWAP

Conviene recordar que este contrato de SWAP sobre productos físicos o materias primas fue introducido por el Chase Manhattan Bank entre finales de la década de los 70 y principios de la década de los 80. Fue aquí cuando nació la teoría básica de la cobertura y el uso de los contratos de futuros sobre materias primas para cubrir el riesgo de la oscilación de precios sobre éstas.

En el año 1989 la Commodity Futures Trading Commission (CFTC) otorgó a los contratos del SWAP sobre materia prima libertad de ejecución poniendo como único requisito la prescripción en la utilización de un sistema de fijación de márgenes que garantizaran el desempeño de la relación contractual entre las partes[95].

Las materias primas sobre las que recae la cobertura pueden ser iguales o diferentes, pero no se dan intercambios entre las contrapartes de las materias primas de referencia durante la vida del contrato, ya que los intercambios de las materias, cuando existe alguno, sólo acaecen en los mercados de contado.

El SWAP de materia prima consta de un tramo flotante y otro tramo fijo. El tramo flotante está vinculado al precio de mercado que la materia prima tiene en ese momento o al índice de materia prima acordado entre las partes. Por el contrario, el tramo fijo se especifica en el contrato, previo acuerdo entre las partes[96].

Respecto del funcionamiento, la parte compradora obtiene un precio garantizado durante un período de tiempo específico y, a su vez, el vendedor está en una posición cubierta y protegiéndose de una disminución en el precio en la

---

[95] CUNEF, Finanzas. Instrumentos derivados financieros. Tasas de interés. Divisas. Materias primas. Acciones y valores, op. cit.

[96] INVERSOPEDIA., "Swap de materia prima." *Inversopedia*, 18 de junio de 2022. Disponible en: https://inversiopedia.com/swap-de-materias-primas/ [consultado el 18 de junio de 2022].

materia prima durante un período de tiempo que ha sido acordado por ambas partes. Por regla general la cobertura a través de SWAP en este tipo de operaciones se suele liquidar en efectivo, mientras que la entrega física de la materia prima puede quedar estipulada en el contrato en una fecha diferente a la del pago[97].

A modo de resumen, el Commodity SWAP es una transacción de intercambio pactada por varias partes y que se basa en el precio de una materia prima (cereales, oro, petróleo, etc.) y con la que se compensa las diferencias que se ocasionan en el precio de dichas materias durante un período de tiempo determinado, para todas las partes intervinientes en dicho contrato.

2.9.2. SWAP sobre divisas

El SWAP de divisa es también una cobertura cuyo fin, en este caso, es la protección para las partes implicadas en un contrato de compraventa de divisas contra las fluctuaciones de precio inherentes a este mercado. Por tanto, un SWAP de divisas consiste en un intercambio o flujo de pagos de un tipo de interés pactado de antemano, así como también de otro pago de una cantidad del principal de la operación. En ocasiones se elimina el intercambio de cantidades de dicho principal, realizando solamente el contrato de SWAP para los pagos del tipo de interés ocasionado por la fluctuación de la operación realizada sobre divisas. Este caso se conoce con el nombre de SWAP de cupón de divisas[98].

Está compuesto de tres conjuntos de flujo de efectivo diferenciados. Por un lado, el intercambio inicial de principales; en segundo lugar, los pagos de interés realizados en forma recíproca entre cada contraparte; por último, el intercambio final o reintercambio de principales[99].

Ejemplificaremos un caso típico de SWAP de divisa para su mejor comprensión. Una empresa X, dedicada al comercio minorista y de nacionalidad

---

[97] INVERSOPEDIA. SWAP de materia prima, op. cit.

[98] DATTATREYA, R. E., *Interest rate & Currency SWAPs.*, Gesmovasa, Chicago, 1993, pp. 50 y ss.

[99] CUNEF, Finanzas. Instrumentos derivados financieros. Tasas de interés. Divisas. Materias primas. Acciones y valores, op. cit.

norteamericana, financia un proyecto en Japón a través de una emisión de bonos en el euromercado a un tipo de interés fijo del 6% y a 5 años de vencimiento. Sin embargo, para el proyecto en Japón recurre a un flujo para su financiación. Este flujo estará originado por los rendimientos que proporcione la operación a un tipo de interés variable y en yenes. Por tanto, podemos observar que esta situación origina un hueco entre el pasivo en dólares y a tipo fijo, financiado con eurobonos, y el activo financiado a través del tipo de interés variable en yenes. Si el yen baja frente al dólar disminuirá el flujo de caja para el proyecto medido en dólares, mientras que el pasivo, es decir, el tipo fijo del 6% en dólares seguirá constante. Es aquí, consiguientemente, donde actúa el SWAP sobre divisas para cubrir en este caso el spread o diferencia entre el precio de oferta y el precio de demanda para un valor determinado y durante un tiempo estipulado[100].

Algunas de las características más importantes dentro del SWAP de divisa son: en una transacción de SWAP de divisas no sólo se intercambian los pagos de interés sobre cantidades de un préstamo, sino también sobre las cantidades del principal de ese préstamo. En segundo lugar, los intercambios de cantidades acontecen al comienzo y al vencimiento del contrato. Otra característica que podríamos destacar es que ambas partes que realizan los pagos lo pueden hacer a tipo fijo o variable en divisas diferentes. Otra característica sería que la operación de SWAP tiene una cantidad nocional específica en cada divisa y cada vencimiento pero también puede existir un SWAP de divisa fijo/fijo. En el primer caso, en el que el interés es variable, el índice al que está sujeta la operación se encuentra indexado a un parámetro determinado por las partes como, por ejemplo, puede ser el LIBOR a tres meses. Si el SWAP es de divisa fijo/fijo se aplicará el mismo tipo de cambio a todos los pagos.

2.9.3. SWAP sobre tipo de interés

Al igual que los otros tipos de SWAP explicados anteriormente, el SWAP de tipo de interés es un acuerdo contractual entre dos o más partes para intercambiar una serie de pagos durante un período de tiempo establecido que contemplará un

[100] DATTATREYA, R. E., Interest rate & Currency SWAPs., op. cit., p. 58.

principio y un fin de la operación. Estos pagos pueden ser similares a los pagos de un tipo de interés en un préstamo bancario cualquiera. En una operación en la que interviene un SWAP y cuando se combina con un activo y un pasivo el SWAP puede cambiar las características del riesgo del activo y del pasivo en esa operación, transformando el pasivo de tipo de interés fijo a variable y viceversa[101].

Los pagos a realizar en el SWAP de tipo de interés son de tipo trimestral, semestral o anual, si bien en el último caso, los agentes participantes en el contrato ajustarán el tipo de interés vigente en ese momento al contrato de SWAP[102].

Variantes del SWAP sobre tipos de interés[103]:

- El SWAP amortizable y acumulable: en los amortizables el principal queda reducido o concentrado en diversos pagos en un plazo previo al vencimiento del contrato de SWAP, mientras que en el de tipo acumulable el principal se ve incrementado en varios puntos previos al vencimiento del mismo.
- SWAP roller coaster: estipula un período de acumulación seguido de otro de amortización de principales.
- SWAP indexado a hipoteca y de obligación hipotecaria colateral: en este tipo se estipula la amortización de los principales junto con la amortización de una hipoteca.
- SWAP base: los SWAP cuyo interés es variable y están vinculados a dos índices diferentes.
- SWAP de cupón cero: son indexados a una tasa fija y otra variable. En la tasa fija no se hará ningún pago hasta los vencimientos ya que dicha tasa es la de un bono cupón cero.
- SWAP forward: también llamados diferidos ya que en éstos el cupón a cobrar se fija en la fecha de la firma del contrato pero su comienzo puede ser hasta un año después de dicha firma.

---

[101] DATTATREYA, R. E., Interest rate & Currency SWAPs., op. cit., p. 5.

[102] DATTATREYA, R. E., Interest rate & Currency SWAPs., op. cit., p. 5.

[103] CUNEF, Finanzas. Instrumentos derivados financieros. Tasas de interés. Divisas. Materias primas. Acciones y valores, op. cit.

Swaptions: son opciones sobre los SWAP, por ejemplo, una empresa cree que va a tener necesidad de firmar un contrato de SWAP y piensa que la opción de firmar ese contrato es atractiva al precio actual, por tanto, lo firma anticipadamente dándole el derecho pero no la obligación de poder ejecutar dicho SWAP en un período de tiempo pactado.

2.10. COMERCIALIZACIÓN DE SWAP

Los SWAP se rigen por un contrato marco de operaciones financieras. Como hemos dicho anteriormente, dicho contrato respondería al nombre CMOF y está previsto en nuestra legislación. Se compone de un contrato marco y varios anexos. En él se contemplan las diversas condiciones para la negociación de este tipo de productos.

Los bancos y su tesorería establecen ciertas condiciones particulares en cada producto que comercializan ya que el CMOF está relacionado con la asociación española de banca que, a su vez, sigue las indicaciones de la Asociación Internacional de Intermediarios. Por tanto, podríamos inferir que en los contratos de operaciones marco relacionados con la comercialización de SWAP es la propia banca la que ha realizado su elaboración quedando el cliente desprotegido frente a un clausulado ya estipulado de antemano por una de las partes involucradas en dicha operación, resultando llamativo que, en dicho tipo de contrato se propugna una relación igualitaria entre las partes cuando es justo todo lo contrario.[104]

Una de las problemáticas que se refleja también a la hora de contratar un SWAP ocurre a la hora de encontrar otra contraparte con necesidades similares. Esta problemática se ocupa de resolverla los que se conocen como agentes de SWAP que son operarios que trabajan en los bancos comerciales y bancos de inversión que son los que asumen el rol de una de las partes de la contratación. A esta operación llevada a cabo por uno de los agentes del SWAP se le llama posicionamiento de SWAP. Con sus servicios como agentes ganan un margen de

[104] CAZORLA LEGAL.ES., *Guía completa sobre el SWAP*, 4 de septiembre de 2020, recuperada el 23 de mayo de 2022, de https://www.cazorla-legal.es

dicha operación llamada pago-recibo que viene a ser la diferencia entre el cupón SWAP que la gente paga contra el que la gente recibe.

Para comercializar SWAP también existe la figura del corredor de SWAP, que adecúan y buscan a las contrapartes sin convertirse ellos mismos en agentes activos en la operación. Por supuesto este trabajo en la contratación se hace a cambio del cobro de una comisión.

Ambas figuras hacen que resulte más fácil la adecuación o concordancia de las necesidades de los usuarios finales. Por tanto, un corredor de SWAP desempeña la labor de búsqueda y localización de las partes para negociar con cada una de ellas, ya que sus necesidades no suelen ser armónicas. En este caso las instituciones financieras que proporcionan el servicio no asumen riesgo alguno. Sin embargo, el agente SWAP ofrece él mismo la contraparte de un SWAP adecuándolo al tipo de cambio o tasa de interés que el cliente requiera[105][106].

2.11. EVOLUCIÓN JURÍDICA DEL SWAP

El SWAP queda regido por nuestra Ley del Mercado de Valores. Con el tracto comercial de este producto se presupone que la entidad debiera prestar al cliente un servicio consistente en la relación por cuenta propia, dentro del marco de una relación de asesoramiento que se ve contemplada en el art. 63 de la Ley del Mercado de Valores[107]. Supuestamente la venta de este tipo de productos tendría que haber sido asesorada de manera correcta y también encuadrada a su vez en un mercado oficial aunque de carácter atípico, carente de regulación sustantiva. Por tanto, la aplicación de las normas de derecho común tendría un carácter subsidiario en este

---

[105] CUNEF., Finanzas. Instrumentos derivados financieros. Tasas de interés. Divisas. Materias primas. Acciones y valores, op. cit.

[106] COMITÉ DE SUPERVISIÓN BANCARIA DE BASILEA., www.bos.org/bcbs/

[107] Según el art. 63.1, podrán ser entidades gestoras además del Banco de España los miembros del mercado que cumplan los requisitos que a tal efecto se establezcan en el Reglamento del Mercado.

tipo de tracto mercantil. Las normas de conducta habituales en el derecho impondrían a la entidad financiera una serie de deberes como la obligación de actuar con diligencia y transparencia en favor del interés del cliente, la obligación de clasificarlo conforme a un marco de protección y la obligación de evaluar sus propios riesgos en función de su personalidad. Incumplir estos requisitos o deberes daría lugar a la nulidad o anulabilidad del contrato dependiendo de cada situación o circunstancia[108].

Por tanto, y debido al gran impacto que este tipo de producto ocasionó al mercado financiero, los estados implementaron la regulación jurídica para este tipo de productos, haciendo mucho hincapié en el refuerzo de la transparencia e información a la hora de la contratación. Se transpone la Directiva 2014/65/UE de 15 de mayo, más conocida como MIFiD II que viene a sustituir a la Directiva 2004/39/CEE del Parlamento Europeo y del Consejo, conocida como MIFiD I (ésta a su vez sustituyó a la Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo de 1993[109][110].

De igual manera, el Reglamento UE 600/2014 también conocido como MIFIR, afecta directamente a las entidades financieras y a los servicios que ofrecen. Dicho Reglamento permite a los reguladores específicos del país, Comisión CNMV, Banco de España y ESMA intervenir o restringir la publicidad o venta de cualquier instrumento financiero, incluidos el SWAP, si no cumplen los requerimientos adecuados, a saber: difusión sobre la actividad de negociación, reporte de datos

---

[108] CAZORLA LEGAL.ES., *Guía completa sobre el SWAP*. 4 de septiembre 2020, *op. cit.*

[109] COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV)., "ESMA." *Portal de la CNMV*, 31 de mayo de 2022. Disponible en: https://www.cnmv.es [consultado el 31 de mayo de 2022].

[110] FERNÁNDEZ TORRES, I., "Retos y efectos del paquete de medidas de la MiFID II desde la perspectiva de la protección del inversor", en BELANDO GARÍN, B. (Dir.), *Potestad sancionadora y MiFID II,* Thomson Reuters Pamplona, 2019, p. 18.

sobre la operación y eliminación de barreras entre los sistemas de negociación y proveedores de servicios que aseguren así una mayor competencia[111].

Del mismo modo el ISDA, que conforme a sus siglas significa International Swaps and Derivatives Association Inc., es una organización en la cual se agrupan los mayores actores del mercado de derivados, estableciendo un contrato marco para operaciones con este tipo de productos, en el que se establecen y definen las condiciones generales que regulan cualquier contrato de derivados entre las instituciones financieras y sus clientes. Se lleva a cabo a través de un CMOF o contrato marco de operaciones financieras el cual está previsto en nuestra legislación española[112]. Hay que aclarar que el marco de actuación del ISDA es un mercado OTC.

En cuanto a su estructura o naturaleza jurídica cabría destacar que ésta es relativamente simple, similar para todos y cada uno de los SWAP que pueden existir. Su aparente complejidad radica en la gran cantidad de documentación necesaria para especificar los términos del contrato, sus disposiciones y cláusulas especiales que podrán ser incluidas en cada contrato para así poder adaptar a cada necesidad específica.

En cuanto a la estructura básica comentada supra, ésta la constituyen dos agentes llamados contrapartes los cuales acuerdan realizar pagos cruzados sobre

---

[111] UNIVERSIDAD POLITÉCNICA DE VALENCIA (AFE)**.,** "Diferencias y similitudes entre MiFID y MiFIR." *Blog de Asesor Financiero Europeo (AFE)*, 8 de abril de 2021. Disponible en: https://afe.webs.upv.es/tag/asesor-financiero-europeo/ [consultado el 8 de abril de 2021].

[112] El CMOF se compone de un cuerpo contractual único en el que se incluye una parte dispositiva del mismo, completada por diversos anexos: un anexo I que se puede utilizar para modificar dicho cuerpo contractual completo; un anexo II que contiene las definiciones que se utilizan en el contrato marco; un anexo III, relativo a las garantías que puede llevar aparejada la operativa concreta de ese contrato marco; un anexo IV que compensa parte de las operaciones de derivados y, finalmente, un anexo V relativo a la garantía inicial aplicable entre las contrapartes (CONFEDERACIÓN ESPAÑOLA DE CAJAS DE AHORROS (CECA)., *Contrato marco de operaciones financieras.* Disponible en: https://www.ceca.es [consultado el 31 de mayo de 2022]).

la base de alguna cantidad de activo. A estos pagos se les conoce como pagos de servicio y a los activos como nocionales, que pueden ser intercambiables o no. En su forma genérica el acuerdo de un SWAP establece dicho intercambio real o hipotético de dichos nocionales hasta la terminación del contrato. Un SWAP tiene fecha efectiva de comienzo, también conocida como fecha de valor, y una fecha efectiva de terminación. Los pagos de servicio mencionados anteriormente se harán en intervalos periódicos, tal y como se especifica en los acuerdos jurídicos del propio contrato. La forma más común de dichos pagos será de manera trimestral, semestral o anual. El pago o flujo fijo no cambiará mientras el contrato de SWAP esté en vigor; por el contrario, el pago flotante se fijará en fechas periódicas. Una estructura más eficiente para el funcionamiento de un contrato de SWAP consiste en involucrar a un intermediario financiero que sirva como contraparte entre los usuarios del contrato.[113]

La viabilidad económica de un SWAP radica en dos fundamentos jurídico-económico esenciales, a saber, el principio de ventaja comparativa, que depende de una tasa de intercambio y de los costes de transacción de materias. Por otro lado, el principio del manejo del riesgo que descansa sobre la base de manejo de dichos riesgos, a saber, los SWAP se utilizan en los mercados internacionales para cubrir tasas de riesgo en los tipos de interés, los tipos de cambio, los precios de las materias primas… etc.[114].

2.12. ANÁLISIS JURISPRUDENCIAL

En este punto trataremos de analizar algunas cuestiones de carácter formal en lo que respecta a las reclamaciones interpuestas por los clientes contra este tipo

---

[113] CUNEF, Finanzas. Instrumentos derivados financieros. Tasas de interés. Divisas. Materias primas. Acciones y valores, op. cit.

[114] CUNEF, Finanzas. Instrumentos derivados financieros. Tasas de interés. Divisas. Materias primas. Acciones y valores, op. cit.

de contratos y debido, en su gran mayoría, a la asimetría informativa que imperaba en este tipo de transacciones.

En primer lugar, en este tipo de contratos, según el profesor García Angulo[115], los demandantes se han enfrentado al aspecto competencial, es decir, el conocer a quién dirigir dichas demandas. Dicho motivo de duda radicaba, en principio, en que estos contratos, al ser contratos de adhesión, se veían afectados por la Ley de Condiciones Generales de la Contratación, mientras que por otra parte, y según la Ley Orgánica del Poder Judicial, en su artículo 86 ter 2 d[116] viene a establecer que serán los juzgados de lo Mercantil los que conocerán de cuantas cuestiones sean de competencia del orden de la Jurisdicción de lo Civil respecto de ciertas acciones relativas a las condiciones generales de la contratación.

Para ilustrar el hecho de que no fue pacífica la disquisición de la competencia jurisdiccional (juzgados de lo mercantil vs juzgados de primera instancia) a la hora de presentar las correspondientes demandas, hemos extraído varios autos judiciales dictados por diversos juzgados. Por ejemplo, el auto del Juzgado de lo Mercantil nº 7 de Barcelona de fecha 27-VII-2010, el cual admitía su competencia alegando que la demanda se refería a condiciones generales de la contratación. Parte del auto rezaba lo siguiente: "ciertamente la cuestión relativa al vicio de consentimiento alegado es materia propia de los Juzgados de Primera Instancia. Pero no es el motivo principal de los alegados por la parte actora en apoyo de sus pretensiones, puesto que en su demanda alude a cuestiones que entran en la órbita de la Ley de Condiciones Generales de la Contratación y la Ley de Consumidores (invocadas por la parte actora) que están íntimamente relacionadas entre sí y que llevan a apreciar la competencia objetiva de este juzgado mercantil, no sin dudas,

---

[115] GARCÍA ANGULO, B., Nulidad de los contratos SWAP en la jurisprudencia, Eolas, León, 2011, p. 17.

[116] Los Juzgados de lo Mercantil conocerán, asimismo, de cuantas cuestiones sean de la competencia del orden jurisdiccional civil, respecto de […]:

d) Las acciones colectivas previstas en la legislación relativa a condiciones generales de la contratación y a la protección de consumidores y usuarios.

derivadas de la misma acumulación de acciones, de que las acciones sean ejercitadas por una persona jurídica y de que no se ejerciten acciones colectivas."

Por tanto, como podemos ver en este caso y, según el profesor Angulo García[117], para este tribunal (Juzgado de lo Mercantil nº 7 de Barcelona), el hecho de haber infringido leyes de carácter especial bastó para que se otorgará la competencia dicho juzgado, ya que entendía que era suficiente la infracción de tales normas especiales para la resolución de la Litis.

Otro ejemplo, lo asumió el Juzgado nº 3 de Barcelona, el auto 18-V-2010. Este auto decía "el artículo 86 2 ter de la LOPJ establece las competencias del juez de lo mercantil fuera del concurso en función de la normativa aplicable. Tanto la Ley de las Condiciones Generales de la Contratación como la Ley General de Publicidad establecen la fiscalización de este tipo de cláusulas y de informaciones tanto desde la perspectiva de las acciones colectivas como de las acciones individuales, sin que la LOPJ discrimine o establezca competencias entre acciones de uno y otro alcance. En la medida en que el derecho positivo aplicable en ambos casos sería el mismo parece razonable entender que la competencia objetiva del juzgado mercantil se entiende tanto en uno como en otro tipo de acciones. Por lo tanto, la declinatoria debe ser rechazada".

Sin embargo, el criterio contrario fue emitido por el juzgado mercantil nº 1 de León en un auto emitido el 24-IX-2010 el cual establece "el asunto sometido a enjuiciamiento de este juzgado debe ser rechazado por corresponder su conocimiento a los juzgados de primera instancia, de forma coherente con lo argumentado en procedimientos precedentes que sobre un objeto sustancialmente idéntico se han tramitado por este órgano.

Efectivamente basta una somera lectura de la demanda para concluir que la acción ejercitada se funda en la producción de un vicio en la formación del consentimiento contractual y en la consiguiente aplicación del artículo 1265 del Código Civil[118].precepto invocado en la demanda y que lleva a la actora a articular en el suplico su pretensión declarativa de la nulidad del contrato. Y no pueden

---

[117] GARCÍA ANGULO, B., Nulidad de los contratos SWAP en la jurisprudencia, op. cit., p. 18.

[118] Será nulo el consentimiento prestado por error, violencia, intimidación o dolo.

compartirse los argumentos esgrimidos por la actora en fundamento de su tesis relativos a la posibilidad de encuadramiento de la demanda en materia de condiciones generales de la contratación, como tampoco de publicidad, a saber:

Respecto de las condiciones generales de contratación, en la medida en la que el artículo 86. ter de la LOPJ remite a los casos previstos en la legislación sobre esta materia, exige un análisis del artículo 12 de la Ley 7/1998 de 13 de abril sobre Condiciones Generales de la Contratación. Para llegar a comprobar que en la demanda que rige el presente procedimiento no se articula ninguna de las pretensiones contempladas en dicho precepto, ya que en la lectura del suplico de aquélla se deduce que ni se dirige a obtener una sentencia que condene al demandado a eliminar sus condiciones generales, las que se reputen nulas y abstenerse de utilizarlas en lo sucesivo. De igual manera tampoco va dirigida a obtener una sentencia en la que se declare e imponga al demandado el deber de retractarse de la recomendación que haya efectuado de utilizar las cláusulas de las condiciones generales que se consideren nulas para abstenerse de seguir recomendándolas en el futuro.

En lo referente a la publicidad engañosa y en lo referente a la Jurisdicción Civil habría que atenerse al art. 2.6.1 de la Ley 34/1988 de 11 de noviembre, General de la Publicidad, en la redacción otorgada por Ley 29/2009 de 30 de diciembre, la cual modifica el régimen legal de la competencia desleal y la publicidad y en las que se establece con carácter general las acciones derivadas de la competencia desleal según lo establecido en el Capítulo IV de la Ley 3/1991 de 10 de enero de Competencia desleal en su art. 32[119].

Por tanto, el juez de lo mercantil sólo se considerará competente en asuntos derivados de concurso de acreedores y aquellos otros supuestos en los que se ejerciten clara y expresamente las concretas acciones establecidas en la Ley de Condiciones Generales de la Contratación como, por ejemplo, cesación, retractación declarativa o de publicidad, etc.

---

[119] GARCÍA ANGULO, B., Nulidad de los contratos SWAP en la jurisprudencia, op. cit., pp. 17 y ss.

En la actualidad la mayoría de la doctrina entiende que son competentes para la resolución de estos procedimientos los juzgados de primera instancia ya que hoy en día se están dilucidando estos procedimientos en dichos juzgados sin ningún tipo de inconveniente procesal[120].

En nuestra opinión, a pesar de no ser experto en materia procesal y en virtud de lo explicado en las diferentes sentencias expuestas anteriormente entendemos que la competencia de los juzgados de primera instancia sobre los de lo mercantil es más adecuada debido al ahorro procesal.

Otro de los aspectos competenciales a tratar es el asunto de la sumisión al arbitraje. Hay casos el de algunas entidades como el Banco Bilbao Vizcaya quien, en sus contratos de adhesión, estipula en alguna de sus cláusulas la sumisión al arbitraje y lo contenido posteriormente en el laudo arbitral para la resolución de los conflictos que surjan en los litigios relativos a este tipo de contratos. En dicha cláusula contempla que las partes intervinientes en un contrato de SWAP comercializado por dicha entidad resolverán sus diferencias mediante arbitraje de derecho, por un único árbitro, enmarcado en la Corte de Arbitraje de Madrid de la Cámara Oficial de Comercio e Industria de dicha capital. El lugar del arbitraje será Madrid y el idioma el español. Incluso estipula que la persona encargada de dicho arbitraje será un experto con amplios conocimientos de los mercados de productos financieros y derivados, que no precise exclusivamente la condición de jurista o abogado en ejercicio. Este procedimiento arbitral lo encontramos regulado en la Ley 60/2003 en su art. 21 del Reglamento de la Corte de Arbitraje de Madrid.

La respuesta a este intento del banco para hacer valer su voluntad la encontramos en diversos autos de juzgados y Audiencia Provinciales que desestiman dicha competencia arbitral por el hecho de circunscribirse a cuestiones de interpretación o ejecución ya que lo que se solicita es la nulidad aspecto que, según dichas Audiencias y juzgados, no entran dentro del acuerdo arbitral.

Como ejemplo, expondremos el Auto del Juzgado de Primera Instancia número 4 de Córdoba del 14 de mayo de 2010, en el cual se añaden nuevos razonamientos referentes a la interpretación de cláusulas oscuras, cualidades del

---

[120] GARCÍA ANGULO, B., Nulidad de los contratos SWAP en la jurisprudencia, op. cit., p. 20.

árbitro y tutela judicial efectiva del art. 24 de nuestra Constitución española. Examinada la cuestión llegan a la conclusión de que el objeto de este procedimiento tratado por el auto de referencia determina que no forma parte de un convenio arbitral por varias razones. Primera, partiendo de la cláusula omnicomprensiva "todo litigio, cuestión o reclamación" se debería entender, como señalar la propia cláusula a la interpretación y ejecución del contrato. Estos últimos conceptos tendrían su partida en la existencia de un contrato eficaz cuyo único problema fuese un desarrollo o aplicación determinada, surgido de una discrepancia entre las partes. Sin embargo, lo que se dirime es la nulidad de dicho contrato cuyo origen es completamente contrario a la premisa anterior.

Segunda, en el mejor de los casos para la parte demandada, es decir, la entidad financiera (BBVA, S.A.), se trataría de una cláusula oscura cuya interpretación quedaría sujeta al art. 1288 del Código Civil. Por tanto, nunca podría favorecer a la entidad financiera ya que es ella la que ha dado lugar a la oscuridad y sería la que obtendría los réditos favorables a la hora de someter a un arbitraje a la parte perjudicada.

En tercer lugar, el árbitro no necesariamente tendría que ser un jurista o abogado en ejercicio, lo cual resulta del todo incoherente ya que lo que se pretende ventilar es la propia existencia de un contrato y no las condiciones económicas de dicho contrato. Por tanto, sería esencial la interpretación de un profesional cualificado en derecho[121].

Suscribimos plenamente el razonamiento de este auto y, además, creemos que la obligación de asumir un contrato de adhesión choca frontalmente con la libertad de una de las partes y lesiona de lleno el derecho a la tutela judicial efectiva del art. 24 de nuestra Constitución[122].

---

[121] GARCÍA ANGULO, B., Nulidad de los contratos SWAP en la jurisprudencia, op. cit., p. 23.

[122] Este artículo reza textualmente: "Todas las personas tienen derecho a obtener la tutela efectiva de los jueces y tribunales en el ejercicio de sus derechos e intereses legítimos, sin que, en ningún caso, pueda producirse indefensión."

A continuación abordaremos otro punto controvertido presente en la jurisprudencia acerca del tema que estamos tratando. Sería la cuantía y su determinación en los procedimientos. En principio, y según viene contemplado en los art. 251 regla 1ª y 8ª de la Ley de Enjuiciamiento Civil, referente a las reglas que determinan la cuantía en los procedimientos[123], no debería existir dificultad alguna a la hora de determinar dicha cuantía. Pero es en la mayoría de las ocasiones, como refleja la regla 8ª del artículo citado anteriormente, en los procesos que versen sobre existencia, validez o eficacia de un título obligacional su valor se calculará por el total de lo debido, aunque esto conlleve que dicha deuda sea pagadera a plazos[124]. Ésta es actualmente la doctrina mayoritaria que sigue nuestro Tribunal Supremo surgida de una controversia entre el magistrado Francisco Marín Castán y Encarnación Roca Trías en un auto de junio de 2010 a favor de Banesto en el que el ponente Marín Castán estimó un recurso de queja presentado por dicha entidad que solicitaba la presentación de un recurso de casación ante el alto tribunal[125].

---

[123] El tenor literal de estos artículos es el siguiente: "1.ª Si se reclama una cantidad de dinero determinada, la cuantía de la demanda estará representada por dicha cantidad, y si falta la determinación, aun en forma relativa, la demanda se considerará de cuantía indeterminada."

"8.ª En los juicios que versen sobre la existencia, validez o eficacia de un título obligacional, su valor se calculará por el total de lo debido, aunque sea pagadero a plazos. Este criterio de valoración será aplicable en aquellos procesos cuyo objeto sea la creación, modificación o extinción de un título obligacional o de un derecho de carácter personal, siempre que no sea aplicable otra regla de este artículo."

[124] GARCÍA ANGULO, B., Nulidad de los contratos SWAP en la jurisprudencia, op. cit., p. 27.

[125] Tribunal Supremo. Sala de lo Civil. Nº de Recurso: 237/2010.

La sala acuerda: ESTIMAR EL RECURSO DE QUEJA interpuesto por el Procurador D. José Manuel Villasante García, en nombre y representación de BANCO ESPAÑOL DE CRÉDITO, S.A., contra el Auto de fecha 5 de Marzo de 2010 , que se deja sin efecto, por el que la Audiencia Provincial de Oviedo (Sección Quinta) denegó tener por preparado recurso casación contra la Sentencia de 27 de Enero de 2010 CON DEVOLUCIÓN DEL DEPÓSITO CONSTITUIDO, debiendo comunicarse este Auto a la referida Audiencia para

Meses después la magistrada Roca Trías desestimó dicho recurso por considerar insuficiente la cuantía, alegando que no se había tenido en cuenta el nocional del contrato (es decir, importe correspondiente total firmado por las partes) habiéndose tenido en cuenta únicamente las liquidaciones practicadas más el coste de la cancelación de dicho producto. Es por ello el Tribunal Supremo estima como cuantía de estos procedimientos, según viene reflejado en la regla 8ª del art. 251 de la Ley de Enjuiciamiento Civil, el precio total del contrato, es decir, la cantidad fijada como valor nominal de cada contrato que se firme[126].

En nuestra humilde opinión y según la interpretación que hacemos del art. 251 regla 8ª en el que dice explícitamente "su valor se calculará por el total de lo debido aunque sea pagadero a plazos" entendemos que la expresión "lo debido" hace referencia lógicamente a las liquidaciones pendientes de cobro y no al valor nocional o del total del contrato. El contrato de permuta financiera tiene una serie de hitos que hacen impredecible el cálculo total de un contrato hasta su finalización de dicho contrato debido a que está al albur del cumplimiento o no de dichos hitos. Por ejemplo, si un contrato estuviese indexado a un índice bursátil no podremos saber el total de ese contrato hasta su finalización debido a las variaciones que puede sufrir dicho índice. De igual manera pasaría si lo estuviese a un tipo de interés.

---

que continúe la tramitación de dicho recurso. Id Cendoj: 28079110012010203138. Tribunal Supremo. Sala de lo Civil

[126] En los fundamentos de derecho de este auto, apartado 2, se indica "A pesar de que la cuantía del pleito fuera fijada como indeterminada por el actor en su escrito de demanda, debe ponerse de manifiesto que la cuestión relativa a la cuantificación económica del procedimiento pertenece al orden público y en consecuencia puede ser fijada o establecida por los Tribunales de oficio. En el presente supuesto, aun cuando la resolución de la Audiencia Provincial de OVIEDO (Sección Quinta), declara que la cuantía del procedimiento fue fijada por la parte actora como indeterminada, tratándose de un pleito tramitado en atención a la cuantía, CONFORME a lo dispuesto en el artículo 251 de la LEC 2000 , la cuantía del procedimiento la constituye el precio del contrato y tratándose de dos contratos de permuta financiera en torno a los cuales giran las acciones ejercitadas, la cuantía se corresponde con 749.000 y 1.803.000 euros fijados como precios de los mismos, superando por tanto, la cuantía legalmente establecida para el acceso a los recursos extraordinarios."

Creemos que un contrato de permuta financiera es un contrato de cobertura de riesgos futuros para ambas partes, durante la vida del contrato, con lo cual la propia definición ya anula la procedencia del pago total (nocional o nominal) dado que el pago firmado puede ser menor o mayor que el devengado por las contingencias futuras.

A continuación expondremos brevemente los argumentos que en este tiempo pasado han alegado las entidades financieras para evitar sentencias desfavorables. Las entidades han aludido en los diversos procedimientos a: la mala aplicación de la Ley del Mercado de Valores, la conceptualización de contrato, la convalidación del contrato a la hora de cobrar liquidaciones positivas, técnicamente conocida como la doctrina de los actos propios, la experiencia inversora previa de una de las partes o profesión cualificada, otra más sería lo que han dado en llamar en alguno de los escritos de oposición como "equilibrio de las condiciones de cada parte". Otro de los argumentos sería el que se podría resumir en la siguiente frase "los bancos están para ganar dinero y el cliente debe leer lo que firma". Por último estaría el denominado por las entidades financieras como "la función estabilizadora del producto o de costes".

Respecto de la aplicación de la Ley del Mercado de Valores, las entidades financieras argumentan en sus escritos una oposición a las demandas de nulidad de los contratos firmados con ellas en base al no reconocimiento de la aplicación de la Ley del Mercado de Valores y, por ende, negando la transcendencia que el título 7º de dicha ley tiene en referencia a las normas de conducta y obligaciones que son impuestas para la buena praxis a la hora de contratar este tipo de productos.

Sin embargo, la Jurisprudencia ha venido aplicando la citada ley incluso en determinados supuestos en los que los que la propia entidad ni siquiera discutía su aplicación. Como ejemplo aportaremos la sentencia de la Audiencia Provincial de Asturias (7ª) del 16-XII-10 de la que extraemos el siguiente texto: "…al decir que es un contrato de riesgo, instrumento financiero complejo, es un derivado, al ser susceptible de pérdidas o beneficios para ambas partes. Es plenamente aplicable al mismo la normativa del mercado de valores y el llamado espacio MIFID, tal y como acertada y fundadamente razonó el juez de instancia en su sentencia".

En cuanto a la conceptualización del contrato, la controversia gira en torno a la definición de éstos y su determinación natural, dado que las entidades bancarias argumentan que estos contratos son sencillos y de fácil comprensión, que de

ninguna manera se pueden confundir con seguros[127]. Hay que poner de manifiesto que primeramente estos contratos son conocidos por su denominación inglesa, SWAP; con esta denominación ya se crea un primer obstáculo para el inversor español, que además adquiere otras denominaciones de carácter comercial como, por ejemplo, Clip, IRS, stockpyme, permuta financiera, contrato de gestión de riesgos, etc. El problema ha radicado en que los empleados de banca, además, ofrecían el producto como un contrato de seguro o aseguramiento de riesgo para cubrirse frente a una potencial subida de los tipos de interés[128]. Por tanto, en realidad quien se estaba asegurando era la propia entidad que sabía positivamente que en ese período de tiempo los tipos de interés sólo eran susceptibles de sufrir un descenso.

En cuanto a la relación con un contrato de seguro, la sentencia de la Audiencia Provincial de Valencia (9ª) de 6/X/2010 dice en uno de sus fundamentos jurídicos "esta operación, si bien atípica, es válida al amparo del art. 1255 del Código Civil y desde luego no puede conceptuarse ni constituye un contrato de seguro al faltar un elemento definidor del mismo cual es el pago de una prima."

Como tercer elemento alegado por las entidades, está el conocido como la doctrina de los actos propios ya que según alegan cobrar las liquidaciones cuando son positivas e impugnar el contrato cuando es negativo es una vulneración clara de la teoría jurisprudencial elaborada al respecto. En nuestra opinión no es así ya que lo único que prueba es el desconocimiento por parte del cliente de una de las partes dispositivas del contrato firmado.

No fue hasta el momento en el que los tipos de interés descendieron en el que los clientes han sido verdaderamente conscientes de la transcendencia de lo que firmaron ya que hasta dicho momento sólo estaba funcionando el contrato como lo que supuestamente les vendieron que era un contrato de seguro contra la subida

---

[127] GARCÍA ANGULO, B., Nulidad de los contratos SWAP en la jurisprudencia, op. cit., p. 39.

[128] GARCÍA ANGULO, B., Nulidad de los contratos SWAP en la jurisprudencia, op. cit., pp. 51 y 52.

de los tipos de interés. En nuestra opinión cabe destacar el art. 1311 del Código Civil[129] que ampara la acción posterior de solicitar la nulidad de un contrato aunque haya estado cobrando hasta ese momento las liquidaciones positivas.

La confirmación tácita es la que se deduce de un comportamiento o declaración no expresamente emitida para exteriorizar lo querido.[130]

Los cuatro argumentos restantes serán abordados en capítulos venideros ya que hacen mención de aspectos que trataremos próximamente como la asimetría informativa, las cualidades del inversor (idoneidad y conveniencia), etc.

A modo de colofón final de este primer tema, y haciendo nuestra la reflexión de una sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona de 9/V/11, señalaremos que los contratos de permuta financiera generaron mucha litigiosidad debido a la forma en la que se presentaron y se comercializaron, como una suerte de seguro ante las fluctuaciones de tipo de interés, en aquellos momentos ya en niveles altos y cuyo único movimiento posible era el descenso. La tendencia del Euribor se invirtió en un momento en el que la economía estaba en cotas muy altas. Fue ahí cuando se empezó a plantear la nulidad de dichos contratos alegando un error en el consentimiento. La mayoría de las resoluciones han sido favorables ya que entienden que la entidad no ha cumplido con los requisitos esenciales de información precontractual que, hasta ese momento, eran exigidos por la legislación vigente. Esto ha provocado un error excusable en el cliente motivando la nulidad en los contratos por dicho error en el consentimiento.

No se suele distinguir entre los clientes que sean particulares o pymes e incluso si han tenido asesoramiento profesional o no. Incluso los propios comercializadores no han sabido explicar o dar información coherente. De ahí que la exigua diligencia aplicada sobre la información precontractual, la mala praxis en la comercialización del producto, ofrecido como un contrato de seguro, sin tener en cuenta los matices aleatorios que podían generar catastróficas consecuencias

---

[129] "La confirmación puede hacerse expresa o tácitamente. Se entenderá que hay confirmación tácita cuando, con conocimiento de la causa de nulidad, y habiendo ésta cesado, el que tuviese derecho a invocarla ejecutase un acto que implique necesariamente la voluntad de renunciarlo".

[130] O'CALLAGHAN MUÑOZ, X. *Código Civil, op. cit*., p. 1409.

para una de las partes, la vinculación con otro tipo de contratos que tuviera el cliente en ese momento y, hasta en ocasiones, la obligatoriedad de subscribirlo para la obtención de algún de crédito por parte de la entidad comercializadora, han provocado la debacle jurídica para estas entidades.

No hay que olvidar que este tipo de productos nacieron para grandes inversores y no para clientes minoristas. En resumen, todo lo dicho anteriormente conforma la problemática surgida en torno a este tipo de contratos de carácter complejo.

III – EL SWAP

III. EL SWAP

3.1. BREVE RESEÑA HISTÓRICA

La gestión de la problemática económica acaecida durante la gran crisis sufrida a partir del segundo semestre del año 2007 no fue del todo eficaz ni eficiente, debido a la imprevisión y a la falta de medios, hasta ese momento desconocidos y, que posteriormente, en muchas ocasiones de forma abrupta, tuvieron que ponerse en marcha para la protección del cliente minorista o retail que, como se vio en los años sucesivos y como se ha podido comprobar en los tiempos actuales, fue y es el mayor perjudicado en circunstancias como éstas.

Hablamos de medidas a posteriori como: el Mecanismo Único de Supervisión (MUS), creado por el Reglamento UE nº 1024/2013, de 15 de octubre; el Mecanismo Único de Resolución (MUR), creado por el Reglamento UE nº 806/2014 de 15 de julio, que modifica el Reglamento 1093/2010, de Fondo Único de Resolución de entidades de crédito; el Fondo de Restructuración Ordenada Bancario (FROB), creado a partir de la Ley 11/2015, de 18 de junio de 2015, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión; y otros tipos de mecanismos que sirvieron para prevenir y evitar una situación similar a la acontecida en los últimos diez años, a raíz de las turbulencias financieras.

En los Estados Unidos de América así como en otros países europeos, el consumo privado sufrió un ascenso desorbitado debido a la obtención de crédito barato concedido por las distintas entidades financieras. Éste es uno de los motivos del inicio de la gran burbuja crediticia que empezó a surgir en ese momento, por lo que las finanzas, como concepto genérico, empezaron a encontrarse en el epicentro de dicha burbuja.

Otros factores de relevancia que contribuyeron a la creación y expansión de dicha burbuja fueron una sobreabundancia de liquidez internacional, lo que provocó una bajada muy pronunciada de los tipos de interés, ocasionando, a su vez, una gran burbuja en los precios de los activos en general, tanto financieros como inmobiliarios, la transposición al mercado minorista o retail de una serie de productos financieros muy complejos y poco transparentes, como por ejemplo son

los Swap, las participaciones preferentes, etc.…, los errores cometidos por parte de muchos gobiernos en la política económica llevada a cabo, permitiendo el desarrollo de dicha burbuja a través de una desregulación masiva del Sector Bancario que ocasionó el surgimiento de muchas instituciones no bancarias lo que, según el profesor Comín, se llamaría la banca en la sombra y perdiendo de vista la regulación a la que debían de haber sido sometidos todos esos instrumentos financieros surgidos a raíz de esta situación.[131]

La inversión en renta fija comienza a operar a principios de los ochenta alcanzando un gran nivel. No obstante, una de las áreas más interesantes la constituye la contratación de productos estructurados bancarios o derivados de crédito. Uno de los que ha recibido especial atención es el Credit Default Swap, más conocido por sus siglas en inglés como CDS y, todavía más específicamente los de tipo de interés, Interest Rate Swap (ITS) y de divisas.

El SWAP como instrumento financiero aparece alrededor de 1970 como solución a la necesidad que se empezaba a vislumbrar de reducción de costes financieros y la gestión de riesgos derivados de la crisis del petróleo del año 1973[132]. Esta crisis financiera origina cambios en el modus operandi empresarial.

---

[131] COMÍN COMÍN, F. Historia económica mundial: De los orígenes a la actualidad, op. cit., p. 713.

[132] La crisis del petróleo de 1973, o primera crisis del petróleo, tuvo su inicio el 23 de agosto de 1973, a consecuencia de la decisión de la Organización de Países Árabes Exportadores de Petróleo (OPEP) conjuntamente con Egipto, Siria, Túnez e Irán, de suspender la exportación de petróleo a los países que habían apoyado a Israel durante la guerra de Yom Kipur, contienda que enfrentó a Israel con Siria y Egipto. Dicha medida también incluyó a los Estados Unidos de América y a sus aliados de Europa Occidental.

El aumento del precio, sumado a la gran dependencia respecto del petróleo que tenía el mundo industrializado, ocasión una fuerte inflación unida a una reducción de la actividad económica para los países implicados, que respondieron con una serie de medidas permanentes para paliar su dependencia exterior.

Como indica Vega Vega[133], estos cambios se conocieron como un proceso de innovación financiera que dieron lugar a nuevas instituciones creadas con el propósito de sustituir los obsoletos instrumentos jurídicos existentes hasta el momento, para poder dar respuesta y un nuevo tratamiento a las circunstancias de riesgo empresarial emergentes, surgidas de la crisis del 73, y así poder generar ahorros en los costes para los inversores. Fue, pues, en este escenario histórico cuando se empezó a vislumbrar la permuta financiera o SWAP cuyo objetivo es, como se ha indicado supra, el ahorro de costes.

El SWAP no surge en un vacuum sino que se apoya en la existencia previa de otro tipo de instrumentos financieros que también se aplican en la gestión del riesgo relacionado con el tipo de interés como pueden ser los futuros y opciones, los *parallel loans o* préstamos paralelos, o préstamos adosados (back to back loans, en su acepción inglesa). Por tanto, la articulación del SWAP viene como deriva y respuesta a la problemática suscitada por los instrumentos de gestión de riesgos ya existentes y, en particular, por su imposibilidad de dar cobertura a largo plazo a la gestión del riesgo, y a su ausencia de flexibilidad[134]. La primera gran operación de SWAP tuvo lugar en el año 1981 entre la empresa IBM y el Banco Mundial[135].

La multinacional hizo un pago de un principal en marcos alemanes y francos franceses a dicho banco a cambio de dólares. Por el contrario, el Banco Mundial le pagaba unos intereses fijos en ambas monedas a dicha multinacional, y ésta entregaba dólares. Al finalizar la transacción, se intercambiaron los principales pero en sentido contrario[136].

---

[133] VEGA VEGA, J. A., El contrato de permuta financiera (Swap), op. cit.

[134] CAZORLA GONZÁLEZ-SERRANO, L., "El contrato de Swap o permuta financiera", *op. cit*., p. 417.

[135] PÉREZ DE ARENAZA, L, 1994, citado en CAZORLA GONZÁLEZ-SERRANO, L., "El contrato de Swap o permuta financiera", en *Estudios jurídicos sobre derivados financieros*, *op. cit*., p. 417.

[136] MARTÍN MARÍN, J. L., y TRUJILLO PONCE, A., *Manual de mercados financieros*, *op. cit*., p. 450.

Hoy en día los SWAP de divisa, que es la operación de la que acabamos de hablar, constituyen aproximadamente entre un 15% y un 20% de las operaciones de SWAPs, constituyendo el resto las operaciones de SWAP de tipo de interés[137].

A partir de los años 80, los SWAP dotaron de una gran dimensión a los mercados de titulización hipotecaria [138] vendiéndose masivamente como instrumentos de protección para los inversores, frente a la oscilación de precios de esos títulos[139], convirtiéndose así en el motor impulsor de la burbuja inmobiliaria.

A partir de esto nos encontraremos *Collaterized Debt Obligations* (CDO)[140]. Llegado el estallido de la burbuja hipotecaria, los derivados pasaron a ser el principal foco de atención. Sus efectos fueron absolutamente destructivos para la mayor parte de instituciones financieras estadounidenses. Las pérdidas para

---

[137] MARTÍN MARÍN, J. L., y TRUJILLO PONCE, A., *Manual de mercados financieros*, *op. cit*., p. 450.

[138] MÍNGUEZ PRIETO, R., y DE LA TORRE, J., "Análisis jurídico de la titulización como alternativa de financiación corporativa en la actual crisis crediticia", *op. cit*., pp. 115-116.

[139] Posteriormente esta premisa se ha visto descalificada por los tribunales de justicia, debido al abuso cometido por parte de las entidades financieras en la venta de productos muy complejos a inversores no cualificados o de banca retail, al cometer un error imperdonable en el tracto financiero mundial, no suministrando información debidamente contrastada y comprensible para el tipo de inversor al que destinaron estos productos tan complejos. La existencia de esta asimetría ha quedado patente en las innumerables sentencias emitidas por las distintas jurisdicciones de nuestro sistema judicial como, por ejemplo, la Sentencia del Tribunal Supremo de 21 de junio de 2019 (RJ 346/2019). Esta sentencia casa una sentencia dictada en primera instancia sobre un litigio entre una mercantil y una entidad financiera sobre un contrato de SWAP, realizado en el año 2006, por existir un error de vicio, sentenciando a favor de la mercantil y condenando a la entidad financiera a la restitución de las cantidades pactadas en dicha operación de SWAP entre ambas.

[140] CDO (*Collaterized Debt Obligations*). Deuda obligatoria colateral: Es una simple apuesta financiera cuyo valor subyacente radica en el valor de los valores o títulos hipotecarios. Se convertía un mismo valor comerciable en la base de una infinidad de inversiones financieras y con ello el origen de pérdidas generalizadas cuando se produjo el colapso del mercado inmobiliario.

algunas de esas instituciones fueron originadas por la contratación de estos derivados en mercados carentes de los más mínimos parámetros de transparencia, saliendo a la superficie la obligación de reconocer la verdad y asumiendo que solo se podían afrontar las estratosféricas pérdidas a partir de un programa masivo de rescate por parte del tesoro público.

Ante tan lamentable escenario, y ante la imposibilidad de la negación de una evidencia como que el verdadero causante de semejante crisis había sido el enorme déficit normativo existente hasta el momento, resultaba prescriptiva la introducción de múltiples baterías de nuevas disposiciones dirigidas a disciplinar todos los mercados financieros. Dentro de la amplia reforma normativa que se hizo para el sistema estadounidense, la ley *Dodd-Frank*[141], dedicó su título séptimo, a los

---

[141] Propuesta por los senadores norteamericanos Barney Frank y Chris Dodd, la Ley Dodd-Frank pretende garantizar tanto la buena praxis como la transparencia, por parte de las entidades financieras, con sus clientes minoristas. En lo que a los derivados se refiere, aspecto al que aludimos en esta tesis, la Ley Dodd-Frank determina que los productos derivados aprobados para su comercialización deben ser compensados a través de un organismo llamado ECC o Entidades de Contrapartida Central. Respecto de las entidades no financieras, la Ley Dodd-Frank contempla la excepción, refiriéndonos a la no obligación de compensación, con los derivados cuyo fin sea únicamente la cobertura de riesgo.

Además, dicha Ley da mucha importancia a la vigilancia sobre determinadas operaciones como los mecanismos de titulización hipotecaria que se pusieron en práctica y sobre las agencias de rating a las cuales se las ha considerado culpables por no haber previsto la caída de la economía acaecida en la crisis del 2007-2008.

Desde nuestro punto de vista, las agencias de calificación podrían ser consideradas como agentes bastante subjetivos en sus opiniones.

Desde que se promulgó esta ley en los Estados Unidos, la Stock Exchange Comission (la Comisión Nacional del Mercado de Valores norteamericana) adquirió la capacidad, no sólo para multar, sino también para excluir del sistema a las agencias calificadoras por sus juicios fallidos.

En la época en la que redactamos este punto, alrededor del 2014-15, esta Ley estaba plenamente en vigor. Sin embargo, el 6 de marzo de este año, 2018, se reunieron fuerzas tanta republicanas como demócratas para la derogación de dicha Ley, consiguiendo una mayoría suficiente de 67 a 32 como para llevarla a cabo. Esta derogación fue una de las

productos derivados, imponiendo un régimen de ordenación de los mercados *Over The Counter* de dichos derivados, cuyos principales objetivos ya habían sido anticipados en el informe de la Financial Crisis Inquiry Commision. Esa disciplina estaba llamada a asegurar la transparencia y eficiencia en esos mercados, y a reducir de forma notoria el riesgo sistémico.

La nueva legislación y su desarrollo se vieron acompañados por nuevos poderes de supervisión e intervención de las autoridades. También dotaron a esos mercados de sistemas de liquidación y compensación que actuarán como garantía del correcto funcionamiento de dichos mercados.

Destacaremos la llamada *Regla Volcker*[142], contenida en el título séptimo de la ley *Dodd-Frank*, en el cual se establecía que los bancos debían alejarse de determinadas modalidades de negocio sobre valores y sus derivados. Prohibiendo así a las entidades este tipo de operaciones por cuenta propia, se pretendió superar el riesgo de que una contratación masiva de derivados pudiera terminar con la solvencia de la propia entidad. Su inspiración entroncaba con un principio de

---

promesas electorales del actual presidente de los Estados Unidos de América, Donald J. Trump.

[142] La llamada regla Volcker es la propuesta de ley de reforma del sistema bancario que lanzó el gobierno de Obama en el año 2010 y recibe el nombre en honor a Paul Volcker, expresidente de la Reserva Federal de Estados Unidos (FED). La regla Volcker consiste en limitar el tamaño de los bancos y restringir sus actividades de riesgo. Prohíbe operaciones que buscan ganancias rápidas, pero ofrece exenciones para suscribir y construir mercados de valores, además de cubrir riesgos. También se incluye un programa para garantizar que los bancos no hagan operaciones propias haciéndolas pasar como cobertura.

Entre otras medidas, establece un límite de 3% del capital total de los bancos, para aportar capital a fondos de inversión alternativa o realizar operaciones a corto plazo con la cartera propia para su beneficio y les exige llevar un registro más exhaustivo de sus actividades. Asimismo, impide a cualquier banco que capte depósitos garantizados por el Estado tener *hedge funds*, o fondos de *private equity* o comprar y vender títulos por cuenta propia (en particular, hipotecas subprime). Con estas medidas, se quiere evitar que se creen entidades demasiado grandes para quebrar y que obliguen al Estado a salir siempre a su rescate, como ocurrió en el 2009.

ordenación financiera clásico como es el del alejamiento, cuando no, la separación total del negocio clásico de una entidad bancaria del de las operaciones, contratos, e instrumentos financieros con componentes altamente especulativos y que incorporan altísimas dosis de riesgos financieros no deseables.

Uno de los objetivos perseguidos con la regulación masiva de entidades financieras, llevada a cabo a raíz de la crisis comenzada en el segundo semestre del 2007, fue la separación de las actividades propias de banca retail respecto de las operaciones de carácter meramente especulativo realizadas por la propia entidad o entidades. El resultado perseguido por las nuevas medidas regulatorias es sencillamente que, en caso de pérdidas ocasionadas por las operaciones de alto riesgo realizadas por la entidad, sea ésta quien responda de las pérdidas y no los depositantes con sus depósitos. La Unión Europea, a través del **Informe** Liikanen [143], el cual desarrollaremos más detalladamente en el apartado de Naturaleza jurídica del SWAP, desarrolló las medidas referentes al refuerzo de solvencia de las entidades financieras y su gestión interna en aras de una mejor supervisión por parte de los expertos a nivel mundial, al igual que una revisión de las medidas necesarias a tomar en cuanto a reformas estructurales por parte de las entidades financieras.

A pesar de todo esto, se han repetido algunos casos que han vuelto a reactivar las alarmas y a poner de manifiesto el potencial lesivo que pueden llegar a tener este tipo de instrumentos financieros, bien es cierto que nos encontramos ante situaciones que plantean deficiencias generalizadas o sistémicas[144].

3.2. CONCEPTO DE SWAP

Formando parte de la categoría más amplia de productos derivados complejos, el SWAP merece un tratamiento especial, no sólo por la complejidad taxonómica que presenta, sino también por la prolífica jurisprudencia que ha originado en los últimos años.

---

[143] Erkki Liikanen, Comisario europeo de Empresa y la Sociedad de la Información

[144] SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. "El papel de los derivados financieros y su (des)regulación en la crisis financiera", *op. cit*., pp. 40-45.

Brevemente, y desde un prisma más general, se puede calificar al SWAP como un *intercambio* o *canje* que es lo que significa dicho término en español. Un intercambio dinerario sujeto a posibles eventos que serían susceptibles de acaecer durante la vida del contrato suscrito por las partes. Por tanto, y según las acepciones anteriores, un SWAP es un intercambio de pagos de carácter monetario entre dos partes.

Desde un prisma más económico, podríamos decir que la idea subyacente a la permuta financiera o SWAP es el canje o trueque entre dos partes que lleva a un intercambio de pagos o flujos económicos durante un período de tiempo[145].

Los derivados de crédito son contratos bilaterales formado por dos partes: una parte contratante, A, que paga una cantidad a la parte B o vendedor de protección a cambio de recibir de éste último un pago que se producirá si se produce un determinado evento de crédito, como puede ser la quiebra, el impago, la obligación de declaración de quiebra, reestructuración, etc.

Técnicamente, el SWAP es un derivado de crédito, contratado entre dos partes sobre un nominal o cantidad cierta, donde ambas tienen que efectuar pagos; una adquiere el compromiso de pagar una cuota fija, mientras que la otra pagará una cuota variable referenciada a algún índice. Los pagos son periódicos y habrán de reflejarse a la firma del contrato. En realidad, no se efectúan los dos flujos de pagos sino que habrá de calcularse una liquidación.

Otra definición del SWAP o permuta financiera alude a aquellas operaciones que, bajo diversas denominaciones comerciales, tendrían por objeto el intercambio de una serie de flujos de caja futuros, pagos o ingresos, en la misma o diferente moneda, que corresponderían a distintas operaciones de endeudamiento o inversión sobre el mismo nominal y el mismo vencimiento del cupón correspondiente o tasa fija, también llamado cupón de SWAP[146].

Un concepto importante dentro del mundo de los estructurados bancarios son los índices de referencia, con los cuales valoramos la rentabilidad de los activos

---

[145] CAZORLA GONZÁLEZ-SERRANO, L., "El contrato de Swap o permuta financiera", *op. cit*., p. 418.

[146] ORDUÑA MORENO, F./ SÁNCHEZ MARTÍN, C./ GUILLÉN CATALÁN, R., *Control de transparencia y contratación bancaria.* Tirant Lo Blanch, Valencia, 2016, p. 268.

y pasivos. Nos centraremos en el EURIBOR y en el MID-SWAP, si bien conviene advertir de la existencia de otros, como puede ser el LIBOR.

Respecto al EURIBOR, lo constituye el promedio de intereses al que se presta el dinero entre los distintos bancos europeos, si bien hay que tener en cuenta que los distintos mercados interbancarios nacionales casi han desaparecido a consecuencia de la crisis económica. Dicho esto, hay que destacar que casi todas las hipotecas están referenciadas a este índice (decimos "casi todas" y no "todas" dado que las hipotecas inglesas – mortgages - no se rigen por este índice sino por el LIBOR).

Los bancos posteriormente le prestan a las empresas y a las familias un tipo por encima, que es lo que se llama el diferencial. Ejemplo, imaginemos que el EURIBOR está al 0,75 y entonces el préstamo está EURIBOR + 1,25 por ejemplo. Este préstamo tendría un interés de 200 puntos básicos de diferencial y el cliente estaría pagando un 2% de tipo de interés total sobre el préstamo hipotecario.

Por su parte, el MID-SWAP, es más específico de la figura que nos ocupa. Al igual que el EURIBOR, trata del precio medio entre la oferta y la demanda al que se fijan los SWAPs del tipo de interés. Aquí debemos aludir a tres términos nuevos, *bid*, demanda, *ask*, oferta, y *spread*, horquilla o diferencial. Según el funcionamiento del SWAP si, por ejemplo, hubiese tres precios en el lado de la demanda y otros tres en el lado de la oferta, entonces el MID-SWAP, sería la media aritmética entre los tres. La media aritmética es el promedio de la suma de un conjunto de variables dividida por el número total de éstas. Ejemplo:

- Demanda (*bid*): 1,79; 1,78; 1,77
- Oferta (ask): 1,80; 1,81; 1,82
- Media aritmética: (1,79+1,78+1,77+1,80+1,81+1,82) /6 = 1,795

El índice de referencia sería, por tanto, 1,79%. El SWAP estaría cotizando por la diferencia entre el valor máximo de la demanda (1,79) y el mínimo de la oferta (1,80). Esta diferencia es a la que se le llama horquilla o *spread*, que sería en este caso un punto básico (0,01%). En este ejemplo, se estaría comprando a 1,80 (es decir, al mínimo de la oferta) y se estaría vendiendo a 1,79 (es decir, al máximo de la demanda).

Es de vital importancia para cualquier gestor de riesgo o de cartera, conocer las propiedades de los SWAP. Etimológicamente el concepto propiedad alude,

según el Diccionario de la lengua española, en su acepción tercera, a: "atributo o cualidad esencial de alguien o algo"[147]. En lo que respecta a las propiedades de carácter jurídico-financiero, al SWAP se le atribuyen las siguientes:

- Facilidad de ejecución;
- Disponibilidad de tamaños grandes;
- Flexibilidad de estructuración;
- Capacidad para gestionar el riesgo de nuevas formas que no se podían obtener anteriormente.

La asimetría informativa constituye la principal problemática dentro de la complejidad de los productos financieros complejos. Ésta se debe a la escasa información que el cliente recibe por parte de las entidades emisoras, dado que en ningún caso recibe más información que la que tiene la propia entidad. Esta asimetría informativa ocasiona importantes costes de transacción para el cliente minorista.

En el mercado de los productos derivados se da la paradoja de que su madurez convive al mismo tiempo con su continuo desarrollo, pudiendo dar fe de este hecho los distintos casos particulares expuestos en el caso DREXEL[148]. Este continúo desarrollo obliga a introducir modificaciones de carácter técnico-jurídico de modo también continuado.

Los eventos de crédito que, tras la crisis financiera, tuvieron lugar, hicieron patente la necesidad de modificar, aplicando profundos cambios, los

---

[147] REAL ACADEMIA ESPAÑOLA., *Diccionario de la lengua española*, *op. cit*., p. 1796.

[148] Drexel Burnham Lambert. Importante Banco de inversión de Wall Street fundado en Banca de 1935 por I. W. Tubby Burnham. En el año 1967, tras su expansión la Burnham encontró un socio dispuesto a fusionarse para aumentar su tamaño. Se trataba de la Firestone Drexel un Banco de Filadelfia más antiguo que la Burnham, ya que data del año 1838. El nombre de su fundador era Francis Martín Drexel. Posteriormente pasó a adoptar el nombre de ésta última.

procedimientos contractuales, de modo que estos fueran más sencillos que los previos. Podemos observar dichas modificaciones a través de distintas vías[149]:

- Mayor grado de estandarización de los contratos;
- Mayor simplicidad en el clausulado de las operaciones;
- Mayor claridad en las definiciones de eventos, mayor transparencia en la determinación de dichos eventos y en las tasas de recuperación;
- Reducción de los riesgos de contrapartida tendiendo a la utilización de las cámaras y plataformas electrónicas de confirmación.

En este tipo de productos es fundamental comprender la dinámica de funcionamiento a la hora de fijar los precios, para así, combinado con la habilidad financiera, poder establecer una serie de parámetros adecuados que constituirían el resto de las condiciones generales en el momento de la contratación.

Por lo tanto, el carácter complejo de este tipo de instrumentos va más allá de la mera contratación, ya que se pueden dar innumerables consecuencias de carácter devastador que puede dar lugar a hechos muy onerosos para el inversor desinformado.

3.3. NATURALEZA JURÍDICA DEL SWAP

3.3.1. Elementos del contrato de permuta financiera o SWAP

Habiendo explicado previamente lo que constituye un contrato de permuta financiera, vamos a exponer prolijamente las **elementos de** los contratos de permuta financiera o SWAPs, a saber:

Nombre de la contraparte. Constituye una información de gran relevancia a la hora de valorar los riesgos y la manera de utilizar las líneas de crédito sobre las contrapartes.

---

[149] KNOP MUSZYNSKI, R., MUÑOZ GARCÍA, L., SÁNCHEZ GRANDE, D., y HERNÁNDEZ PEÑASCO, R., *Credit Default SWAP*, *op. cit.*, p. 1.

La cuantía del SWAP o técnicamente el principal teórico. Se refiere al montante que se acuerda en cada transacción de permuta financiera de tipo de interés.

El tipo fijo. Será el interés que se acuerde en cada contrato[150].

Tipo flotante. Los más comunes son Euribor y Libor a 6 meses. Lógicamente, determinan la referencia utilizada para la parte variable de los intereses.

La fecha de liquidación. Constituye cada uno de los días indicados en los diferentes acuerdos. Sus fechas de liquidación habrán de coincidir con las de vencimiento de los períodos de tipo variable. En todas las fechas de liquidación, a excepción de la última, el tipo que se utilizará será el variable que también aplicará durante el primer período siguiente.

Contrato jurídico que sustancia el acuerdo SWAP. Puede ser el International SWAPs and Derivatives Association, ISDA, u otro semejante.

---

[150] Base 30/360. Esta forma de expresar el contrato parte de la base de que cada mes tiene 30 días y el año 360.

Base 30E/360, muy parecida a la anterior. Se utiliza mayormente en el mercado de eurobonos. También indica que el mes tiene 30 días y el año 360.

Base actual/360. Parte del número real de días entre dos fechas diferentes, pero igualmente supone que el año tiene 360 días. Este método es más utilizado en los mercados de dinero (por ejemplo, en el antiguo mercado interbancario).

Base actual/365. Calcula el número real de días entre dos fechas. Sin embargo, asume que el año tiene 365. Es muy común en el mercado anglosajón.

Base actual/Base actual. Calcula el número real de días entre dos fechas, pero la diferencia es que, en este caso, el número de días del año es también el real, pudiendo ser 366. Se suele utilizar en el mercado de bonos del tesoro.

3.3.2. Naturaleza jurídica. Carácter conmutativo o aleatorio del producto financiero complejo.

El carácter conmutativo o aleatorio del SWAP, sobre todo referente al de tipo de interés que es el más frecuente, ha generado un debate jurídico intenso con diferentes posiciones doctrinales.

El término conmutativo implica que el contrato genere obligaciones o cargas de carácter contractual, similares, equivalentes y recíprocas, de carácter económico entre las partes que formalizan el contrato. El término aleatorio, por su parte, alude al carácter indeterminado en las cargas contractuales anteriormente mencionadas.

Por poner un ejemplo de ambos términos, destacaría como contrato conmutativo el contrato de compraventa o un contrato de arrendamiento inmobiliario. Un ejemplo de contrato aleatorio podría ser el reflejado en el artículo 1801 del Código Civil, que hace referencia a los contratos de juegos o apuestas no prohibidos[151]. También se podría referenciar el contrato aleatorio con el artículo 1790 del Código Civil, teniendo como idea fundamental la imposibilidad en la determinación de la totalidad de sus efectos hasta que éste no se haya consumado[152].

Respecto de los contratos de permuta financiera de tipos de interés, o SWAP de tipo de interés, la doctrina también se muestra dividida, dado que en algunas sentencias se defiende el carácter de este tipo de SWAP como un contrato esencialmente conmutativo en el cual las partes y siempre ab initio conocen

---

[151] El artículo 1801 del Código Civil, indica textualmente que "el que pierde en un juego o apuesta de los no prohibidos queda obligado civilmente".

[152] El artículo 1790 del Código Civil alude textualmente a que: "por el contrato aleatorio una de las partes, o ambas recíprocamente se obligan a dar o a hacer alguna cosa en equivalencia de lo que la otra parte ha de dar o hacer para el caso de un acontecimiento incierto o que ha de ocurrir en tiempo indeterminado".

sobradamente sus derechos y obligaciones quedando limitada la aleatoriedad al concreto importe de las prestaciones[153] [154].

La función económica de una obligación es la existencia de un vínculo entre las partes que conlleva la programación del cobro o la satisfacción de una prestación determinada, sin olvidar que se debe dejar un margen de libertad al titular del derecho de elección. La obligación como alternativa configura la celebración de un negocio jurídico cuando la voluntad todavía no ha decidido plenamente cuál es el conjunto de prestaciones más conveniente para el interés del estipulante[155].

Nuestro ordenamiento civil clasifica el contrato aleatorio como un contrato cuyo resultado depende de la suerte o del azar, o de una suerte de circunstancias fortuitas que ocurrirán en un tiempo indeterminado (artículos 1790, 1791, 1798). En contraposición a los contratos aleatorios estarían los contratos conmutativos constituyendo éstos cuando las partes se obligan a dar, hacer, o no hacer (por ejemplo, contrato de no concurrencia-no competencia), ciertas cosas siempre en equivalencia de lo que la otra parte también habrá de dar, hacer o no hacer, en un período determinado.

Cierto sector de la doctrina considera que en el contrato aleatorio concurre una ventaja patrimonial para que un evento de carácter incierto pueda ser atribuido a alguna de las partes contratantes[156].

---

[153] Sentencia Audiencia Provincial de Barcelona del 28 de junio de 2012 (JUR 2012/371642)

[154] MINGOT AZNAR, M. M., Caracterización jurídica del contrato de permuta financiera sobre acciones cotizadas o índices bursátiles ("Equity swap"). Tesis doctoral, Universidad Complutense de Madrid, 2017, p. 224.

[155] DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, L., Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial, II. Las relaciones obligatorias, op. cit. p. 342.

[156] MESSINEO, F., "Il contratto in genere", en CICU A. / MESSINEO F. (Dirs.) *Trattato di Diritto Civile e Commerciale,* Giuffré, Milan, 1973, p. 774.

Otras resoluciones judiciales destacan el carácter futuro o condicionado del contrato, ya que las obligaciones van naciendo para las partes según se vayan desenvolviendo los elementos futuros, y los acontecimientos ciertos, como por ejemplo, la variación en el Euribor según las fechas, pero el contenido es incierto ya que no se puede determinar si aumentará o disminuirá conforme al tipo fijo concertado[157].

Como indica Mingot Aznar[158], la mayoría de las tendencias jurisprudenciales, las cuales aproximan los contratos de permuta financiera al grupo de contratos aleatorios, ponen de manifiesto que dicha aleatoriedad del contrato sería únicamente atribuible respecto de la cuantía concreta de las prestaciones, a la cual se denomina alea económica, siendo en todo caso susceptible de fijación al vencimiento del contrato sin incumplimiento de las previsiones del artículo 1273 del Código Civil[159]

3.4. PROBLEMÁTICA EN TORNO A LA RECIPROCIDAD DE UN SWAP.

3.4.1. SWAP y sinalagma.

Se da una gran controversia jurídica en nuestro ordenamiento con el término sinalagma, por cuanto que implica prestación para las partes que participan en el tracto jurídico negocial.

FERNÁNDEZ TORRES, I., "Retos y efectos del paquete de medidas de la MiFID II desde la perspectiva de la protección del inversor", en BELANDO GARÍN, B. (Dir.), *Potestad sancionadora y MiFID II,* Thomson Reuters Pamplona, 2019, p. 19.

[157] Sentencia Audiencia Provincial de Madrid de 7 de noviembre del 2014 (JUR 2015/19248)

[158] MINGOT AZNAR, M. M., Caracterización jurídica del contrato de permuta financiera sobre acciones cotizadas o índices bursátiles ("Equity swap"), op. cit., p. 225.

[159] Sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona de 28 de junio de 2012 (JUR 2012/371642), la cual rectifica el criterio de aleatoriedad mantenido en la sentencia del 26 de abril del 2012 de la misma Audiencia (JUR 2012/168965)

Los negocios jurídicos, generalmente, implican una serie de cargas para todas las partes implicadas en ellos, un *do ut des* o contraprestación, implícito en todo compromiso de negocio y que aplica a todas las partes que participan en el mismo.

Por tanto, podríamos decir que la característica de relación sinalagmática se encuentra en una interdependencia o relación entre un nexo causal existente que se genera entre dos deberes de prestación. Dicha interdependencia ocurre entre las obligaciones propiamente dichas y cuyo objeto es la prestación principal[160]. Como ejemplo pondremos la entrega de una cosa en el negocio de compraventa y el pago del precio pactado.

Podríamos mencionar como un contrato sinalagmático puro un contrato de arrendamiento en el que se genera una obligación para ambas partes de carácter inmediato. En este tipo de contratos la intencionalidad es irrelevante y no porque una de las partes al perfeccionar el contrato no tuviera una intencionalidad clara de utilizar la cosa comprada, no por ello dejaría de existir la relación sinalagmática entre las partes. Esta interdependencia entre los deberes de prestación divide en dos los tipos de sinalagma, lo que la doctrina llama el sinalagma genético y el funcional.

En el caso del sinalagma genético, como la palabra indica, quiere que en la propia génesis de una relación obligatoria los deberes de prestación que se generan constituyen para la parte contraria la razón de ser o la propia causa por la cual queda obligada dicha parte a ejecutar su propia prestación. Por el contrario el sinalagma de carácter funcional, conlleva la prestación de los deberes de manera enlazada o simultánea[161]. Esta idea es la que reflejan los arts. 1466 y 1500 de nuestro Código Civil en relación con el contrato de compraventa

Para terminar destacaremos que incluso cuando las prestaciones se distancian temporalmente, haciendo que el primero en cumplir sea el concedente

---

[160] DÍEZ-PICAZO y PONCE DE LEÓN, L. *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial II. Las relaciones obligatorias.* Thomson Civitas, Pamplona, 2008, pp. 432-433.

[161] DÍEZ-PICAZO y PONCE DE LEÓN, L. Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial II. Las relaciones obligatorias, op. cit., p. 432-433.

de un crédito a la otra parte, no hace que desaparezca dicha relación sinalagmática, sino más bien lo que hace es extenderla en el tiempo, ya que no dejan de ser cada una de ellas la razón de la otra para la pervivencia de dicho contrato[162].

La controversia que se crea alrededor del término sinalagma es la que deriva de otro término, también de carácter jurídico, como es la onerosidad. El negocio jurídico en sí mismo siempre implica ciertos sacrificios para ambas partes, así como su cumplimiento íntegro y exitoso les proporciona, al finalizar dicho negocio, los beneficios y ventajas perseguidos.

Por lo tanto, nos encontramos con una problemática muy habitual que han generado estos dos términos para nuestra jurisprudencia. Si bien, la doctrina se ha inclinado por la diferenciación entre ambos en el aspecto patrimonial de la circunstancia que genera el negocio jurídico. Así, se declina por aplicar el término onerosidad cuando la obligación es de carácter estrictamente patrimonial, sin tener necesariamente un carácter sinalagmático.

Según el profesor Díez-Picazo[163], el término onerosidad constituye dos aspectos diferentes dentro del ámbito negocial. La teoría del profesor apuesta firmemente por la diferenciación de estos dos aspectos, haciendo hincapié en el carácter patrimonial y económico del término onerosidad. Como ejemplo claro de esta característica, podemos mencionar el caso de un préstamos con intereses, el cuál es claramente oneroso para ambas partes por las obligaciones que de él se derivan para dichas partes, al igual que los sacrificios, de carácter económico, que ambas partes deben asumir a la firma de ese contrato, y durante el periodo de vigencia del mismo.

Sin embargo, y siguiendo a nuestro mencionado profesor[164], este préstamo carece de un carácter sinalagmático porque, de las dos partes implicadas, solo una de ellas tiene obligación respecto de la otra, refiriéndose, en este caso, al prestatario,

---

[162] DÍEZ-PICAZO y PONCE DE LEÓN, L. Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial II. Las relaciones obligatorias, op. cit., p. 432-433.

[163] DÍEZ-PICAZO y PONCE DE LEÓN, L. Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial, II. Las relaciones obligatorias, op. cit., p. 432.

[164] DÍEZ-PICAZO y PONCE DE LEÓN, L. Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial II. Las relaciones obligatorias, op. cit., p. 432.

el cual tiene la obligación de devolver el préstamos adquirido junto con los intereses pactado en tiempo y forma requerido en el contrato.

Nosotros pensamos como el profesor Díez-Picazo, si bien es cierto que podríamos abrir otra vertiente de polémica, que no abordaremos en esta tesis, pero que nos gustaría mencionar. Nos referimos a que en el mundo de los negocios, a la hora de firmar un contrato de préstamo con una entidad financiera, debido a la mala praxis de éstas durante muchos años, la cual ha sido permitida por los distintos agentes participantes en dicho negocios, ocurre que nunca se ingresa la cantidad de dinero estipulada, sino que te descuenta numerosos gastos que, hasta nuestros días, no han sido discutidos pero que, desde el estallido de la crisis económica del año 2007, se han modificado los hábitos de los negocios y, por la vía de la asimetría, las entidades han sido objeto de múltiples demandas y querellas originadas por dicha praxis, entre las cuales se encuentra nuestro último ejemplo (préstamo). Estos gastos te obligan a asumir, a la hora de firmar un contrato de esta naturaleza, cuya legalidad o, por no ser demasiado atrevido, ética, rozan la línea, cuanto menos, de lo inmoral.

De un tiempo atrás hasta nuestros días, todo este tipo de malas prácticas por parte de las entidades está siendo cuestionado, no sólo a nivel social, sino también a nivel jurídico, dirimiéndose en los tribunales numerosos conflictos. Podemos ejemplificar esto con la Sentencia de 18 de octubre de 2018, la cual consideramos no muy adecuada debido a que el pago de actos jurídicos documentados es un impuesto con lo que, sería la Hacienda Pública el objeto de dicha Sentencia y no las entidades bancarias. Con esto queremos reflejar el ambiente social que se respira hacia las entidades bancarias, trasladable al mundo del derecho, encargado de regular la convivencia en las sociedades modernas.

Sin embargo, hay otro tipo de malas prácticas llevadas a cabo por las entidades que conllevan un carácter muy oneroso para los clientes y que, a la vez, incumplen el aspecto sinalagmático que debe de tener esa relación y que trasciende de lo meramente patrimonial. Ejemplo de esto puede ser el propio incumplimiento de lo pactado.

Aludiendo nuevamente a las palabras del profesor Díez-Picazo[165], podríamos concluir que el carácter sinalagmático de cualquier relación contractual versa sobre el edificio o estructura sobra el que se asienta el funcionamiento o relación obligatoria para el buen funcionamiento de la relación contractual adquirida entre las partes.

El contrato de permuta financiera ha ocasionado muchas controversias y múltiples dificultades en toda su extensión, concepción, contratación y terminación.

En lo estrictamente jurídico, uno de los aspectos más controvertidos de dicho producto lo constituye el referente a la reciprocidad o, jurídicamente hablando, el carácter sinalagmático de dicho contrato.

Es aquí donde cierta nebulosa se apodera de lo conceptual, generando diferentes corrientes teóricas basadas en la jurisprudencia acerca de este carácter sinalagmático.

En el contrato sinalagmático la causa de la obligación de una parte no se considera como obligación por la otra parte. Las obligaciones en un contrato de sinalagma nacen al mismo tiempo de la perfección del contrato pero ninguna de las partes considera a la otra como una causa porque dicha causa precede a la consecuencia. La causa se define como el fin perseguido por ambos contrayentes y en un contrato de carácter sinalagmático la causa de la obligación es una mera representación cognoscitiva de la ejecución de dicha obligación[166].

En el ámbito jurisdiccional y, tal vez de manera algo genérica, se refiere a las obligaciones recíprocas como aquellas en las que los dos sujetos intervinientes en el contrato se encuentran obligados recíprocamente, o lo que es lo mismo, el uno con el otro.

---

[165] DÍEZ-PICAZO y PONCE DE LEÓN, L. Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial II. Las relaciones obligatorias, op. cit., p. 432.

[166] BROWN, J. T.: "Operations d'échange de taux d'intérêts et de devises: Swaps, analyse juridique et fiscale en droit anglais et en droit français", intervención en la Conferencia del Luxemburgo, Journal de Droit des Affaires Internationales, n°3, 1985, pp. 304 y ss.

Según el profesor Díez-Picazo[167], y en consonancia con lo que recoge el legislador español, las obligaciones recíprocas no lo son en sí mismas, tan sólo por la existencia de una pluralidad de deudas y créditos y que éstas estén a cargo o en favor de uno de los interesados, sino que la existencia de la reciprocidad en sí misma es necesaria para otorgar el carácter de sinalagmático a dicho contrato.

Así lo refleja el artículo 1120 de nuestro Código Civil, que reza lo siguiente "Los efectos de la obligación condicional de dar, una vez cumplida la condición, se retrotraen al día de la constitución de aquélla. Esto no obstante, cuando la obligación imponga recíprocas prestaciones a los interesados, se entenderán compensados unos con otros los frutos e intereses del tiempo en que hubiese estado pendiente la condición. Si la obligación fuere unilateral, el deudor hará suyos los frutos e intereses percibidos, a menos que por la naturaleza y circunstancias de aquélla deba inferirse que fue otra la voluntad del que la constituyó.

En las obligaciones de hacer y no hacer los Tribunales determinarán, en cada caso, el efecto retroactivo de la condición cumplida".

En este artículo se pone de manifiesto que la eficacia de ciertas obligaciones de carácter recíproco se retrotrae al momento de su propia constitución, siempre que se cumpla la condición pactada. Esto ocurre con independencia de los créditos y deudas que existan entre ambas partes, como hemos adelantado previamente.

Como se cita en la Jurisprudencia de 23 de diciembre de 1996, y citamos textualmente: "Una vez cumplida la condición suspensiva, determinados efectos de la obligación condicional de dar se retrotraen (los que pueden serlo) al día de constitución de la misma, entre cuyos efectos, sin ánimo exhaustivo, se pueden citar los relativos a los requisitos de capacidad, validez y eficacia del contrato, la convalidación de los actos dispositivos realizados por el titular que se consolida al cumplirse la condición, la invalidez de los actos realizados por el titular interino que se extralimita en su poder (salvo los derechos adquiridos por tercero de buena fe), derecho a indemnización por los daños ocasionados a la cosa durante la pendencia por un tercero, ejercicio de las acciones subrogatoria y revocatoria o pauliana. Pero, indudablemente, no puede extenderse dicha retroacción a otros

[167] DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, L. Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial, II. Las relaciones obligatorias, op. cit., p. 428.

determinados efectos, bien por imposibilidad material o física de producción de los mismos, bien porque el propio precepto antes citado (o algún otro) contenga normas específicas que establezcan otra cosa. Entre los primeros se encuentra el de la entrega real, material o física de la cosa debida, la cual sólo puede ser cumplida cuando la condición se realice, pero no antes (por imposibilidad física y metafísica de dicha entrega en tiempo pasado), cuya imposibilidad de realización tiene en cuenta el propio precepto, cuando en los dos incisos siguientes del mismo párrafo primero determina los efectos del cumplimiento de la condición con respecto a los frutos e intereses producidos por la cosa, pues parte del incuestionable supuesto de que, durante el período de pendencia de la condición, la cosa ha permanecido en poder del deudor, sin posibilidad de que la entrega real, física y material de la misma se pueda retrotraer al tiempo de constitución de la obligación. Precisamente porque el legislador reconoce la imposibilidad física y ontológica de que la entrega material o física de la cosa debida se retrotraiga al tiempo de constitución de la obligación, es por lo que el propio art. 1120 CC (en los incisos segundo y tercero de su mismo párrafo primero) excluye de los efectos de la retroacción los frutos e intereses percibidos por el deudor de la cosa debida (tanto en las obligaciones bilaterales o recíprocas, como en las unilaterales) durante el tiempo de pendencia de la condición"[168].

Por el contrario, y siguiendo las palabras del profesor Díez-Picazo[169], en los artículos 1110 y 1124 del Código Civil, se predica la reciprocidad como característica innata a la propia obligación.

La obligación recíproca en sí quiere decir que, tanto acreedor como deudor contraen una obligación el uno con el otro. Las dos serán susceptibles de ser cumplidas de manera simultánea (ateniéndonos al espíritu de la ley, art. 1124 del Código Civil), lo cual implica que el acreedor no puede exigir a su deudor el

---

[168] Ley 12/1998 de28 de abril, por la que modifica la Ley 13/1994, de 1 de junio, de autonomía del Banco de España.

[169] DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, L. Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial, II. Las relaciones obligatorias, op. cit.

cumplimiento de su obligación si él no ha efectuado previamente el cumplimiento de la suya.

Si el acreedor solicita al deudor el cumplimiento de su obligación, el deudor puede negarse acogiéndose a la exceptio non adimpleti contractus[170].

Destacaremos sentencias que niegan el carácter sinalagmático del SWAP de tipo de interés, entrando en colisión con el auténtico concepto de natural jurídico de dicho instrumento financiero y su propio barniz bilateral y sinalagmático.

Entre ellas destacamos la Sentencia del Tribunal Supremo, de 8 de enero de 2013 (RJ 1631/2013), que aborda la problemática de la calificación concursal de un crédito procedente de un SWAP, acerca de la dicotomía que consiste en la consideración como crédito concursal o como crédito contra la masa, convirtiéndose así ésta en la cuestión más transcendente cuyo carácter concursal se resuelve en ambas casaciones.

El razonamiento seguido en la anterior sentencia fue el siguiente[171]: el artículo 61.2 de la Ley Concursal afirma que "la declaración de concurso por sí misma no afecta a la vigencia de los contratos con obligaciones recíprocas pendientes de cumplimiento tanto a cargo del concursado como de la otra parte" y sigue diciendo que "las prestaciones a que esté obligado el concursado se realizarán con cargo a la masa".

Igualmente el artículo 84.2 dispone que "tendrán consideración de créditos contra la masa, los que conforme a esta ley resulten de prestaciones a cargo del concursado en los contratos con obligaciones recíprocas pendientes de cumplimiento que continúen en vigor tras la declaración de concurso".

---

[170] La excepción de incumplimiento contractual o exceptio non adimpleti contractus, en las obligaciones recíprocas, constituye el derecho a negarse, por parte del deudor, a cumplir su obligación mientras el otro no cumpla la suya (esto se funda en la regla de cumplimiento simultáneo).

[171] REDONDO TRIGO, F. "SWAP y sinalagma". *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, 738, 2013, pp. 2771-2790.

Como sostiene el profesor Redondo Trigo[172], la ley concursal y el Código Civil no definen lo que debe entenderse por obligaciones recíprocas, limitándose a mencionar las prestaciones recíprocas en su artículo 1120[173], las obligaciones recíprocas en el 1100[174] y 1124[175] y la reciprocidad de intereses en el 1289[176], dando lugar a que con frecuencia se identifiquen las obligaciones recíprocas que dimanan de contratos onerosos de los que derivan prestaciones a cargo de ambas partes[177].

---

[172] REDONDO TRIGO, F. "SWAP y sinalagma", *op. cit*.

[173] El tenor literal del artículo 1120 señala que:

"Los efectos de la obligación condicional de dar, una vez cumplida la condición, se retrotraen al día de la constitución de aquélla. Esto, no obstante, cuando la obligación imponga recíprocas prestaciones a los interesados, se entenderán compensados unos con otros los frutos e intereses del tiempo en que hubiese estado pendiente la condición. Si la obligación fuere unilateral, el deudor hará suyos los frutos e intereses percibidos, a menos que por la naturaleza y circunstancias de aquélla deba inferirse que fue otra la voluntad del que la constituyó.

En las obligaciones de hacer y no hacer los Tribunales determinarán, en cada caso, el efecto retroactivo de la condición cumplida".

[174] El artículo 1100 establece que "en las obligaciones recíprocas ninguno de los obligados incurre en mora si el otro no cumple o no se allana a cumplir debidamente lo que le incumbe. Desde que uno de los obligados cumple su obligación, empieza la mora para el otro".

De la última parte del artículo se deduce la *exceptio non adimpleti contractus* o excepción de incumplimiento contractual.

[175] Señala este artículo: "La facultad de resolver las obligaciones se entiende implícita en las recíprocas, para el caso de que uno de los obligados no cumpliere lo que le incumbe".

Las obligaciones recíprocas bilaterales o sinalagmáticas son aquéllas que generan una relación jurídica entre acreedor y deudor, pero cada parte tanto acreedora como deudora de una obligación bilateral, es también deudora o acreedora de otra obligación bilateral (O'CALLAGHAN MUÑOZ, X. *Código Civil, op. cit*., p. 1170).

[176] Establece que: "si el contrato fuere oneroso, la duda se resolverá en favor de la mayor reciprocidad de intereses"

[177] RODERO VICENTE, F. M., "Complejidad jurídica de los estructurados bancarios. Especial referencia al SWAP". En *Sociedad, Empresas e Instituciones: una aproximación desde la*

Respecto al artículo 1120, la eficacia de la obligación no siempre tendrá retroactividad absoluta a pesar del cumplimiento de su condición y que ésta sea retroactiva en el tiempo del negocio jurídico que la creó. Este artículo se aplica a las condiciones suspensivas. Por tanto, si una de tales condiciones está estipulada en una obligación de dar, una vez cumplida la condición, sus efectos se retrotraen al momento de la constitución; por ejemplo, en una obligación unilateral de intereses el deudor los hará suyos, a no ser que conste lo contrario, o si bien son obligaciones bilaterales, éstas se compensan[178].

Serán siempre los jueces quienes determinen el carácter retroactivo en caso de acudir al proceso. En muchas sentencias se niega el carácter de reciprocidad del SWAP de tipo de interés desvinculado, como, por ejemplo, en la Sentencia del Tribunal Supremo, de 8 de enero de 2013 (RJ 1631/2013).

En el Código Civil no se define estrictamente qué debe entenderse por "obligaciones recíprocas", limitándose éste a mencionar las "prestaciones recíprocas" en el artículo 1120, las "obligaciones recíprocas" en el 1100 y el 1124, y la reciprocidad de intereses" en el 1289, lo que ha dado lugar a que en ocasiones con frecuencia se identifiquen las recíprocas con las que dimanan de contratos "onerosos", de los que derivan prestaciones a cargo de ambas partes.

Dos tipos de sinalagma son diferenciados por la jurisprudencia. El sinalagma genético y el sinalagma funcional. El primero, que hace referencia a la reciprocidad e interdependencia, constituye el momento de la realización jurídico-obligatorio en la que la prestación de cada una de las partes constituye para la otra la causa de la propia, funcionando así como un contrapeso.

A continuación tenemos el sinalagma funcional, que se encuentra adherido a las propias prestaciones, en el momento de la relación jurídico-obligatoria, las prestaciones entre ambas partes habrán de ser cumplidas simultáneamente y sin

---

economía y la historia, ABAD QUINTANAL, G./ TOMÉ BERMEJO, F. (coord.), Sotecza, Madrid, 2017, pp. 26-27.

[178] O'CALLAGHAN MUÑOZ, X. *Código Civil, op. cit*., p. 1165.

perjuicio de las excepciones impuestas por el propio devenir del tráfico jurídico, o de los pactos firmados y acordados con las distintas entidades financieras[179].

En este sentido, la Sentencia del 15 de marzo de 1979, se refiere "al sinalagma funcional o interdependencia que es su característica, (de las obligaciones recíprocas y la del 14 de mayo de 1982 al "contrato sinalagmático (con sinalagma genético y funcional), en el que se pactaron obligaciones recíprocas ligadas por un nexo de interdependencia". La Sentencia del Tribunal Supremo, RJ 7447/1994, de 18 de noviembre, reiterada en la Sentencia del Tribunal Supremo, RJ 4507/2007, de 5 de julio de 2007, afirma que "las obligaciones bilaterales y recíprocas tienen por contenido un sinalagma doble, el genérico en cuanto una atribución obligacional debe su origen a la otra, y el funcional significativo de la interdependencia que las dos relaciones obligacionales tienen entre sí, en cuanto a su cumplimiento; de tal forma que cada deber de prestación constituye para la otra parte, la causa por la cual se obliga, resultando tan íntimamente enlazados ambos deberes, que tienen que cumplirse simultáneamente".

La Sentencia del Sentencia del Tribunal Supremo, RJ 3487/1996, de 8 de junio de 1996, hace referencia al "sinalagma funcional". En las sentencias del Tribunal Supremo, RJ 1930/2010, de 30 de marzo, RJ 1871/2011, de 10 de marzo y RJ 1243/2011, de 11 de marzo, se sostiene que "las obligaciones recíprocas tienen unos efectos específicos debidos a su interconexión o interdependencia. El más importante de estos efectos sería la necesidad de cumplimiento simultáneo, en el sentido de que el acreedor de una obligación recíproca no puede exigir a su deudor que cumpla, si a su vez no ha cumplido, o cumple al tiempo u ofrece cumplir la otra obligación recíproca de la que es deudor".

En el presente litigio, suscribieron un contrato SWAP desvinculado de cualquier otra operación, del que se no se derivan obligaciones funcionalmente

---

[179] Respecto a lo anteriormente dicho, la sentencia de 15 de marzo de 1979 (RJ 1979/871) hace referencia al sinalagma funcional o interdependencia, que es su característica (nos estamos refiriendo a las características de las obligaciones recíprocas). Sentencia de 14 de mayo de 1982 (RJ 1982/2572), hace referencia al contrato sinalagmático (con sinalagma genético y funcional) en el que se pactaron obligaciones recíprocas ligadas por un nexo de interdependencia. La sentencia 1033/1994 de 18 de noviembre (RJ 1994/9322), reiterada en la 814/2007 de 5 de julio (RJ 2007/5125).

recíprocas, ya que únicamente surgen obligaciones para una de las partes. La Sentencia del Tribunal Supremo declara que del contrato no nacen obligaciones compensables, ni siquiera automáticamente sino que el referido intercambio de flujos forma parte del mecanismo de cálculo o determinación al tiempo de realizar la preceptiva liquidación de una única obligación para con una de las partes. Por tanto, a juicio del Tribunal Supremo el hecho de la existencia de un SWAP desvinculado de cualquier otro tipo de operación y que no se haya probado en el proceso que del mismo surjan obligaciones para ambas partes, supondrá por tanto, la inexistencia de un sinalagma.

A diferencia de los contratos conmutativos en los cuales cada parte sabe desde su perfección hasta el contenido de cada prestación, mientras que en los contratos aleatorios las partes quedan expuestas desde su perfección a la materialización de unos resultados, bien de índole positiva o negativa, y que únicamente serán verificables cuando acontezca el evento previsto, como por ejemplo, cuál será el tipo aplicable a la fecha convenida en cada liquidación periódica.

El SWAP sobre tipo de interés indudablemente encierra un enfoque bilateral ya que ambas partes quedan obligadas desde que se confirma la operación, pero sólo una de ellas ejecutará la prestación determinada en cada momento de la liquidación periódica según, por supuesto, el resultado del cálculo que corresponda a dicha liquidación.

Por tanto, en las obligaciones recíprocas cada sujeto es a la vez acreedor de una prestación y deudor de otra, por lo que resulta de aplicación la "*exceptio non adimpleti contractus*", es decir, la excepción de incumplimiento contractual.

En consecuencia, en este caso no cabría hablar de obligaciones reciprocas pendientes de cumplimiento por ambas partes ya que cada una de las liquidaciones le corresponderá sólo a una de las partes dependiendo de la materialización de las contingencias firmadas en el contrato.

Siguiendo el litigio al que se refiere la Sentencia del Tribunal Supremo, RJ 110/2013, de 9 de enero de 2013, las partes suscribieron un contrato desvinculado de cualquier otra operación cuyos términos no constan al no haberse acompañado a la demanda, como consecuencia, no derivan en obligaciones funcionalmente recíprocas surgiendo así únicamente para una de las partes. La sentencia del

Tribunal declara que del contrato no nacen obligaciones compensables, ni siquiera automáticamente, sino que el referido intercambio de flujos forma parte del mecanismo de cálculo o determinación al tiempo de realizar la preceptiva liquidación de una única obligación para una de las partes. Por tanto, y a juicio del Tribunal Supremo, la existencia de un SWAP desvinculado de cualquier tipo de operación, y que no se haya probado en el proceso, que del mismo surjan obligaciones para ambas partes, supone, por tanto, la inexistencia de sinalagma y, consecuentemente, la calificación concursal del crédito como ordinario[180].

La misma argumentación esgrime la sentencia del Tribunal Supremo, RJ 2013/1631, del 8 de enero de 2013, negando también el carácter de crédito contra la masa de las liquidaciones del SWAP, declarando literalmente que "las prestaciones pendientes de cumplimiento para una de las partes, en este caso para la concursada, no guardan relacional causal con las que pudieran derivarse en el futuro para la otra". En este caso, la falta de reciprocidad no queda desvirtuada por la afirmación formal que aparece contraria al propio comportamiento de la recurrente de que banco y cliente se pagan mutuamente a fin de permutar flujos financieros, dirigido esto a eludir la eventual aplicación de las reglas concursales[181].

La opinión de las Audiencias Provinciales no ha sido pacífica, contrariando el criterio del Tribunal Supremo y de la Audiencia Provincial de Barcelona. Según la mayoría de Audiencias provinciales el carácter sinalagmático del SWAP constituye una de las notas características integrantes de dicho instrumento financiero, aunque la tesis propuesta por la Audiencia Provincial de Barcelona ha sido la que ha triunfado en las dos sentencias del Tribunal Supremo[182].

---

[180] O'CALLAGHAN MUÑOZ, X. *Código Civil, op. cit*., p. 1165

[181] O'CALLAGHAN MUÑOZ, X. *Código Civil, op. cit*.

[182] O'CALLAGHAN MUÑOZ, X. *Código Civil, op. cit*.

Respecto a la denominación sinalagma genético y sinalagma funcional, hay que decir que su acuñación y distinción entre ambas proviene de la doctrina alemana, concretamente del profesor Bechmann[183].

Según el profesor Díez-Picazo[184], la idea de sinalagma genético significa que en el origen de la relación obligatoria, cada deber de prestación conforma para la otra parte la razón de ser o la causa por la que queda obligada a realizar o a ejecutar su propia prestación. De ahí, que la inexistencia o desaparición de dichos deberes de prestación asiente su fundamento en el fenómeno de resolución por imposibilidad sobrevenida. Por contra, en el sinalagma funcional deben cumplirse simultáneamente.

Podríamos incluir otro tipo de sinalagma, el sinalagma imperfecto, más afín al genético que al funcional. El carácter sinalagmático no debería depender de la existencia del contrato bilateral en sí mismo, al igual que, de ninguna otra forma aislada, en el tiempo del perfeccionamiento o cumplimiento de ambas prestaciones. Por el contrario, sí debería de existir, por la verdadera característica de la reciprocidad del propio contrato sustanciada en sí misma en el espíritu del *do ut des*.

En el caso de un SWAP de tipo de interés, la prestación de dar de una de las partes anula la oportunidad de la prestación de la otra, incluso podríamos encontrarnos con que estamos ante una garantía personal atípica, la cual no está regulada en nuestro derecho positivo. Ésta es la asunción acumulativa de deuda, en la cual el deudor siempre deberá cumplir la obligación principal frente a la entidad, entendiendo por obligación principal la devolución del préstamo hipotecario concedido, además de la de los pagos que requiere dicho SWAP al no haberse cumplido las condiciones favorables pactadas con la entidades.

---

[183] Citado en REDONDO TRIGO, F. "SWAP y sinalagma", *op. cit*., pp. 2771-2790.

[184] DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, L. Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial, II. Las relaciones obligatorias, op. cit.

3.4.2. SWAP y concurso de acreedores

Como indica Mingot Aznar[185], si consideramos al SWAP en un procedimiento concursal como un contrato de prestaciones recíprocas cuyas prestaciones están pendientes de ser cumplidas, en determinados casos en el que dicho SWAP se mantenga vigente, y no haya sido vencido anticipadamente, puede conllevar consecuencias negativas para la continuidad empresarial de distintas compañías que son contraparte en dicho SWAP, ya que implica un reconocimiento de un crédito que deriva de liquidaciones ordinarias o que resulta de haber cancelado de forma anticipada un acuerdo marco de la documentación de dicho SWAP, que constituye el crédito contra la masa, que sería prededucible y pagadero al devengo a la entidad de crédito correspondiente, la cual tiene preferencia absoluta sobre los acreedores concursales de la masa pasiva (artículos 61.2, 84.2.6 y 154, de la Ley 22/2003 de 9 de julio, Concursal).

Resulta, por tanto, primordial que el precepto de existencia o falta de ella en lo que se refiere a la reciprocidad en las obligaciones a cumplir en un contrato de permuta financiera de tipo de interés en caso de concurso, se haya convertido en un elemento determinante a la hora de la calificación concursal del crédito de la entidad contra la incumplidora concursada.

Por ello, la línea de interpretación vigente y dictada por el Tribunal Supremo afirma la inexistencia de la reciprocidad en dichos contratos de permuta financiera, manteniendo una interpretación muy restrictiva de la categoría legal en los créditos contra la masa de continuidad empresarial.

Concluyen diciendo que las prestaciones debidas por cada parte que conforma el contrato no son contraprestaciones la una respecto de la otra, sin que puedan ser éstas exigibles en ningún momento ya que el contrato es aleatorio.

En cuanto a la característica relativa al alea, en referencia al SWAP, se distinguen dos tipos de SWAP, el SWAP sobre tipo de interés fijo o un SWAP de divisas. La aleatoriedad en estos ejemplos se daría sobre un SWAP de divisas, ya que dicho SWAP queda al albur de los movimientos que se originen en el mercado

---

[185] MINGOT AZNAR, M. M., Caracterización jurídica del contrato de permuta financiera sobre acciones cotizadas o índices bursátiles ("Equity swap"), op. cit., pp. 228-229.

cambiario frente a la divisa a la que está referenciada dicho SWAP. Un SWAP referenciado a un tipo de interés fijo carece de dicha aleatoriedad.

Como mantiene, por ejemplo, el profesor Olivencia que define el SWAP "como un contrato de cambio financiero en el que la "alea normal" o riesgo derivado de las oscilaciones del mercado, se introduce en el negocio como "alea convencional", pero el contrato continua poseyendo una naturaleza o estructura conmutativa y no aleatoria"[186].

3.4.3. Controversia jurídica sobre la reciprocidad en los SWAPS referenciados a acciones o índices bursátiles

En la operativa de este tipo de SWAP, referenciado a acciones, el cliente abonará al intermediario financiero una serie de pagos en efectivo que se han calculado referenciando un tipo de interés sobre el nominal de un título-valor mobiliario y así mantener la cobertura sobre dicha acción o acciones.

Las liquidaciones de dicho efectivo se desvinculan de las liquidaciones por contrapartida de la acción, pudiendo no ser coincidentes en fecha, salvo en el caso del vencimiento único de la operación. En los casos en los que el SWAP se liquida mediante la compraventa de valores subyacentes la existencia de reciprocidad funcional es del todo reconocida por el legislador, al regular la necesaria transparencia de los instrumentos financieros y otros derivados sobre acciones que confieren un derecho para adquirir acciones admitidas a negociación con derecho a voto. Esto está recogido en el artículo 53.3 de la Ley del Mercado de Valores[187].

Respecto de la contratación de SWAP referenciado a índices bursátiles, la controversia queda simplificada si atendemos a los criterios jurisprudenciales más recientes. El Tribunal Supremo en su sentencia de 2 de septiembre de 2014 aclara que la calificación jurídica del SWAP lo es sólo a efectos concursales y está centrada

---

[186] OLIVENCIA RUIZ, M. "Calificación concursal del crédito resultante de liquidación por vencimiento anticipado de un acuerdo de compensación contractual (ACC), con especial consideración del que incluya "swaps" de intereses". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 120, 2010.

[187] MINGOT AZNAR, M. M., Caracterización jurídica del contrato de permuta financiera sobre acciones cotizadas o índices bursátiles ("Equity swap"), op. cit., p. 232.

en determinar si la relación jurídica que nace del SWAP de tipo de interés sigue funcionando como sinalagmática tras la declaración del concurso y no antes de éste. No se cuestionará, por tanto, el concepto de reciprocidad de este tipo de contratos cuando las partes del SWAP cumplan normalmente con sus obligaciones de pago en situaciones no concursales, siendo el matiz de especial relevancia en los escenarios de incumplimiento no concursal y de cara a una posible oposición de la excepción del contrato no cumplido sobre aquella parte que incumple sus obligaciones bajo el SWAP mientras exige el cumplimiento a la contraparte de la recíproca (artículos 1100 y 1124 del Código Civil), cuestión sobre la que la doctrina se ha pronunciado favorablemente sobre su aplicación[188].

3.5. TIPOS DE SWAP

Se pueden definir tres tipos de Credit Default SWAP como más habituales en función de sus subyacentes[189]:

- SWAP de tipo de interés (Interest Rate SWAP);
- SWAP de divisa (Currency SWAP);
- SWAP de acciones.

---

[188] MINGOT AZNAR, M. M., Caracterización jurídica del contrato de permuta financiera sobre acciones cotizadas o índices bursátiles ("Equity swap"), op. cit., p. 233.

[189] El activo sobre el que se emiten una opción, unos futuros, un SWAP u otros derivados. El subyacente es la fuente de la que se deriva el valor del instrumento derivado. El activo subyacente podría ser un activo en el sentido usual o podría ser un tipo (tal como un tipo de interés o un tipo de cambio), un valor de índice (tal como un índice de renta fija o de renta variable) o un crédito de referencia (en el caso de derivados de crédito). El activo subyacente se suele citar sencillamente como subyacente.

En los mercados de opciones y futuros, activo normalmente sujeto a un contrato normalizado y que es el objeto del intercambio. Puede tratarse de un bien físico (oro, plata, cereales), de un activo financiero (divisas o títulos) o incluso de una cartera de activos (índices bursátiles) o del tipo de interés de un bono nocional.

Activo sobre el que existe una opción, futuro u otro instrumento financiero. Por ejemplo, una opción definida sobre una acción permite a su tenedor comprar o vender dicha acción bajo determinadas condiciones; la acción es, por tanto, el activo subyacente sobre el que se ha definido la opción.

3.5.1. Distinción entre contratos de SWAP y operaciones de SWAP

Esta distinción resulta de suma importancia introduciéndonos directamente en la problemática que plantea el SWAP en los supuestos de insolvencia[190].

En un supuesto muy frecuente las partes suscriben un contrato marco, llamado contrato único, en el cual se determinar las definiciones, pactos y condiciones propias del SWAP. Este contrato marco establece un régimen general por el que quedarán sujetas las operaciones concretas de intercambio entre las partes y para cuya conclusión bastará la comunicación entre los contratantes de una confirmación, generalmente en un formulario tipo que acompaña como anexo al contrato. Todas las operaciones se integrarán en un mismo y único contrato de tracto sucesivo diferenciándose de la celebración de un nuevo contrato. Es aquí, en el momento de la finalización e de ese contrato marco, cuando se empiezan a liquidar las operaciones de SWAP.

Respecto a las operaciones de SWAP, diremos que éstas comienzan a la finalización de un contrato SWAP, o contrato marco, en el cual las obligaciones pendientes habrán de ser cumplidas liquidándose mediante un procedimiento que en la jerga bancaria se denomina close-out-netting, lo cual no supone sino una liquidación o compensación de los saldos negativos con los positivos, que resultan de las operaciones de SWAP ya concluidas o pendientes de su conclusión.

3.5.2. SWAP sobre tipos de interés

El SWAP de tipo de interés es el más común. Busca generar más liquidez a las partes involucradas en la operación, aunque generalmente una de las partes resulta siempre más favorecida. Además busca ganancias sobre otras adquisiciones realizadas a un plazo mayor, en este caso se juega con el tipo de interés, pero las partes también tienen en cuenta los valores y los plazos.

Por regla general, se intercambian intereses de tipo fijo a variable, o viceversa, siendo en este momento cuando hay un intercambio de riesgo propio de las operaciones financieras en general y, muy en particular, de este tipo.

---

[190] *Vid*. Sentencia del Juzgado Mercantil de Barcelona, 984/2009, de 19 de noviembre de 2008.

En este tipo de SWAP no hay pago del tipo nominal, de modo que este tipo de SWAP sólo sirve a efectos de calcular la diferencia de los tipos de interés ya que serán los únicos pagos que se realicen entre las partes. Su liquidación será por compensación, por lo que el saldo de cada período transcurrido será favorable al que haya apostado por el tipo fijo, si el variable ha sido superior, mientras que será favorable al que haya apostado por un tipo variable si el tipo de interés descendió por debajo del tipo fijo. Por tanto, este tipo de SWAP no es más que un mero producto especulativo o de inversión ya que las partes contratantes condicionan las expectativas de ganancias a una variable tan imponderable como la que constituye la fluctuación de los tipos de interés[191].

El SWAP de tipo de interés puede ser utilizado con otra finalidad, a saber, la vinculación de este tipo de SWAP a una operación de endeudamiento entre las partes firmantes. En este caso, tiene la virtualidad del aseguramiento al cliente, que ostente una deuda referenciada a un tipo variable con la entidad financiera, un tipo de interés fijo por el montante total de la deuda, o al menos por la parte de la deuda que coincida con el nominal del SWAP firmado.

Para comprender esta mecánica, pondremos un ejemplo. Un cliente que ostenta una deuda con una entidad cualquiera, pagando ésta a un interés variable. A dicho cliente le interesa convertir el interés en un tipo fijo. Para ello se sirve de la contratación de un SWAP obligándose a pagar al banco un interés fijo sobre un determinado nominal, coincidente éste, con la deuda que adquirió con la entidad. La entidad pagará al cliente la diferencia entre el Euribor más el diferencial sobre el mismo nominal.

Si el Euribor sube por encima del tipo fijo pactado la consecuencia será que el cliente pagará por la deuda generada el porcentaje sobre el que esté el Euribor en ese preciso momento, y a su vez, recibirá por efecto de dicho SWAP la diferencia entre el Euribor y el tipo fijo pactado.

---

[191] ORDUÑA MORENO, F., SÁNCHEZ MARTÍN, C., y GUILLÉN CATALÁN, R., Control de transparencia y contratación bancaria, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2016, p. 269.

En el supuesto de un descenso del Euribor, por debajo del tipo fijo, será el cliente quien pague la cantidad que marque el Euribor en ese momento, que ha de ser inferior al tipo fijo contratado en el SWAP, pero como estará obligado a pagar al banco la diferencia entre ambos, el resultante de esta operación será que el cliente continuará pagando el mismo tipo fijo pactado[192].

Para terminar esta breve explicación diremos que para la mecánica operativa de la entidad financiera ésta constituye una simple operación de inversión; por el contrario, para el cliente, dicha operación en caso de obtener éxito le asegurará mantenerse al margen de las fluctuaciones o cambios de tipo de interés.

Con independencia de lo que signifique para una u otra parte resulta de vital importancia destacar, a efectos de la presente investigación, que estamos ante una operativa de gran complejidad y, que a su vez, conlleva una enorme dosis de riesgo que, por lo general casi siempre revierte en la misma dirección, que es la del sujeto no bancario, es decir, la entidad maneja mucha más información tanto al momento de firmar la operación como sobre los eventos futuros que pueden malograr la operación para la entidad. Con esto queremos poner de manifiesto que en la mayor parte de la firma de contratos de productos de carácter complejo es la entidad la que camina sobre un terreno seguro, mucho más seguro que el cliente con el que está firmando dichas operaciones en una proporción muy alta de los casos.

Dicha Sentencia abunda en que dichos contratos pueden revestir diversas modalidades en función del objeto de la permuta, pudiéndose distinguir entre SWAPs de tipos de interés, de divisas, de commodities o de materias primas y de acciones. En el SWAP de tipos de interés como el que aquí nos ocupa, las dos partes acuerdan, durante un período de tiempo establecido, un intercambio mutuo de pagos periódicos de intereses nominados en la misma moneda y calculados sobre un mismo principal pero con tipos de referencia distintos. En esta modalidad de SWAPs, no hay flujos de pagos en concepto de principal (que es un importe meramente nocional), liquidándose normalmente por diferencias los saldos respectivos entre las partes contratantes recurriendo a la compensación. Así, en el supuesto más habitual, una de las partes acostumbra a pagar intereses a tipo

---

[192] ORDUÑA MORENO, F., SÁNCHEZ MARTÍN, C., y GUILLÉN CATALÁN, R., Control de transparencia y contratación bancaria, *op. cit*., p. 269.

variable en función del EURIBOR o LIBOR, mientras que la otra lo hace a un tipo fijo (lo que se conoce como SWAP de fijo contra variable o "coupon SWAPs"); aunque también cabe el intercambio de flujos de intereses variables (SWAPs de variable contra variable o "basis SWAPs"), ya sea con distinta periodificación (EURIBOR a tres meses contra EURIBOR a seis meses) o con distinta indexación (EURIBOR a tres meses contra LIBOR a tres meses, etc.). Se trata en definitiva de operaciones de cobertura del riesgo de tipo interés, que permiten a los operadores económicos con endeudamiento a tipos de interés variable protegerse de la fluctuación en los tipos de intereses, convirtiendo deudas con intereses fijos en variables, o con intereses variables en fijos o variables con distinta indexación.

Referente al Interest Rate Swap, cabría destacar que son contratos en los que se produce un intercambio, durante un periodo de tiempo acordado, de distintos flujos de caja resultado de calcular el tipo de interés sobre los distintos nocionales[193] de la misma divisa. Estos pueden ser iguales o diferentes para cada una de las contrapartes, utilizando los tipos de interés en vigor.

Mencionaremos dos estructuras básicas dependientes de las referencias elegidas:

- La permuta financiera de interés fijo contra variable, a la cual denominaremos SWAP genérico o SWAP vanilla. En este caso, el intercambio de los intereses calculados con un tipo de interés fijo será contra los intereses con un tipo de interés variable, tomando como referencia generalmente el EURIBOR o el IBOR[194]. El resultado ideal es el obtenido de la media aritmética entre los precios que coticen en el BID (demanda) y en el ASK (oferta). Este resultado constituye el MID-SWAP. Referenciándolo a un tipo de interés fijo, tendrá un coste extra respecto a un tipo variable, ya que así se asume un menor riesgo y se suele

[193] El nocional, o nominal, es el importe sobre el que se aplicará el tipo de interés.

[194] PÉREZ RAMÍREZ, J.,Banca y contabilidad. Historia, instituciones, riesgos y normas internacionales IFRS. Marcial Pons, Madrid, 2009, p. 450.

referenciar, como se ha dicho anteriormente al tipo de interés MID-SWAP.

- La permuta de interés variable contra variable, también denominado SWAP de bases (Basis SWAP). En este caso, habría que calcular el tipo de interés variable contra otro interés variable distinto al anterior. Por ejemplo, EURIBOR A 3 meses contra EURIBOR a 6 meses[195].

Un ejemplo de condiciones aplicables a este tipo de SWAP, tomadas de una entidad real son las siguientes[196]:

El cliente se compromete a realizar los abonos semestralmente al banco cuya cantidad resultante deriva de aplicar sobre un importe nominal concreto un tipo variable previamente pactado con la entidad que a su vez deriva de otra combinación compleja pactada entre ambas partes y cuya estructura es la siguiente: el tipo de referencia cliente (así lo denomina la entidad) menos una bonificación determinada, propuesta por la propia entidad, recibiendo en contraprestación y de forma trimestral sobre el mismo importe nominal (suele ser el montante sobre el que se estructura la operación inicial) pero en relación a otro variable, una cantidad calculada, pero siempre en relación a otro tipo de interés variable, que suele ser impuesto por la propia entidad.

Cuando las fechas de pago de ambas partes coinciden (cliente y entidad) éstas realizarán un neteo de ambos importes.

El tipo de referencia de la entidad en este caso concreto sería EURIBOR a tres meses referenciado al mercado monetario del EURO, como viene reflejado en la pantalla Euribor01 de Reuters y cuya fijación se realiza a las 11:00 a.m. hora de Bruselas y siempre el segundo día hábil a la fecha de inicio de cada período de

---

[195] PÉREZ RAMÍREZ, J., Banca y contabilidad. Historia, instituciones, riesgos y normas internacionales IFRS, op. cit., p. 450.

[196] Estas condiciones son un ejemplo de las que aplica una entidad determinada. El resto de entidades podría aplicar otras si bien es cierto, que su estructura fundamental casi no variaría.

cálculo de la entidad a la que nos referimos. Respecto a la del cliente, es la misma pero con el EURIBOR referenciado seis meses[197].

En el supuesto de que alguna fecha coincidiese con un día no hábil se trasladará al día siguiente hábil, exceptuando los días que coincidiese el comienzo de mes, en cuyo caso, el vencimiento se trasladaría al día hábil pero inmediatamente anterior.

Hay que tener en cuenta que dicho período hábil en casi todas las entidades se calcula sobre un total de 360 días y no sobre 365.

3.5.2.1. Variantes de SWAP de tipo de interés

- SWAP amortizables y acumulables.

Los SWAP considerados amortizables son productos cuyo principal se encuentra reducido o concentrado en uno o más puntos en el tiempo, previos al vencimiento del derivado financiero. Por su parte, los acumulables son los que el principal se incrementa en uno o más puntos, durante el tiempo previo al vencimiento del mismo.

Ambos tipos de SWAP requieren un calendario separado que estipule la amortización de cada uno y el acumulable de todos los principales[198].

- SWAP roller-coaster

---

[197] Si bien el índice de referencia actual (año 2017) es el EURIBOR, en un futuro el dinamismo de la economía mundial podría afectar a los índices de referencia, pudiendo variar la utilización de uno u otros, como han insinuado ciertas entidades. Nos referimos al LIBOR o incluso a la rentabilidad momentánea del bono país o bonos del tesoro. Si bien todo esto constituye un futurible. Consideramos que esta búsqueda puede chocar nuevamente con la buena praxis a aplicar por las entidades, y con la transparencia como valor ideal de la sociedad, y máxime después de todo lo acaecido tras la tremenda crisis económica de la última década.

[198] Precio primero pactado entre las partes, que se basa en una cantidad y regla determinada. El principal puede ser intercambiable o no, dependiendo de la voluntad de ambas y cuando no se intercambia se denomina principal nocional, que se utiliza para calcular los flujos de efectivo que se intercambiarán periódicamente durante la vida del contrato.

Traducido al español como "montaña rusa". La particularidad de este tipo es que estipula en un período de acumulación seguido de otro de amortización de los principales.

- SWAP indexados a hipoteca o de obligación hipotecaria colateral.

Se estipula la amortización de sus principales de una manera igual a la de una hipoteca ya que están indexados a ellas.

- SWAP base

También conocidos como "variable por variable". Están vinculados a dos índices diferentes: al LIBOR y al mismo LIBOR pero a un período de amortización distinto (por ejemplo, tasa LIBOR y LIBOR tres meses).

- SWAP de curva de rendimiento

Al igual que el SWAP base, también ambas partes son flotantes pero, a diferencia del anterior, la tasa puede estar vinculada a largo plazo. Por ejemplo, una puede estar vinculada a bonos del tesoro a 30 años y la otra a la tasa correspondiente de la subasta relativa a pagarés del tesoro.

- SWAP de cupón cero

Son productos vinculados a una tasa fija por otra variable. La tasa fija es de cupón, lo que indica que no se realiza ningún pago hasta su vencimiento sobre el cual se hará un pago simple tras haber fijado la cantidad de dicha tasa.

- SWAP forward o diferido

El cupón se fija en la fecha en la que se realiza la transacción pero no comienza hasta una fecha posterior (desde 60 días hasta un año después).

- SWAP de fijación diferida

El tiempo de la fijación de la tasa se estipula en base a un contrato y a discreción del usuario final, pero siempre se hace bajo acuerdo y con una fórmula previamente establecida en ese acuerdo.

- SWAP con opción.

En éstos una de la partes tiene el derecho de extender o acortar la duración del mismo, pero no es obligatorio.

- SWAP pagadero a la demanda.

En este tipo el que paga la tasa fija tiene derecho a la terminación del SWAP antes del vencimiento establecido.

- SWAP colocable.

El que la paga la tasa variable tendrá derecho a extender su duración más allá de la fecha programada para su terminación.

- SWAP de tasa límite.

En éstos la tasa variable tiene un límite.

- SWAP reversible.

En éstos las partes pueden invertir su rol una o más veces durante la vida del contrato, es decir, el que paga la tasa fija puede pasar a pagar la tasa flotante y viceversa, siempre bajo acuerdo.

- SWAP estacional.

Como el término indica, es un contrato por el cual se puede desestacionalizar el flujo de efectivo del producto.

- SWAPtions.

Estos productos son muy comunes y tiene un carácter muy especulativo. La SWAPtions son opciones sobre un SWAP. Si una empresa tiene necesidad de contratar un SWAP en un futuro y encuentra que la fijación del precio de ese SWAP en el momento actual y piensa que el precio va a ser más atractivo que en el futuro, podrá cerrar la operación a ese precio. Técnicamente se llama comprar un SWAPtion con un SWAP a la par, lo que le da el derecho pero no la obligación de poder entrar en ese SWAP durante el período de tiempo pactado.

- SWAP basado en activos.

La mayoría de los SWAP se contratan para transformar el carácter de una obligación, es decir, obtener una cobertura contra el riesgo de una tasa elevada de tipo de interés, circunstancia a la que muchas empresas están expuestas. El riesgo afecta a un período que fácilmente puede ser cubierto con la contratación de futuros[199] de forma periódica sobre la tasa de interés.

---

[199] Un futuro financiero es un derivado financiero, que consiste en un acuerdo por el que dos partes se comprometen a comprar o vender en el futuro próximo un activo (denominado activo subyacente), fijando en el momento del acuerdo las condiciones básicas de la operación, entre ellas fundamentalmente el precio.

En caso de que el riesgo de la tasa de interés sea multiperiódico, o con continúas oscilaciones a lo largo del tiempo, el riesgo en este caso puede ser cubierto también con la contratación de un futuro pero también de un SWAP. Sin embargo, si la exposición se extiende a un período muy prolongado, generalmente superior a un año, la contratación de un futuro no es recomendable, dado que cuando se supera el período anual los futuros contratados a más de un año raramente son líquidos, debido a que los futuros generalmente se suelen vincular a un activo subyacente de carácter más tangible, como por ejemplo, podría ser la cosecha de maíz de una determinada zona. Por tanto, en cualquier evento de este tipo es más recomendable la contratación de un SWAP.

3.5.3. SWAP sobre divisas

Hay que aclarar que el SWAP sobre divisa tiene una estructura que implica diferentes flujos de efectivo a saber:

- Se da primeramente un intercambio inicial de principal.
- Los pagos de tipo de interés, que se realizarán de forma recíproca entre las contrapartes en función de la materialización del evento firmado por cada contraparte.
- A la finalización de la vida del contrato, el intercambio de principales.

Es un contrato financiero entre dos partes las cuales desean intercambiar su principal, en diferentes divisas por un periodo de tiempo previamente acordado. Durante el periodo de dicho acuerdo las partes pagan sus intereses recíprocos. Si los intereses son fijos reciben el nombre de SWAP de divisas básico (o en inglés plain vanilla currency SWAP), siendo éste el caso más general. No hay que olvidar que el tipo de cambio utilizado en todo momento durante de la vida del acuerdo del SWAP, será el existente al comienzo del mismo.

De la misma forma que un SWAP del tipo de interés puede cambiar la naturaleza del flujo de caja de fijo a variable, también es posible cambiar la divisa subyacente por medio de un mecanismo de SWAP. La diferencia principal entre un SWAP genérico de tipo de interés y un SWAP genérico de divisa es que éste último incluye no sólo el intercambio de pagos de tipos de interés sino también el intercambio inicial y final de las cantidades principales, teniendo lugar el

intercambio inicial al principio de SWAP y el intercambio final en la fecha de vencimiento de éste.

En éste sentido el SWAP de las divisas recuerda al préstamo paralelo[200]. Por tanto, podríamos definir el SWAP de divisas como un contrato financiero entre dos partes, las cuales desean intercambiar su moneda principal en diferentes monedas, por un periodo de tiempo acordado, durante el cual las partes pagan sus intereses recíprocos:

- Rompen las barreras de entradas en los mercados internacionales
- Abarata el coste del servicio resultante, ya que sin una operación de SWAP resultaría más gravoso.
- Tiene forma contractual lo que obliga al pago de intereses recíprocos.
- Se realiza a través de intermediarios

Los SWAP de divisa funcionan igual que los anteriores, pero teniendo como característica distintiva el intercambio de los nocionales al finalizar el contrato, aunque haya flexibilidad para otros acuerdos.

El SWAP de acciones o de capital (Equity SWAP), consiste en el intercambio de rendimientos calculados sobre un tipo de interés flotante por otro referenciado a un índice bursátil determinado o incluso a una sola acción de algún valor determinado: Telefónica, Repsol, BBVA, etc. Una parte paga a la otra los flujos del tipo de interés, recibiendo en contraparte los flujos de dividendo que generan las acciones de dicho índice referenciado más el incremento que hayan pactado de ese índice en un período determinado. Si el índice resultase negativo, será la parte perjudicada quien deba pagar a la otra[201].

---

[200] Préstamo paralelo: un convenio en el cual dos compañías acuerdan hacer préstamos cada una a las filiales de la otra. El préstamo paralelo es un precursor del moderno SWAP y tiene una finalidad similar a la de un SWAP de divisas. La estructura de los préstamos paralelos, sin embargo, generalmente se considera inferior a la de los SWAPs porque incorpora un riesgo considerablemente mayor de incumplimiento del compromiso, en la ausencia de un derecho legalmente vinculante de acuerdo de compensación.

[201] RODERO VICENTE, F. M., "Complejidad jurídica de los estructurados bancarios. Especial referencia al SWAP", *op. cit.*, p. 13.

Dentro de los SWAPs de divisas nos encontramos con diversas modalidades, nos disponemos a hacer una breve reseña de ellas:

- *El coctel SWAP:* también denominado SWAP cruzado de intereses y divisas **(**Cross currency coupon SWAP) combina un SWAP de divisa con uno de intereses, lo que implica el intercambio de pagos en diferentes divisas y basados en tipo de interés distintos, un ejemplo de esto es, un SWAP flotante hasta otro fijo.
    - Permite un mejor aprovechamiento de las condiciones de financiación en una moneda determinada, al contratarlo en una moneda diferente utilizando el cross currency SWAP para intercambiar los flujos generados por dicha deuda (nos referimos a la cobertura del préstamo bancario que atañe a la operación), por otros en la moneda deseada. Como hemos dicho anteriormente, se obtienen mejores tasas de financiación que las ofrecidas por las alternativas tradicionales.
    - Una de las cuestiones a destacar es la ausencia de comisión de apertura en su contratación.
    - Los plazos de liquidación pueden ser de dos tipos: una, en los períodos o fechas acordadas, trimestralmente, para el pago al cliente y semestralmente para los pagos a la entidad; al vencimiento o finalización del contrato se realizan las entregas por compensación de las cantidades pactadas entre entidad y cliente.
- Currency option SWAP: Como indica su nombre en inglés constituye una permuta financiera de divisas que solo se produce si se da una determinada circunstancia, (de ahí la opción).
- *SWAP con vencimiento asimétrico:* se puede dar el caso de que la fecha de liquidación de los flujos de caja de un SWAP no sean los mismos para ambas contrapartes. En un caso el cupón puede vencer trimestralmente mientras que la otra contraparte lo puede hacer anualmente.
- *Los cero SWAP:* Una de las partes no realizará ningún pago hasta la consecución de la fecha de vencimiento.
- *SWAP a medida:* Los pagos de una de las partes variarán tanto en la cantidad como en la duración de su liquidación.

- *SWAP de divisa Dual* (Dual currency SWAP): en éste tipo de permuta financiera el principal se expresará en una divisa pero los cupones se denominarán en otra.
- *SWAP del principal:* Es una transacción donde los ajustes del principal entre las partes son periódicos, basándose en dos tipos de cambio distinto.

3.5.3.1. SWAP de divisas fijo-flotante

En este tipo de SWAP una de las contrapartes acuerda hacer pagos a una tasa fija a la segunda, de igual manera que la segunda también acuerda hacer pago pero a una tasa flotante a la contraparte. Estos pagos reciben el nombre de ramas o extremos de SWAP. La tasa fija es llamada cupón de SWAP.

Los pagos se calculan sobre la base de una serie de cantidades de activos subyacentes llamados nocionales que al asumir la forma de sumas de dinero se le llama principal nocional y generalmente no suelen ser intercambiables.

No hay que olvidar que los contratos de SWAP se intentan hacer a la medida de las contrapartes.

3.5.3.2. SWAP de divisas fijo-fijo

Una compañía estadounidense que quiera operar en algún país europeo, por ejemplo, España. Dicha empresa norteamericana es una empresa suficientemente conocida en su mercado de deuda, pero desconocida para el mercado de deuda europeo, lo que significa que podría conseguir con facilidad financiación en dólares pero no en euros.

Como decíamos al principio de este apartado, a la empresa estadounidense le convendría encontrar a otra sociedad española en una situación idéntica a la suya, es decir, que necesite financiar alguna filial suya que opere en Norteamérica pero que sea, asimismo, desconocida en el mercado de deuda norteamericano.

Los pasos a seguir serían los siguientes:

- La empresa estadounidense emite 100 millones de dólares en bonos de su país, al 5,50% con vencimiento a 10 años. A su vez emite 80 millones de euros en el mercado de eurobonos al 4,25%.
- La empresa española emite 80 millones de euros al 3,75%, también con vencimiento a 10 años, en el mercado europeo. De igual manera, emite

bonos por el valor de 100 millones de dólares con vencimiento a 10 años al 6,20% en el mercado norteamericano.

Ambas empresas realizan sus correspondientes emisiones de bonos en sus respectivos mercados. Ambas compañías deberán acordar permutarse los ingresos de dichas emisiones para realizar pagos periódicos que reflejen la obligación de los correspondientes pagos de los tipos de interés en divisa de la contraparte a los poseedores de los bonos. Al transcurrir los 10 años de vencimiento las partes se volverán a permutar los principales[202].

El ahorro obtenido por la empresa de Estados Unidos lo constituye la diferencia existente entre los intereses pagados en euros a través del SWAP contratado, y los que deberían haber pagado si hubiese realizado su propia emisión en euros. Es decir, el diferencial vendría dado por el siguiente cálculo:

En el caso de la empresa americana que opera en España:

- Precio de contratación de eurobonos empresa americana: 4,25%
- Precio de contratación de eurobonos empresa española: 3,75%
- Diferencial: 0,50% anual

En el caso de la empresa española que opera en Estados Unidos:

- Precio de contratación de bonos estadounidenses empresa española: 6,20%
- Precio de contratación de bonos estadounidenses empresa americana: 5,50%
- Diferencial: 0,70% anual

No debemos olvidar que en todas las operaciones de convertibilidad de una divisa en otra, y durante la vigencia del contrato, siempre prevalecerá el mismo tipo de cambio que al comienzo de dicha operación.

También cabría destacar la posible intervención en operaciones de este tipo de otros actores, como podrían ser bancos de inversión, que tomarían posición

[202] Principal: es la cantidad de dinero emitida en bonos por parte de cada una de las empresas en el país correspondiente a la otra. Es decir, en el caso de la española cien millones de dólares y en el caso de la norteamericana ochenta millones de euros.

entre las contrapartes y actuarían como bróker de la operación, obteniendo así una comisión por la realización de dicho negocio.

3.5.4. SWAP sobre materias primas

Los pioneros en la utilización de este tipo de SWAP y de su posterior introducción en el mercado fueron los traders del Chase Manhattan, en el año 1986, cuya utilización fue para cubrir los riesgos en el tracto contractual de materias primas.

En el año 1990, la Commodity Futures Trading Commission (CFTC) otorgó libertad de ejecución a los contratos de SWAP de materia prima concibiendo como único requisito la prescripción en la utilización de un sistema de fijación de precios y márgenes en las ganancias para garantizar un buen desarrollo de la relación contractual.

Este tipo de SWAP se utiliza para prestar financiación más barata a empresas no foráneas en un territorio que lógicamente no es el suyo. Por "territorio ajeno" nos referimos al campo estrictamente financiero al cual las empresas de carácter industrial de cualquiera de los sectores del tejido empresarial español (agroalimentación, construcción, etc.), han de acudir en busca de financiación para llevar a cabo su actividad empresarial propia.

Las empresas buscarán otras compañías cuya situación sea igual a la suya, pero con condiciones de mercado diferentes, al tratarse de otro país. Podemos ilustrar este mecanismo de financiación mediante el siguiente ejemplo:

Generalmente este método es utilizado por el sector industrial manufacturero, cuyo objetivo es generar mayor liquidez para la empresa, debido a la minimización en el riesgo crediticio bancario. El riesgo de mercado existente en esta operación vendría determinado por la posible volatilidad financiera de uno de los países en los que se lleve a cabo la operación. El riesgo lo asumiría la empresa que opere en dicho mercado siempre que tuviese que variar las condiciones contractuales por algún imperativo legal y tuviese que realizar parte de los pagos de los intereses de forma variable. En contraposición, tendría la ventaja ésta última de poder negociar aspectos como el precio, la calidad, y otros muchos referentes a la materia prima en liza.

El modo de actuación en éste tipo de transacciones que están caracterizadas por la volatilidad financiera es relativamente sencillo, a saber, una de las partes realizará un pago unitario fijo por cierta cantidad de alguna materia prima (el pago siempre será de una cantidad fija acordada previamente por ambas partes), mientras que la segunda contraparte realizará un pago a la primera de un precio variable que vendrá determinado por la situación de mercado que afecte en el momento de la perfección del contrato a dicha materia prima. Las materias primas involucradas en la misma operación no tienen que ser necesariamente iguales o diferentes.

3.5.5. Otros tipos de SWAPs

- Equity SWAP: En este tipo de SWAP una de las tasas está referenciada a un tipo de interés y la otra referenciada a renta variable, generalmente acciones. Esta última puede ser de diversos tipos como, por ejemplo, variación sobre un índice, sobre un conjunto de acciones, etc.
- El Total Return SWAPs: En este tipo se intercambia un tipo de interés flotante por todos y cada uno de los flujos de un activo financiero sin importar su complejidad y variación. En este SWAP si el vencimiento es inferior al del activo financiero habrá un intercambio entre las partes al inicio y al vencimiento del contrato de SWAP a un precio prefijado.

3.6. ELEMENTOS DEL CONTRATO DE SWAP

Los contratos están regulados en el Título II, en su capítulo primero del Código Civil, artículos 1254 y siguientes. Los elementos de todo contrato según la regulación del Código Civil, en su artículo 1261, son consentimiento, objeto y causa.

En cuanto al contrato de SWAP, y en palabras de Cazorla González-Serrano [203], podríamos incorporar como elemento distintivo del contrato de permuta financiera, el riesgo, debido a que, como abunda el autor, este tipo de contratos incorporan o tienen como finalidad la gestión o control del riesgo financiero para quienes lo suscriben.

Dentro del SWAP, distingue el autor, varios tipos de elementos[204]:

- Elementos personales. En el contrato de SWAP o permuta financiera, estos elementos incluyen a la parte contratante, cliente, y agentes mediadores, que más comúnmente suelen ser las entidades de crédito.

Los intereses de ambas partes son opuestos, pero las motivaciones son simétricas, ya que ambos lo que están intentando gestionar es el riesgo que subyace a la operación. Dicho riesgo trata de la evolución de unos índices a los cuales está referenciada la permuta y de cuya evolución depende el beneficio de una u otra de las partes.

- Objeto. En este caso, el objeto de este tipo de contratos son los flujos o corrientes monetarias que las partes se entregarán una a la otra, de una forma siempre recíproca y en función de índices o indicadores pactados durante la vigencia del contrato.
- Causa. Según el artículo 1275 del Código Civil, los contratos sin causa o con causa ilícita no producen efecto alguno. Por tanto, entendemos por causa, según el artículo 1274 del Código Civil, la prestación o promesa de una cosa o servicio por la otra parte. En los contratos remuneratorios el servicio o beneficio que se remunera, mientras que en los de pura beneficencia, la causa la constituye la mera liberalidad del bienhechor.
- Riesgo. Según Cazorla González-Serrano[205], este elemento resulta esencial en el contrato de permuta financiera, riesgo que, por otro lado, trata de

---

[203] CAZORLA GONZÁLEZ-SERRANO, L. "El contrato de Swap o permuta financiera", *op. cit*., p. 432.

[204] CAZORLA GONZÁLEZ-SERRANO, L. "El contrato de Swap o permuta financiera", *op. cit*., p. 432.

[205] CAZORLA GONZÁLEZ-SERRANO, L. "El contrato de Swap o permuta financiera", *op. cit*., pp. 434-435.

mitigarse o cubrirse a través del propio instrumento financiero derivado. El riesgo financiero que podemos calificar como fundamental en esta figura contractual lo constituye el riesgo de oscilaciones o fluctuaciones de los principales índices macroeconómicos de mercado.

3.7. VALORACIÓN DE UN SWAP[206]

Valorar un SWAP requiere estimar el valor de todos los flujos potenciales a su alrededor, lo que supone que es como un juego sujeto a un evento que, en caso de producirse, una de las partes tendría que pagar una cantidad, mientras que lo tendría que pagar la otra en caso contrario[207]

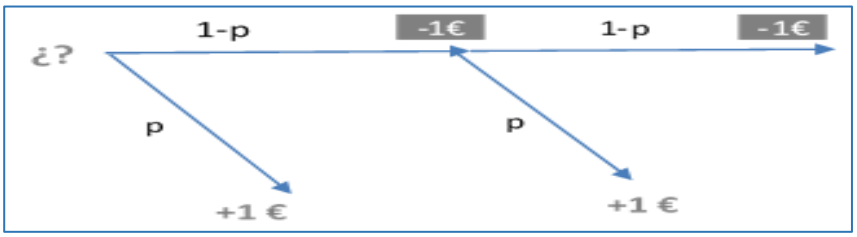


Figura 1. Comportamiento SWAP

Fuente original: *Knop Muszynski, R., Muñoz García, L., Sánchez Grande, D., & Hernández Peñasco, R. (2012).* Credit Default SWAP. *Madrid: Delta Publicaciones.*

Al estar sujeto a un evento, en caso de producirse tiene que pagar una cantidad, y en caso contrario, cobraría 1 euro. ¿Cuánto sería el máximo que se estaría dispuesto a pagar en el caso adverso sabiendo que la probabilidad de este suceso es del 60%?

E=-Xp+1(1-p)

X= es la cantidad que se estaría dispuesto a pagar, en caso de ocurrencia del evento;

---

[206] Este apartado ha sido escrito por el mismo autor de la Tesis en el primer capítulo del libro Sociedad, Empresas e Instituciones: una aproximación desde la economía y la historia. Abad Quintanal, G. & Tomé Bermejo, F. (2017) pp. 29-31.

[207] KNOP MUSZYNSKI, R., MUÑOZ GARCÍA, L., SÁNCHEZ GRANDE, D., y HERNÁNDEZ PEÑASCO, R., *Credit Default SWAP*, op.cit., p. 25.

P= 0,6. Sería la probabilidad de que dicho evento tenga lugar, siendo el valor esperado del juego igual a cero.

La ecuación sería:

0=-x 60%+1 40% (Knop Muszynski, Muñoz García, Sánchez Grande & Hernández Peñasco, 2012, pp.25-26).

3.7.1. Valoración de un SWAP simple

En este caso se dan dos posibles situaciones a vencimiento:

- Dicha referencia no ha incurrido en impago (default), en cuyo caso el comprador de protección (es decir, el cliente) pagaría la prima acordada previamente a la contratación.
  - La referencia haya incurrido en impago (default).
  - Si se ha acordado la liquidación por entrega, el comprador entrega el bono de referencia acordado a cambio del 100% de su valor nominal.
  - Si se liquida por diferencia dicho comprador recibe a vencimiento la parte correspondiente a esa diferencia (valor par del bono y su valor de mercado después del default). Esto es lo que se llama la tasa de recuperación. Esta valoración tendría similitud con los contratos por diferencia. Hay que destacar, que en caso de producirse esta situación dicho pago de la prima se debe especificar en la firma del contrato.

3.7.2. Valoración de un SWAP de tipo de interés

El precio de un SWAP de tipo de interés se compone de tres elementos:[208][209]

- Tipo de interés futuro.

El intercambio de una serie de obligaciones para realizar pagos variables por otra serie para realizar pagos fijos supone que el SWAP equivale a intercambiar

---

[208] MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, J., *Mercado de derivados financieros: SWAPs.* Universidad Complutense, Madrid, 1991, pp. 8-9.

[209] MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, J., *Mercado de Derivados Financieros*. Universidad Complutense, Madrid, 2013.

una serie de contratos futuros sobre tipos de interés en los que el pagador fijo ostentaría una posición larga (si los tipos de contado caen, él pierde y, si suben, gana).

- Costes de transacción.

Vienen reflejados en el diferencial entre el pagador y el receptor para una transacción libre de riesgo, siendo la liquidez el principal determinante de dicho diferencial, de tal manera que es la competencia del propio mercado la que crea el diferencial.

- Riesgos crediticios de la operación.

La prima que ocasiona en caso de riesgo crediticio viene determinada por el riesgo de crédito específico entre el intermediario y la contraparte.

IV – ASPECTOS TÉCNICO-SECTORIALES DEL ÁMBITO FINANCIERO

IV. ASPECTOS TÉCNICO-SECTORIALES DEL ÁMBITO FINANCIERO

4.1. REGULACIÓN DEL SWAP EN EL DERECHO ESPAÑOL

Como indica Cazorla González-Serrano[210], nos encontramos ante un contrato atípico respecto a la generalidad de los contratos desde su perspectiva estrictamente normativa. En la práctica incorpora una serie de cláusulas en cuya elaboración e implementación a nivel internacional tiene un papel muy importante la International SWAP Dealer Association (ISDA), la cual aprobó el modelo Multicurrency Cross-border Master Agreement de SWAP en el año 2002.

Anteriormente a este modelo, se encuentra el Contrato Marco de Permuta Financiera de Intereses, catalogado en pesetas de la Comisión de Estudios del Mercado Monetario (Contrato Marco SWAP-CEM), de 4 de octubre de 1988. También nos encontramos con el Contrato Marco de Operaciones Financieras de la Asociación Española de Banca Privada (CMOF), cuya versión actual fue protocolizada el día 14 de julio de 2009, siendo revisada de forma periódica y adaptada al modelo de la International SWAP Dealer Association (ISDA).

No obstante, el SWAP como contrato, tras su uso continuado en el tracto mercantil, ha impulsado la elaboración práctica de determinados modelos ya con cláusulas estandarizadas o cláusulas tipo admitidos de forma generalizada en el tráfico mercantil y que, por supuesto, al amparo de la autonomía de la voluntad de las partes, se incorporan al clausulado de dicho contrato[211].

No obstante, el SWAP, se sujetará en todo caso, a la hora de su cumplimiento a las normas que resulten imperativas de aplicación en cada momento. De igual manera, intervendrá el Real Decreto Legislativo 1/2007 de 16 de noviembre, por el

---

[210] CAZORLA GONZÁLEZ-SERRANO, L. "El contrato de Swap o permuta financiera", op. cit., pp. 427-428.

[211] CAZORLA GONZÁLEZ-SERRANO, L. "El contrato de Swap o permuta financiera", op. cit., p. 427.

que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Consumidores y Usuarios, así como la Ley 22/2007 de julio sobre Comercialización a Distancia de Servicios Financieros destinados a los consumidores.

La norma reguladora de los SWAP en nuestro ordenamiento lo califica de contrato atípico, como se ha indicado supra, y deberemos atender en primer término a lo que establece los artículos 1091, 1255 y 1258 del Código Civil, así como el 57 del Código de Comercio y el 39 de la Ley del Mercado de Valores.

De igual manera, quedarán regulados los preceptos más importantes, en la Directiva 2004/39/CE, MiFID I, Directiva sobre los Mercados de Instrumentos Financieros, promulgada por el Parlamento Europeo y el Consejo el 21 de abril de 2004, que ha sido modificada por la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, MiFID II, relativa a los Mercados de Instrumentos Financieros.

También entrará en juego el Real Decreto 217/2008 de 15 de febrero, sobre el Régimen Jurídico de Empresas que prestan servicios de inversión así como la Circular 3/2013 de 12 de junio de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, la cual desarrolla el artículo 78 y siguientes de la Ley del Mercado de Valores.

4.2. REGULACIÓN DE LOS DERIVADOS: PROBLEMA Y SOLUCIÓN

Los diferentes criterios políticos, que en la mayoría de los casos son antagónicos, han propiciado que las posiciones políticas estén enfrentadas a la hora de acometer la regulación de los derivados financieros. Esto ocasionó que la intervención sobre dichos productos se haya hecho de manera poco uniforme y ordenada. Por lo tanto, la regulación ha originado una gran problemática, producto de una pésima política legislativa.

La tolerancia se convirtió en la máxima de las entidades comercializadoras, permitiendo el acceso a este tipo de productos complejos a un público no cualificado y carente de preparación para la comprensión del funcionamiento de dichos productos y, lo que es más grave, absolutamente ignorantes de las catastróficas que a nivel patrimonial pueden acarrear este tipo de inversiones.

"Es por ello, que los derivados financieros se han convertido en la expresión jurisprudencial que ha obligado a nuestro sistema jurídico a resolver numerosos conflictos para dirimir la validez, calificación y ejecución de contratos que incluían

derivados financieros como su principal elemento. Su alta conflictividad y litigiosidad son características intrínsecas de estos productos, lo que implica que su uso debiera estar restringido a operadores especializados y no acabar siendo instrumentos financieros de uso masivo".[212]

Todo esto ocasionó el mal funcionamiento de nuestro sistema financiero. Es por tal razón que la existencia del derecho, en forma de los diferentes ordenamientos jurídicos que pueblan los distintos países, reaccionó debido a la incesante generación de problemas que causaron las múltiples anomalías jurídicas provocadas por la mala praxis de las entidades bancarias a la hora de vender los productos complejos a un público no conveniente y aún menos idóneo.

A nuestro juicio, deben ser analizados dos aspectos respecto a esta problemática que estamos tratando, primero nos referimos al alcance y segundo a la oportunidad. Respecto al primero, creemos que está constituido por una gran batería legislativa que vino a encauzar la problemática existente que se había generado debido a la venta de este tipo de productos, de una forma poco ética, como hemos mencionado previamente.

El orden jurídico de cada nación habrá de reaccionar cuando determinados instrumentos insertos dentro de dicho ordenamiento comienzan a ser un recurrente origen de problemas.

Podríamos dividirlo en tres pilares legislativos principales: el Mecanismo Único de Supervisión, Mecanismo Único de Resolución y Sistema de Garantía de Depósitos. Sobre estos tres pilares descansa todo el edificio legislativo actual dirigido a evitar futuras crisis financieras.

Respecto al Mecanismo Único de Supervisión abarca tres subapartados:

El marco supervisor compuesto por:

---

[212] RODERO VICENTE, F. M., "Complejidad jurídica de los estructurados bancarios. Especial referencia al SWAP", *op. cit.*, p. 20.

- Mecanismo Único de Supervisión[213]
- Banco Central Europeo. La regulación del Banco Central Europeo viene determinada en:

Tratado de 25 de marzo 1957 ratificado por instrumento de 13 de diciembre de 2007. Instrumento de ratificación del Tratado por el que se modifica el Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea, hecho en Lisboa el 13 de diciembre de 2007 (artículos del 127 al 133).

Decisión 2014/723/UE de 17 de septiembre Banco Central Europeo. Aplica la separación entre las funciones de política monetaria y supervisión del Banco Central Europeo (BCE/2014/39).

Decisión 2014/360/UE, de 14 de abril, Banco Central Europeo. Establecimiento del Comité Administrativo de Revisión y sus normas de funcionamiento (BCE/2014/16).

Reglamento (CEE) núm. 2157/1999 de 23 de septiembre, Banco Central Europeo. Competencias del Banco Central Europeo para imponer sanciones.

- Banco de España[214]

---

[213] REGLAMENTO (UE) 1024/2013 DEL CONSEJO, de 15 de octubre de 2013, por el que se encomiendan al Banco Central Europeo tareas específicas respecto de políticas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito (*DOUE* L 287, de 29 de octubre de 2013).

REGLAMENTO (UE) 468/2014 DEL BANCO CENTRAL EUROPEO, de 16 de abril de 2014 (BCE/2014/17), por el que se establece el marco de cooperación en el Mecanismo Único de Supervisión entre el Banco Central Europeo y las autoridades nacionales competentes y las autoridades nacionales designadas (*DOUE* L 141, de 14 de mayo de 2014).

[214] Ley 13/1994 de 1 de junio. Regula la autonomía del Banco de España.

Resolución de 28 de marzo 2000. Banco de España aprueba el reglamento interno del Banco de España.

- Autoridad Bancaria Europea[215]

Normativa de ordenación de entidades de crédito y otras entidades relacionadas:

- Normativa general[216]
- Conglomerados financieros[217]
- Cajas de Ahorros y Fundaciones Bancarias[218]
- Cooperativas de Crédito[219]

Normativa de Solvencia

- Normativa europea derivada de Basilea III[220]

---

[215] Reglamento (UE) 1093/2010 de 24 de noviembre, Parlamento Europeo. Crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Bancaria Europea), modifica la Decisión núm. 716/2009/CE y deroga la Decisión 2009/78/CE de 23 del 1 de 2009 de la Comisión.

[216] Ley 10/2014 de 26 de junio. Ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito.

Real Decreto 84/2015 de 13 de febrero. Desarrolla la Ley 10/2014 de 26/6/2014 (RCL 2014, 884) de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito.

Circular de 2 de febrero de 2016, Banco de España. Circular a las entidades de crédito sobre supervisión y solvencia, que completa la adaptación del ordenamiento jurídico español a la Directiva 2013/36/UE (LCEur 2013, 928) y al Reglamento (UE) 575/2013 (LCEur 2013, 927).

[217] Ley 5/2005 de 22 de abril. Regula la supervisión de los conglomerados financieros y modifica otras leyes del sector financiero (artículos 1-8).

Real Decreto 1332/2005 de 11 de noviembre. Desarrolla la Ley 5/2005, de 22/4/2005 de supervisión de los conglomerados financieros y por la que se modifican otras leyes del sector financiero.

[218] Ley 26/2013, de 27 de diciembre. Cajas de Ahorros y Fundaciones Bancarias.

[219] Ley 13/1989, de 26 de mayo. De Cooperativas de Crédito.

Real Decreto 84/1993, de 22 de enero. Aprueba el Reglamento de Desarrollo de la Ley 13/1989, de 26/5/1989 que regula las cooperativas de crédito.

[220] Reglamento (UE) 575/2013, de 26 de junio, Parlamento Europeo. Requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión y por el que se modifica el Reglamento (UE) 648/2012 (LCEur 2012, 1028).

Respecto al Mecanismo Único de Resolución abarca dos subapartados:

- Marco Europeo de Resolución
    - Mecanismo Único de Resolución
- Fondo Único de Resolución[221]

Normativa de Resolución

- Marco General sobre Resolución. Está regulado en:

La Ley 11/2015 de 18 de junio. Recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión.

Real Decreto 1012/2015, de 6 de noviembre. Desarrolla la Ley 11/2015 de 18/6/2015 (RCL 2015, 914) de recuperación y resolución de entidades de créditos y empresas de servicios de inversión, y por el que se modifica el Real Decreto 2606/1996, de 20/12/1996 (RCL 1196, 3103), sobre fondos de garantía de depósitos de entidades de crédito.

Reglamento Delegado 2015/63/UE de 21 de octubre de 2014 de la Comisión. Completa la Directiva 2014/59/UE (LCEur 2014, 1069), del Parlamento Europeo y

---

REGLAMENTO DELEGADO (UE) 241/2014 DE LA COMISIÓN, de 7 de enero de 2014, por el que se completa el Reglamento (UE) nº 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las normas técnicas de regulación aplicables a los requisitos de fondos propios de las entidades (*DOUE* L 74, de 14 de marzo de 2014).

Reglamento Delegado 2015/61/UE de 10 de octubre de 2014 de la Comisión. Completa el Reglamento (UE) 575/2013 (LCEur 2013, 927) del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que atañe al requisito de cobertura de liquidez aplicable a las entidades de crédito.

[221] Reglamento (UE) 806/2014 de 15 de julio, Parlamento Europeo. Establecen normas uniformes y un procedimiento uniforme para la resolución de entidades de crédito y de determinadas empresas de servicios de inversión en el marco de un Mecanismo Único de Resolución y un Fondo Único de Resolución y se modifica el Reglamento (UE) 1093/2010 (LCEur 2010, 1748).

Reglamento de Ejecución 2015/81/UE, de 19 de diciembre de 2014 del Consejo. Condiciones uniformes de aplicación del Reglamento (UE) 806/2014 (LCEur 2014, 1445) del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las aportaciones ex ante al Fondo Único de Resolución.

del Consejo en lo que respecta a las contribuciones ex ante a los mecanismos de financiación de la resolución.

- Normativas europeas sobre ayudas de estado[222]

El Sistema de Garantía de Depósitos incluye:

- Fondo de Garantía de Depósitos.[223]

En relación con la oportunidad, destacaremos como término fundamental la disciplina que es reclamada por el propio tracto de los mercados financieros, la cual ha de ser algo consustancial a la marcha o desarrollo de los mercados financieros, además de vital para la buena marcha de dichos mercados. Primero, por su propio interés para conservar una supervivencia que de lo contrario causaría enormes quebrantos en la economía de una nación. En segundo término destacaremos el propio interés de los distintos actores que participan en la economía, los cuales ponen en riesgo son patrimonio vinculándolo a ciertas inversiones que derivan de este tipo de productos.

Es por ello que la regulación de estos productos viene ocasionada por la intencionalidad cierta, como respuesta uniforme a una mala praxis, tanto nacional como internacional, ocasionada por el laissez faire[224] o "dejar hacer" que se había

---

[222] Tratado de 25 de marzo 1957, ratificado por instrumento de 13 de diciembre 2007. Instrumento de ratificación del Tratado por el que se modifica el Tratado Constitutivo hecho en Lisboa el 13 de diciembre de 2007 (artículos 107 y 108).

Comunicación de 2013, de la Comisión, Aplica a partir del 1/8/2013 de la normativa sobre ayudas estatales a las medidas de apoyo en favor de los bancos en el contexto de la crisis financiera (Comunicación bancaria).

[223] Real Decreto Ley 16/2011, de 14 de octubre. Crea el FGD de Entidades de Crédito.

Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre. Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito.

[224] El término fue utilizado por primera vez por Vincent de Gounay en el siglo XVIII, como una manifestación contra el intervencionismo estatal. Es un galicismo, por tanto, que traducido significa «dejen hacer, dejen pasar», reivindicando una completa libertad den la economía: libre mercado, libre manufactura, bajos o nulos impuestos, libre mercado laboral y mínima intervención de los gobiernos. La frase completa era: Laissez faire et laissez passer, le monde va de lui même; «Dejen hacer, dejen pasar, el mundo va solo».

asentado como algo normal que no ocasionaría riesgos, en los operadores financieros, en el momento en que explosionó la crisis financiera del año 2007.

Uno de los problemas más evidentes que tenía en aquel momento el sistema financiero en sí mismo fue la desregulación que existía en el campo de la comercialización de productos financieros de carácter complejo. Entendemos por desregulación la carencia de intervención normativa sobre ese tipo de operaciones, bien sea por falta de previsión o por desconocimiento, en aquel preciso instante del verdadero peso que dichas operaciones tenían ya en el momento previo a la explosión de la crisis y las consecuencias que se derivarían de aplicar una mala praxis sobre en la aplicación de estas operaciones.

La importancia de una disciplina reclamada por los propios mercados ha empezado a ser vital, en primer lugar por el propio interés de éstos, cuyo desarrollo sólo es posible a partir de una regla de organización y funcionamiento. En segundo lugar, por el propio interés de los inversores que vinculan una parte importante de su patrimonio a este tipo de productos. La regulación de los derivados presenta en la actualidad una intencionalidad afín a la de tantas otras respuestas que se han producido en los mercados financieros durante los últimos años, como reacción ante la crisis financiera que comenzó a fínales 2007. Esa intencionalidad la podemos calificar como una respuesta uniforme o internacional que ha constituido no sólo algo sensato sino ineludible ante el laissez faire del momento.

Ahora bien, la expansión de este tipo de productos hacia todo tipo de clientes implicaba una idéntica globalización en su ámbito normativo y regulador, siendo necesario un mismo sistema de colaboración y comprensión entre los agentes comercializadores y los propios clientes o inversores que operan en el mercado.

Tendremos en cuenta que en el artículo 2 de nuestra ley del Mercado de Valores y, desde el año 2007, por influencia de la normativa europea, fueron incluidas alusiones a los productos derivados complejos, que fueron reconducidos más hacia un concepto o una regulación próxima a otro tipo de valores negociables, como pueden ser las acciones, convirtiéndolos así en productos susceptibles de tráfico en cualquier mercado financiero, y dotándolos de una personalidad jurídica propia.

Esta inclusión en el artículo 2 de nuestra ley del Mercado de Valores ya comenzó a ser suficiente para quedar bajo la protección y supervisión de dicha ley,

quedando así bajo su protección y ateniéndose a las consecuencias derivadas de ella, en caso de mala praxis en su comercialización.

El tenor literal del artículo 2, Ley 24/1988 de 28 de julio del Mercado de Valores es el siguiente:

Quedan comprendidos en el ámbito de la presente Ley los siguientes instrumentos financieros:

1. Los valores negociables emitidos por personas o entidades, públicas o privadas, y agrupados en emisiones. Tendrá la consideración de valor negociable cualquier derecho de contenido patrimonial, cualquiera que sea su denominación, que por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado financiero.

Se considerarán en todo caso valores negociables, a los efectos de la presente Ley:

a) Las acciones de sociedades y los valores negociables equivalentes a las acciones, así como cualquier otro tipo de valores negociables que den derecho a adquirir acciones o valores equivalentes a las acciones, por su conversión o por el ejercicio de los derechos que confieren.

b) Las cuotas participativas de las cajas de ahorros y las cuotas participativas de asociación de la Confederación Española de Cajas de Ahorros.

c) Los bonos, obligaciones y otros valores análogos, representativos de parte de un empréstito, incluidos los convertibles o canjeables.

d) Las cédulas, bonos y participaciones hipotecarias

e) Los bonos de titulización.

f) Las participaciones y acciones de instituciones de inversión colectiva.

g) Los instrumentos del mercado monetario entendiendo por tales las categorías de instrumentos que se negocian habitualmente en el mercado monetario tales como las letras del Tesoro, certificados de depósito y pagarés, salvo que sean librados singularmente, excluyéndose los instrumentos de pago que deriven de operaciones comerciales antecedentes que no impliquen captación de fondos reembolsables.

h) Las participaciones preferentes.

i) Las cédulas territoriales.

j) Los "warrants" y demás valores negociables derivados que confieran el derecho a adquirir o vender cualquier otro valor negociable, o que den derecho a una liquidación en efectivo determinada por referencia, entre otros, a valores negociables, divisas, tipos de interés o rendimientos, materias primas, riesgo de crédito u otros índices o medidas.

k) Los demás a los que las disposiciones legales o reglamentarias atribuyan la condición de valor negociable.

l) Las cédulas y bonos de internacionalización. Letra l) del número 1 del artículo 2 redactada por el artículo 32 de la Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización («B.O.E.» 28 septiembre). Vigencia: 29 septiembre 2013

2. Contratos de opciones, futuros, permutas, acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de instrumentos financieros derivados relacionados con valores, divisas, tipos de interés o rendimientos, u otros instrumentos financieros derivados, índices financieros o medidas financieras que puedan liquidarse en especie o en efectivo.

3. Contratos de opciones, futuros, permutas, acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de instrumentos financieros derivados relacionados con materias primas que deban liquidarse en efectivo o que puedan liquidarse en efectivo a petición de una de las partes (por motivos distintos al incumplimiento o a otro suceso que lleve a la rescisión del contrato).

4. Contratos de opciones, futuros, permutas y otros contratos de instrumentos financieros derivados relacionados con materias primas que puedan liquidarse en especie, siempre que se negocien en un mercado regulado o sistema multilateral de negociación.

5. Contratos de opciones, futuros, permutas, acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de instrumentos financieros derivados relacionados con materias primas que puedan ser liquidados mediante entrega física no mencionados en el apartado anterior de este artículo y no destinados a fines comerciales, que presentan las características de otros instrumentos financieros derivados, teniendo en cuenta, entre otras cosas, si se liquidan a través de cámaras de compensación reconocidas o son objeto de ajustes regulares de los márgenes de garantía.

6. Instrumentos financieros derivados para la transferencia del riesgo de crédito.

7. Contratos financieros por diferencias.

8. Contratos de opciones, futuros, permutas, acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de instrumentos financieros derivados relacionados con variables climáticas, gastos de transporte, autorizaciones de emisión o tipos de inflación u otras estadísticas económicas oficiales, que deban liquidarse en efectivo o que puedan liquidarse en efectivo a elección de una de las partes (por motivos distintos al incumplimiento o a otro supuesto que lleve a la rescisión del contrato), así como cualquier otro contrato de instrumentos financieros derivados relacionado con activos, derechos, obligaciones, índices y medidas no mencionados en los anteriores apartados del presente artículo, que presentan las características de otros instrumentos financieros derivados, teniendo en cuenta, entre otras cosas, si se negocian en un mercado regulado o sistema multilateral de negociación, se liquidan a través de cámaras de compensación reconocidas o son objeto de ajustes regulares de los márgenes de garantía.

A los instrumentos financieros distintos de los valores negociables, les serán de aplicación, con las adaptaciones que, en su caso, sean precisas, las reglas previstas en esta Ley para los valores negociables.

Los apartados 5 y 8 de este artículo deberán aplicarse de conformidad con lo establecido en los artículos 38 y 39 del Reglamento 1287/2006 de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, por el que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a las obligaciones de las empresas de inversión de llevar un registro, la información sobre las operaciones, la transparencia del mercado, la admisión a negociación de instrumentos financieros, y términos definidos a efectos de dicha Directiva.

4.2.1. Modelo de contrato ISDA - Master Agreement 2002.

El ISDA Master Agreement es un acuerdo marco cuyo habitual sucede, de forma cada vez más normalizada, en operaciones de carácter financiero con instrumentos derivados en los mercados internacionales. El modelo normalizado en sí se completa y complementa con todo un elenco de documentos adicionales,

que definen exactamente todos y cada uno de los términos empleados en el texto del aquél[225].

Cazorla González-Serrano[226] subraya que los contratos ISDA se estructuran en varias fases, en las que hay un acuerdo marco o contrato principal cuyo contenido lo integran una serie de cláusulas tipo, aplicables a todo tipo de contratos SWAPs. Dentro del ISDA Máster Agreement, se incorporan anexos que recogen el condicionado particular aplicable a cada caso concreto de SWAP. Otra de las fases del SWAP es la confirmación, en la cual se incluyen unos aspectos técnico-financieros referenciados a lo que las partes han contratado.

Cazorla González-Serrano[227] también señala que en el ámbito de negociación por cuenta propia de contratos SWAP por parte de las entidades financieras o de créditos con particulares o clientes retail, es necesario satisfacer una serie de requisitos impuestos por la Ley del Mercado de Valores y su normativa de desarrollo que junto con el Contrato Marco de Operaciones Financieras (CMOF) se suscriba una confirmación como contrato autónomo[228] constituyendo éste último el instrumento documental que satisface las obligaciones del SWAP.

Algunas de las cláusulas más destacadas que incluye el Máster Agreement, a saber:

- Vigencia y resolución del contrato
- Compensación de cobros y pagos entre las partes (créditos y deudas)
- Aspectos fiscales y tributarios
- Intereses de demora

---

[225] VÁZQUEZ VÁZQUEZ ORGAZ, J., "Acuerdos marco de operaciones financieras: el *ISDA Master Agreement*." *Derecho.com*, 15 de septiembre de 2002. Disponible en: http://www.derecho.com/articulos/2002/09/15/acuerdos-marco-de-operaciones-financieras-el-isda-master-agreement/ [consultado el 15 de septiembre de 2002].

[226] CAZORLA GONZÁLEZ-SERRANO, L. "El contrato de Swap o permuta financiera", *op. cit*., pp. 429-431.

[227] CAZORLA GONZÁLEZ-SERRANO, L. "El contrato de Swap o permuta financiera", *op. cit*., pp. 429-431.

[228] ZUNZUNEGUI, 2012, citado en CAZORLA GONZÁLEZ-SERRANO, L. "El contrato de Swap o permuta financiera", *op. cit*., pp. 429-431.

- Manifestaciones de las partes
- Resolución anticipada del contrato de SWAP por eventos de impago y eventos de terminación.

4.2.2. Período de regulación PRE-MIFID

La regulación jurídica de este tipo de productos financieros complejos pasa por diferentes etapas, aunque cabría destacar que desde el inicio el común denominador fue la búsqueda de la diligencia y la máxima transparencia informativa, junto con la protección al consumidor.

Primeramente, la materia objeto de regulación antes de la elaboración de la Directiva 2004/39/CE, Markets in Financials Instruments Directive, Directiva sobre los mercados de instrumentos financieros, promulgada por el Parlamento Europeo y el Consejo el 21 de abril de 2004, también conocida como MiFID I, que vino a sustituir a una Directiva anterior, a saber, 93/22/CEE de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión.

Este mercado de productos financieros complejos estaba, asimismo, regulado por la Ley 24/1988 de 28 de julio de Mercados de Valores, vigente hasta el 13 de noviembre de 2015, en cuyo artículo 2 se regulan este tipo de productos. Además también vienen regulados en el título VII de dicha ley. En el mismo se regulan las normas de conducta aplicables a los intervinientes en los mercados de valores y las normas que rigen las relaciones entre clientes y entidades en las operaciones contratadas por ambos en este mercado en los artículos 78 y siguiente.

Ya se detecta en dicha regulación la preocupación del legislador por preservar los derechos y la protección hacia el consumidor a través de la prescripción de aplicar la transparencia y la máxima información a la hora de acometer todo tipo de operaciones con este tipo de productos complejos. Un claro ejemplo lo constituye su artículo 79 bis en el que se habla pormenorizadamente de las obligaciones de información. En este mismo artículo el legislador hace el esfuerzo de detallar los instrumentos financieros complejos.

Un ejemplo del tenor literal de este artículo es el apartado 3 de este artículo, cuyos párrafos 1, 2 y 3 reproducimos a continuación:

A los clientes, incluidos los clientes potenciales, se les proporcionará, de manera comprensible, información adecuada sobre la entidad y los servicios que

presta; sobre los instrumentos financieros y las estrategias de inversión; sobre los centros de ejecución de órdenes y sobre los gastos y costes asociados de modo que les permita comprender la naturaleza y los riesgos del servicio de inversión y del tipo específico de instrumento financiero que se ofrece pudiendo, por tanto, tomar decisiones sobre las inversiones con conocimiento de causa. A tales efectos se considerará cliente potencial a aquella persona que haya tenido un contacto directo con la entidad para la prestación de un servicio de inversión, a iniciativa de cualquiera de las partes.

La información a la que se refiere el párrafo anterior podrá facilitarse en un formato normalizado.

La información referente a los instrumentos financieros y a las estrategias de inversión deberá incluir orientaciones y advertencias apropiadas sobre los riesgos asociados a tales instrumentos o estrategias. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá requerir que en la información que se entregue a los inversores con carácter previo a la adquisición de un producto, se incluyan cuantas advertencias estime necesarias relativas al instrumento financiero y, en particular, aquellas que destaquen que se trata de un producto no adecuado para inversores no profesionales debido a su complejidad. Igualmente, podrá requerir que estas advertencias se incluyan en los elementos publicitarios.

Establece dicho artículo en su apartado 8.a.

No se considerarán instrumentos financieros no complejos:

i) los valores que den derecho a adquirir o a vender otros valores negociables o que den lugar a su liquidación en efectivo, determinada por referencia a valores negociables, divisas, tipos de interés o rendimientos, materias primas u otros índices o medidas;

ii) los instrumentos financieros señalados en los apartados 2 a 8 del artículo 2 de esta Ley

El Real Decreto 629/1993 da respuesta, conjuntamente con la legislación citada en los párrafos anteriores, a la necesidad de transparencia de los mercados y de información a la clientela (reflejado en su artículo 16), así como la protección de los inversores, mediante una ordenación más completa de las relaciones entre éstos y las entidades intervinientes en los mercados financieros.

Las consideraciones del artículo 16 sobre la información a la clientela establecen textualmente:

Artículo 16 Información a la clientela sobre operaciones realizadas

1. Las entidades facilitarán a sus clientes en cada liquidación que practiquen por sus operaciones o servicios relacionados con los mercados de valores un documento en que se expresen con claridad los tipos de interés y comisiones o gastos aplicados, con indicación concreta de su concepto, base de cálculo y período de devengo, los impuestos retenidos y, en general, cuantos antecedentes sean precisos para que el cliente pueda comprobar la liquidación efectuada y calcular el coste o producto neto efectivo de la operación.

2. Las entidades deberán informar a sus clientes con la debida diligencia de todos los asuntos concernientes a sus operaciones.

En este sentido, dispondrán y difundirán los folletos de emisión, informarán sobre la ejecución total o parcial de órdenes, fechas de conversión, canjes, pagos de cupón y, en general, de todo aquello que pueda ser de utilidad a los clientes en función de la relación contractual establecida y del tipo de servicio prestado.

3. El Ministro de Economía y Hacienda determinará los supuestos, el contenido mínimo y periodicidad, en ningún caso superior al semestre, con que las entidades deberán remitir información a sus clientes en contratos de duración original superior al año o de duración indefinida. Dicha información deberá ser clara, concreta y de fácil comprensión para los clientes.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores y el Banco de España, en el ámbito de sus respectivas competencias, podrán requerir de las entidades la modificación de los modelos usados en la información a los clientes cuando la misma no cumpla las condiciones de claridad exigibles.

4. Sin perjuicio de lo dispuesto en el presente artículo, las entidades estarán obligadas siempre que lo solicite el cliente a proporcionarle toda la información concerniente a las operaciones contratadas por ellos.

El Real Decreto 629/1993 desarrolla las previsiones que la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, contiene en sus artículos 38, 44, 78 y 86. En estos artículos ya se establecían las normas de conductas aplicables a los agentes que intervienen en los mercados de valores así como las normas aplicables a las

relaciones entre clientes y entidades financieras en el transcurso de las operaciones financieras entre ambas partes.

La Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) se constituyó, en 1983, consecuencia de la transformación de una asociación interamericana de supervisores y reguladores de valores, como persona jurídica sin ánimo de lucro al amparo de la legislación canadiense. La Comisión Nacional del Mercado de Valores, como representante de España, se incorporó como miembro de la organización en 1990.

Según la Comisión Nacional del Mercado de Valores, los objetivos de esta Organización son: cooperar conjuntamente en la promoción de altos estándares de regulación con el fin de mantener unos mercados equitativos, eficientes y sólidos; el intercambio de información sobre sus respectivas experiencias con el fin de promover el desarrollo de los mercados nacionales; unir los esfuerzos para establecer estándares y una vigilancia efectiva sobre transacciones de valores internacionales; y facilitar la asistencia mutua, con el propósito de promocionar la integración de los mercados con una rigurosa aplicación de los estándares y con una efectiva actuación inspectora contra las infracciones, por parte de sus participantes, en los mercados de valores. A tal fin, el Real Decreto 629/1993 recoge las condiciones que deben cumplir las órdenes sobre valores (artículo 4) relacionado con el artículo 44 de La Ley del Mercado de Valores[229]; las normas fundamentales sobre los registros obligatorios que las entidades receptoras de órdenes sobre cualesquiera valores deben mantener (sección 2) relacionado con el artículo 38 de La Ley del Mercado de Valores; y los documentos que servirán de soporte a las relaciones entre clientes y entidades, desarrollado en la Sección 4, y relacionado con el artículo 44 y 86 de La Ley del Mercado de Valores.

El tenor literal del artículo 4 es como sigue:

Artículo 4. Contenido de las órdenes sobre valores

[229] En el cual se regulan entre otros aspectos los documentos acreditativos de la ejecución de operaciones en los mercados secundarios oficiales que hayan de ser entregados a terceros por los miembros de aquéllos.

1. Las órdenes de los clientes deberán ser claras y precisas en su alcance y sentido, de forma que tanto el ordenante como el receptor conozcan con exactitud sus efectos.

2. Toda orden sobre valores deberá tener el contenido mínimo que el Ministro de Economía y Hacienda determine teniendo en cuenta los reglamentos de cada mercado y la operación y los valores de que se trate.

3. El Ministro de Economía y Hacienda podrá habilitar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y al Banco de España para que en el ámbito de sus respectivas competencias puedan exigir requisitos adicionales al contenido de las órdenes, cuando ello sirva para mejorar la precisión y claridad de las mismas o la protección de los clientes y la integridad de los mercados.

El artículo 38 de la Ley del Mercado de Valores regula el acceso remoto por el cual el mercado secundario español establece mecanismos en otro estado miembro de la Unión Europea para el acceso remoto de miembros desde el estado origen.

Artículo 38 Acceso remoto

1. El mercado secundario oficial español que pretenda establecer mecanismos en otro Estado miembro de la Unión Europea para el acceso remoto de miembros desde ese Estado, deberá comunicarlo a la Comisión Nacional del Mercado de Valores quien, en el plazo de un mes desde la recepción de la comunicación, la remitirá a la autoridad competente de ese Estado miembro y facilitará esa información a la Autoridad Europea de Valores y Mercados, en caso de que ésta lo solicite, de conformidad con el procedimiento y con arreglo a las condiciones previstos en el artículo 35 del Reglamento (UE) 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados), se modifica la Decisión n.º 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/77/CE de la Comisión. Asimismo, a petición de dicha autoridad competente, la Comisión Nacional del Mercado de Valores comunicará en un plazo de tiempo razonable, la identidad de los miembros del mercado secundario oficial establecido en aquel Estado.

La sección 2, artículo 6, que reproducimos a continuación, regula el registro de órdenes y operaciones:

Las entidades a que se refieren los apartados 1 y 2 del artículo 1 deberán disponer de un registro de operaciones que contendrá la información sobre las órdenes recibidas de terceros relativas a la actividad de intermediación, anotación y depósito sobre cualesquiera valores y aquella otra referente a las actuaciones posteriores de la entidad receptora, en relación con las operaciones realizadas a que se refieren dichas órdenes.

Artículo 7 Normas generales relativas al registro de operaciones

1. Las operaciones contenidas en el registro de operaciones deberán estar clasificadas por riguroso orden cronológico de recepción de las órdenes. A estos efectos, las entidades deberán disponer de los medios necesarios para conocer el momento exacto (fecha y hora) de recepción de las mismas.

2. Las operaciones que las entidades realicen por cuenta propia o en ejecución de un mandato genérico o específico, incluso los compromisos adquiridos a plazo tendrán, a los efectos de su inclusión en el registro de operaciones, la misma consideración que las realizadas en virtud de una orden de terceros, en las condiciones y con las excepciones que, en atención a las características de los mercados o de las entidades que operan en ellos, la Comisión Nacional del Mercado de Valores determine.

3. El registro de operaciones deberá llevarse por medios informáticos, asignando a la información contenida en él las claves o códigos adecuados para identificar de forma inequívoca su contenido según los criterios que la Comisión Nacional del Mercado de Valores determine. Con la periodicidad que ésta establezca, se realizará una impresión en papel que quedará debidamente diligenciada por persona habilitada a tal fin por la entidad.

4. Cada anotación en el registro de operaciones deberá estar sustentada por una orden de entre las comprendidas en el archivo de justificantes de órdenes a que se refiere el artículo siguiente.

Artículo 8 Archivo de justificantes de órdenes

1. Además de las entidades a que se refiere el artículo 1, toda persona, entidad o establecimiento habilitado para actuar como receptor material de órdenes sobre alguna de las actividades relativas a la intermediación y depósito de cualesquiera valores deberá mantener un archivo de justificantes de las órdenes recibidas.

2. El archivo de justificantes de órdenes estará formado por:

a) El ejemplar original de la orden firmada por el cliente o por persona autorizada de forma fehaciente cuando sea realizada en modo escrito.

b) La cinta de grabación, cuando la orden sea realizada en modo telefónico.

c) El registro magnético correspondiente en el caso de transmisión electrónica.

3. Aquellas entidades dispuestas a aceptar órdenes recibidas por vía telefónica no escrita deberán establecer los medios necesarios para la identificación de sus ordenantes, así como disponer de cintas para la grabación de dichas órdenes, siendo necesario, no obstante, advertir previamente al ordenante de dicha grabación. Será necesaria, asimismo, la existencia de confirmación escrita de la orden por parte del ordenante, siendo admisible la utilización de cualquier medio escrito, tales como télex, fax u otros similares.

Artículo 9 Reglas comunes del registro de operaciones y archivo de justificantes de órdenes

1. Las entidades establecerán las correspondencias que deben existir entre el archivo de justificantes y el registro de operaciones, a que se refiere el artículo 6 y entre éste y la base contable y los saldos de los estados financieros y estadísticos relacionados con ellos, conforme a los criterios que se determinen, según el apartado siguiente.

2. La Comisión Nacional del Mercado de Valores, previo informe del Banco de España en materias de su competencia dictará las normas que establezcan la estructura y requisitos del registro de operaciones y del archivo de justificantes a los que se refiere la presente sección.

3. En el ejercicio de sus respectivas competencias, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y el Banco de España, sin perjuicio de lo que se derive de lo dispuesto en las leyes, tendrán acceso al registro de operaciones y al archivo de justificantes de órdenes.

La Sección 4, en su artículo 14, Contratos-tipo, desarrolla la forma y contenidos de los documentos que se elaboren con ocasión de las operaciones entre clientes y entidades financieras. A tal fin, la sección 4 indica:

1. El Ministro de Economía y Hacienda determinará los supuestos en los que la existencia de contratos-tipo o contratos reguladores de las actividades u

operaciones de que se trate será obligatoria para las entidades a que se refiere el artículo 1 del presente Real Decreto.

2. Los contratos-tipo deberán contener, además de las características esenciales de los mismos, ajustadas en todo caso a lo dispuesto por la Ley 26/1984, de 19 de julio, general para la Defensa de los Consumidores y Usuarios, los requisitos y condiciones para su modificación y resolución anticipada, el sometimiento de las partes a las normas de conducta y requisitos de información previstos en la legislación del Mercado de Valores, y, en general, los requisitos que, según las características de la operación de que se trate, se establezcan por el Ministro de Economía y Hacienda.

3. Corresponderá a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y al Banco de España, en relación con el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, la verificación, previamente a su aplicación, de que los contratos-tipo contienen toda la información exigida en desarrollo del presente artículo, así como darles la misma publicidad que la prevista en el artículo anterior para los folletos de tarifas.

Artículo 15 Entrega de documentos contractuales

1. La entrega al cliente del documento contractual relativo a la operación de que se trate, debidamente suscrito por las partes, será obligatoria en los siguientes casos:

a) En las operaciones en las que exista contrato-tipo, conforme a lo dispuesto en el artículo anterior.

b) En aquellas operaciones que por su carácter singular no hayan sido incluidas en los folletos de tarifas y normas de valoración y disposición de fondos y valores. En estos casos, el documento contractual deberá contener las tarifas y normas de valoración y disposición que vayan a aplicarse a estas operaciones.

c) En las operaciones que en desarrollo del presente artículo establezca el Ministro de Economía y Hacienda.

d) Siempre que lo solicite el cliente.

Junto con los documentos contractuales se deberá hacer entrega de una copia de las tarifas de comisiones y gastos repercutibles y normas de valoración y de disposición de fondos y valores aplicables a la operación concertada. Para ello bastará entregar la hoja u hojas del folleto en que figuren todos los conceptos de aplicación a esa operación.

Será válido, asimismo, que las tarifas aplicables aparezcan expresamente en el contrato, no siendo admisibles las remisiones genéricas al folleto de tarifas, sin hacer entrega del mismo.

2. Las entidades retendrán y conservarán copia firmada por el cliente de los documentos contractuales. También conservarán el recibí del cliente a la copia del documento que le haya sido entregada.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores y el Banco de España, sin perjuicio de lo que se derive en lo dispuesto en las leyes, tendrán acceso, en el ejercicio de sus respectivas funciones, a la copia de los contratos a que se refiere el párrafo anterior.

El artículo 44 de la Ley del Mercado de Valores ya contemplaba las previsiones sobre la forma y los contenidos de los contratos:

El Gobierno, con el fin de proteger el interés de los inversores y el buen funcionamiento de los mercados, podrá:

a) Establecer que las relaciones entre miembros de un mercado secundario oficial con terceros referentes a la negociación de valores se formalicen en contratos por escrito, suscritos por las partes y con entrega de un ejemplar a cada una de ellas.

b) Dictar las normas precisas para asegurar que los contratos a que se refiere la letra anterior reflejen, de forma explícita y con necesaria claridad, los compromisos contraídos por las partes y los derechos de las mismas ante las eventualidades propias de cada operación. A tal efecto podrá determinar las cuestiones o eventualidades que los contratos referentes a operaciones típicas habrán de tratar o prever de forma expresa, exigir la utilización de modelos para ellos e imponer alguna modalidad de control administrativo sobre dichos modelos.

c) Regular los documentos acreditativos de la ejecución de las operaciones en los mercados secundarios oficiales que hayan de ser entregados a terceros por los miembros de aquéllos.

d) Determinar la forma y contenido de los documentos que, en las relaciones entre miembros de un mercado secundario oficial y entre éstos y los organismos rectores o los sistemas de compensación y liquidación del correspondiente mercado, acreditarán las diversas fases de la negociación de valores.

El Gobierno podrá habilitar al Ministro de Economía y Hacienda a desarrollar las normas que establezca en aplicación del presente artículo. Con referencia a lo previsto en la letra d) anterior, dicha habilitación podrá extenderse a la Comisión Nacional del Mercado de Valores o, en el caso del mercado de Deuda Pública en anotaciones, al Banco de España.

Las previsiones contenidas en los párrafos anteriores resultarán también de aplicación a los mercados secundarios no oficiales.

El articulo 86 habla de las obligaciones de información contable y de consolidación.

1. Las cuentas e informes de gestión individuales y consolidados correspondientes a cada ejercicio de las entidades citadas en el artículo 84.1 deberán ser aprobadas, dentro de los cuatro meses siguientes al cierre de aquél, por su correspondiente junta general, previa realización de la auditoría de cuentas.

2. Sin perjuicio de lo establecido en el Título III del Libro I del Código de Comercio, se faculta al Ministro de Economía y Competitividad y, con su habilitación expresa, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, al Banco de España o al Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, para establecer y modificar en relación con las entidades citadas en el apartado anterior, las normas contables y los modelos a que se deben ajustar sus estados financieros, así como los referidos al cumplimiento de los coeficientes que se establezcan, disponiendo la frecuencia y el detalle con que los correspondientes datos deberán ser suministrados a la Comisión o hacerse públicos con carácter general por las propias entidades. Esta facultad no tendrá más restricciones que la exigencia de que los criterios de publicidad sean homogéneos para todas las entidades de una misma categoría y semejantes para las diversas categorías.

La orden ministerial en la que se establezca la habilitación determinará los informes que, en su caso, serán preceptivos para el establecimiento y modificación de las señaladas normas y modelos, así como para la resolución de consultas sobre esa normativa.

Asimismo, se faculta al Ministro de Economía y Competitividad, y con su habilitación expresa, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, para regular los registros, bases de datos internos o estadísticos y documentos que deben llevar las entidades enumeradas en el artículo 84.1, así como, en relación con sus

operaciones de mercado de valores, las demás entidades contempladas en el artículo 65.

3. El Ministro de Economía y Competitividad y, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, el Banco de España o el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, tendrán las mismas facultades previstas en el apartado anterior en relación con los grupos consolidables de empresas de servicios de inversión contemplados en el apartado siguiente y con los grupos consolidables cuya entidad matriz sea alguna de las citadas en el artículo 84.1.a) y b). El ejercicio de estas facultades requerirá los informes preceptivos que, en su caso, se determinen en la orden ministerial de habilitación.

4. Para el cumplimiento de los niveles mínimos de recursos propios y limitaciones exigibles en virtud del Reglamento (UE) 575/2013, de 26 de junio, las empresas de servicios de inversión consolidarán sus estados contables con los de las demás empresas de servicios de inversión y entidades financieras que constituyan con ellas una unidad de decisión, según lo previsto en el artículo 4 y conforme a lo dispuesto por dicho reglamento.

5. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá requerir a las entidades sujetas a consolidación cuanta información sea necesaria para verificar las consolidaciones efectuadas y analizar los riesgos asumidos por el conjunto de las entidades consolidadas, así como, con igual objeto, inspeccionar sus libros, documentación y registros.

Cuando de las relaciones económicas, financieras o gerenciales de una empresa de servicios de inversión con otras entidades quepa presumir la existencia de una relación de control en el sentido del presente artículo, sin que las entidades hayan procedido a la consolidación de sus cuentas, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá solicitar información a esas entidades o inspeccionarlas, a los efectos de determinar la procedencia de la consolidación.

6. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá solicitar información de las personas físicas e inspeccionar a las entidades no financieras con las que exista una relación de control conforme a lo previsto en el artículo 4, a efectos de determinar su incidencia en la situación jurídica, financiera y económica de las empresas de servicios de inversión y de sus grupos consolidables.

7. El deber de consolidación establecido en el artículo 42 del Código de Comercio se entenderá cumplido mediante la consolidación a que se refieren los números anteriores por aquellos grupos de sociedades cuya entidad dominante sea una empresa de servicios de inversión, o por aquellos otros que tengan como dominante una sociedad cuya actividad principal sea la tenencia de participaciones en empresas de servicios de inversión. Dicho deber se entenderá cumplido, asimismo, para los grupos de los organismos rectores de los mercados secundarios oficiales y del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.

Ello se entiende sin perjuicio de la obligación de consolidar entre sí que pueda existir para las filiales que no sean entidades financieras, en los casos que proceda de acuerdo con el señalado artículo 42 del Código de Comercio.

4.2.3. Período de regulación MIFID

4.2.3.1. MiFID I

MIDIF responde a las siglas en inglés de Markets in Financial Instruments Directive, la cual fue promulgada por el Parlamento Europeo y el Consejo el 21 de abril de 2004, con el número 2004/39/CE, que a su vez modifica las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 200/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y además deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo, posteriormente modificada. La Directiva por la que se aplica MiFID I es la Directiva 2006/73/CE de la Comisión de 10 de agosto de 2006, por la que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y el Consejo, de 21 de abril, 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/CEE, del Parlamento Europeo y del Consejo. Por último, deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo.

Por supuesto las directrices no implicarían obligaciones absolutas. Por dicho motivo, utilizan con frecuencia la expresión "debería". En cambio cuando se menciona un requisito, se utiliza la expresión "deberá" o "estará obligado".

A través de ESMA[230] se compele a que las directrices promoverán mayor convergencia en lo que respecta a la interpretación y los métodos de supervisión de requisitos de idoneidad de la MiFID I. Con lo anterior, ESMA considera que se reforzará simultáneamente la protección de los inversores[231].

MIFID se crea como uno de los pilares dentro de lo que se ha dado en llamar Plan de Acción de Servicios Financieros enfocado al asentamiento de las bases para la existencia de un mercado único de servicios financieros en la Unión Europea. Este plan contiene más de cuarenta leyes de rango superior europeo o Directivas que afectan a todos los ámbitos del sector financiero, a saber, servicios financieros a clientes particulares, créditos al consumo, hipotecas, comercio electrónico, servicios financieros al por mayor, directivas referentes a ofertas públicas de adquisición (OPAs), fondos de inversión, prevención del crimen organizado en lo referente al blanqueo de capitales y un largo etcétera.

Dentro de las más de cuarenta directivas, MIFID es la más importante, ya que regula los mercados financieros europeos de manera más profunda de lo que lo han hecho otras normativas europeas en la última década.

MiFID I entró en vigor el 1 de noviembre de 2007 en los 27 estados miembros de la Unión Europea y en otros tres estados del Área Económica Europea, a saber, Islandia, Noruega, y Liechtenstein. A través de la Ley 47/2007 de 19 de noviembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, se incorpora al ordenamiento jurídico español tres directivas europeas: la Directiva 2004/39/CE, la Directiva 2006/73/CE y la Directiva 2006/49/CE.

Los objetivos principales de la MIFID son dar mayor protección al inversor, exigiendo a las empresas que prestan servicios de inversión que sigan y se atengan

---

[230] Reglamento (UE) 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo de 24 de noviembre de 2010 por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados), se modifica la Decisión número 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/77/CE de la Comisión. ESMA es el organismo encargado de elaborar o asesorar sobre las normas de desarrollo y ejecución de MIFID, que posteriormente serán adoptadas por la Comisión Europea. Entre MiFID II y MiFIR suman más de 100 encargos a ESMA para que elabore normas técnicas de reglamentación o ejecución de sus disposiciones.

[231] ESMA, AUTORIDAD EUROPEA DEL MERCADO DE VALORES., Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MIFID, ESMA, París, 2012.

a unas normas muy estrictas defensa de los intereses de los clientes en todos los países de la Unión. Además regula las condiciones para prestar servicios de inversión a través de autorizaciones, información, o conocimiento del cliente y, a la par, introduce exigencias concretas para que las entidades puedan valorar la conveniencia e idoneidad de cada cliente-inversor y de la inversión que va a realizar en función de múltiples factores.

Respecto a la idoneidad, según marcan las directrices de la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y el Consejo del 21 de abril, en su artículo 19, apartados 1 y 3, las empresas de inversión y entidades financieras deberían comunicar a sus clientes, de una manera clara y sencilla, la razón de la evaluación de su idoneidad, dejando claro el motivo por el que se lleva a cabo, que no es otro más que el mejor interés del cliente.

De igual manera, las empresas de inversión o entidades financieras no deberán dejar resquicio alguno a la ambigüedad o confusión acerca de sus propias responsabilidades a lo largo del proceso.

Estas directrices también aluden a que la información relativa al asesoramiento en materia de inversión y servicios de gestión de carteras incluirá siempre información acerca de la idoneidad del cliente. A este proceso se le conoce como evaluación de la idoneidad. De igual manera, este proceso que se aplica al cliente se hará sobre el determinado instrumento financiero que quiere contratar éste.

Dicho examen de idoneidad no se ha de limitar únicamente a la recomendación de compra de uno u otro instrumento financiero, sino que todas las recomendaciones han de ser idóneas, sean las de compra, venta, o mantenimiento[232].

El objetivo de estos test de idoneidad no sólo es permitir comprender al cliente el propósito de los requisitos, sino además, según la directriz

[232] A este respecto, véase la sección IV del documento CESR, *Questions & answers. Understanding the definition of advice under MiFID*, CESR, París, 2010.

complementaria número 15 de ESMA (ESMA, 2012), animarlos a facilitar información exacta y suficiente acerca de sus conocimientos, experiencia, situación financiera y objetivos de la inversión[233].

Según la Directiva, las empresas de inversión o entidades financieras deben, por tanto, recalcar al cliente la importancia de recabar esta información de manera completa y con la mayor exactitud posible para poder recomendarle el mejor producto que se adapte a su perfil inversor. La información la suministrará la empresa a través de un formato normalizado que permitirá controles a posteriori para poder ir actualizándola. Las empresas o entidades adoptarán las medidas necesarias para el aseguramiento de la comprensión por parte del cliente del concepto de riesgo asociado a la inversión y la relación importantísima, del binomio riesgo-rentabilidad de las inversiones que acometerá el potencial inversor.

Estas medidas resultan de tal importancia que la entidad financiera o la empresa de inversión, para lograr la comprensión por parte del cliente del riesgo asociado a la inversión que acometerá, también debería estudiar la conveniencia de la utilización de ciertos ejemplos ilustrativos y perfectamente comprensibles para el cliente, a saber, se le debería someter a través de ejemplos ilustrativos acerca de los niveles de pérdidas que dicha inversión podría ocasionarle si fuera fallida, llegando a comprobar, así, la reacción del potencial cliente en un escenario semejante.

Finalmente, es necesario resaltar que toda esta evaluación acerca de la idoneidad del potencial cliente debería ser responsabilidad de la propia empresa o entidad, sin permitir que parezca o dé la impresión de que es el propio cliente quien decide sobre ella.

---

[233] Resulta de vital importancia a la hora de adoptar una decisión de inversión analizar puntualmente la capacidad del individuo, en su rol de inversor, de aguante financiero. Es decir, conocer de primera mano el tiempo que será capaz de mantener ese enfoque financieramente hablando hasta que pase un tiempo, incluso de malísimos resultados empresariales o financieros, que le afecten de manera directa y aguantar durante ese período que puede llegar a ser muy prolongado.

4.2.3.1.1. Cualificación del personal

Respecto de la cualificación del personal, ESMA nos remite al artículo 5.1.d. de la Directiva 2004/39 de la CE (MiFID I), desarrollando este reglamento en varias directrices en las que reza lo siguiente: las empresas de inversión tendrán la obligación de velar por el personal que intervenga en los procesos de evaluación de la idoneidad, y éstos dispongan de un nivel adecuado de conocimiento y experiencia (ESMA, 2012).

Lo más destacable será la exigencia de una certificación o acreditación por parte del personal que presta asesoramiento en materia de inversión y/o servicios de gestión de carteras al objeto de acreditar su nivel de conocimientos y bagaje profesional y el del resto de personas que intervienen en la parte sustancial del proceso de evaluación de idoneidad.

Ya en el modelo actual, y con la entrada en vigor de la nueva directiva 2014/65/ UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo del 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros (en adelante MiFID II), se han apuntalado más determinados preceptos en lo referente a la cualificación del personal que interviene en el proceso de información sobre determinados productos de inversión y auxiliares para clientela minorista o retail.

Según la Guía Técnica para la evaluación de conocimiento y competencias del personal que informa y asesora, se establecen determinados criterios. En un primer momento hace una distinción entre asesoramiento e información, afirmando que los conocimientos y competencias de las personas responsables de asesoramiento en inversiones de productos de carácter complejo serán mayores de aquellas personas que sólo proporcionen información, por lo que las entidades financieras deberán asegurarse de que su personal relevante posea los conocimientos y competencias adecuados y suficientes para cumplir con dichos requisitos. Estas entidades han de asegurar que dicho personal no sólo tiene esos conocimientos, sino que la propia entidad se asegura de que éstos los ponen en práctica y, a la vez, son controlados por los procedimientos internos de control de dicha entidad. Esto tiene relación con los procesos de Compliance previamente mencionados en este trabajo.

De esta manera, la entidad como persona jurídica quedaría exonerada de responsabilidad, siempre que demuestre que ha cumplido, de forma adecuada y concienzuda, con los mecanismos de control interno.

Respecto de las personas que dan únicamente información acerca de determinados productos complejos de inversión, las entidades se asegurarán de que estas personas cuenten con los conocimientos y competencias adecuados al papel que desarrollan, de la siguiente manera: dichas personas estarán obligadas a conocer circunstancias como las características, riesgos u otros aspectos esenciales de los productos que ofrecen.

La entidad prestará especial atención al proporcionar información de productos que estén caracterizados por niveles de complejidad mayores.

La persona que informa está obligada a conocer los gastos o costes totales de la operación en los que incurrirá el potencial cliente, así como el funcionamiento de los mercados financieros en los que opera el producto del que está informando para la posterior fijación de precios.

Además, tiene obligación de conocer los factores exógenos del entorno social en el que operan esos mercados financieros y poder proporcionar la información adecuada de las posibles inconveniencias que se puedan derivar de dichos factores.

El personal que informa debe ser consciente de los límites en los pronósticos de previsión, es decir, ser realista.

Es importante que conozca los aspectos más relevantes de circunstancias como el abuso de mercado y de situaciones como el blanqueo de capitales.

Ha de saber evaluar la información que proporcionan documentos clave como pueden ser los folletos informativos o estados financieros que pueden proporcionar dichos productos.

En resumen, debe de tener una serie de conocimientos básicos de las estructuras específicas de los mercados en los que dichos productos operan al igual que tener una serie de conocimiento básicos que le permitan valorar, de forma más que genérica, el tipo de producto sobre el que está informando.

Respecto del personal que presta asesoramiento, como hemos dicho anteriormente, éste deberá ser más específico, por tanto, las entidades financieras se asegurarán, igual que lo hacen con el personal que informa de los siguientes aspectos:

a) Tendrán obligación de conocer las características, riesgos y aspectos esenciales de los productos. También, en este caso, deberán conocer las implicaciones fiscales generales en las que puede incurrir el cliente en el contexto de dicha operación, según la complejidad del producto ofertado.

b) Además de informar acerca de los costes, también ofrecerá asesoramiento en los costes que generará dicha acción de asesoramiento.

c) Cumplir estrictamente los test de idoneidad y conveniencia exigidos por las directrices de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) y la directiva MiFID II.

d) Saber detectar e informar al cliente de que dicho producto no es adecuado para su perfil inversor.

e) Tener un conocimiento exhaustivo del efecto en las cifras económicas y acontecimientos que puedan ocurrir en los mercados donde es susceptible de operar dicho producto.

f) Conocer los límites en los pronósticos de previsión, así como la normativa sobre abuso de mercado y aspectos esenciales en la problemática en el blanqueo de capitales.

g) Conocerá los documentos informativos claves para el inversor, como los folletos informativos acerca del producto o los estados financieros que pueda generar aquél.

h) Tener conocimiento de las estructuras de mercado para ese tipo de productos, además de las distintas plataformas de negociación o la existencia de cualesquiera mercados secundarios, si así procediera.

i) Deberá tener un conocimiento claro de los fundamentos básicos en la gestión de carteras, incluso de las implicaciones que se deriven de la diversificación relativa a las distintas alternativas de inversión en la que pueden incurrir estos productos, si fuera necesario.[234]

[234] COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV)., Guía Técnica 4/2017 para la evaluación de los conocimientos y competencias del personal que informa y que asesora. Madrid, 2017.

4.2.3.1.2. Cualificación del personal relevante

Se considerará personal relevante a efectos de gestión bancaria o, acotando, en el organigrama interno de una entidad financiera, a aquellas personas que prestan asesoramiento acerca de productos financieros de carácter complejo a potenciales clientes.

Para que dicho personal pueda ser considerado con la necesaria cualificación, según la Guía Técnica 4/2017 para la evaluación de los conocimientos y competencias del personal que informa y que asesora de la Comisión Nacional de Valores (CNMV), deberá cumplir una serie de requisitos, a saber:

a) A parte de comprender los aspectos mencionados en el punto anterior, serán de gran relevancia otros conocimientos adquiridos en diversas actuaciones formativas en las que haya participado dicho personal.

b) Si el personal tan sólo facilita información, tendrá que tener un número de horas de formación establecido en 80. Asciende a 150 si se trata de personal que asesora. No obstante, y teniendo en cuenta la complejidad de la naturaleza del desempeño, quedará bajo responsabilidad de la propia entidad el incrementar dicho número de horas.

Dicha formación estará compuesta tanto por un desempeño teórico como práctico, e incluso podrá ser suministrada por la propia entidad financiera.

c) A la hora de evaluar o acreditar al personal, será la propia entidad o entidades externas quienes llevaran a cabo esta labor. Si es la propia entidad la que evalúa, utilizará mecanismos reforzados de control en los test o exámenes de control a sus propios empleados. Será, además, el departamento de Compliance, el que se asegure de que los exámenes sean presenciales y quien elabore el informe que posteriormente dirigirá al departamento de Administración que valore dichas pruebas.

d) La formación continuada de carácter mínimo nunca será inferior a 30 horas anuales, pero siempre teniendo en cuenta el nivel de proporcionalidad respecto de la naturaleza y complejidad del servicio que preste dicho personal.

e) Nuevamente, cabe destacar, que dicha formación continuada podrá ser impartida por la propia entidad. Es importante señalar que la cualificación que obtiene el personal que asesora le da acreditación para realizar, además, labores de información.

4.2.3.1.3. Títulos certificados y otras acreditaciones expedidas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

Se considerará personal relevante quien ostente alguna de las titulaciones contemplados en este apartado. Dichos títulos podrán ser expedidos tanto por universidades públicas como privadas, también por entidades habilitadas específicamente para ello. Éstas deberán cumplir una serie de requisitos:

a) Dispondrán de una estructura tanto técnica como humana adecuadas para evaluar los conocimientos y aptitudes sobre los que expedirán dicha certificación. Además, contarán con una política de conflictos de intereses que asegure la independencia y garantice la objetividad de sus certificaciones respecto de la propia entidad o de las áreas de dicha entidad que también desarrollen actividades de carácter formativo.

b) Las entidades que estén interesadas en que sus títulos se incluyan en la lista que publica la CNMV, deberán presentar las correspondientes solicitudes acompañadas de una serie de documentos que exponemos a continuación:

- Si se trata de títulos oficiales emitidos por una universidad pública o privada, será suficiente con el certificado emitido por el correspondiente decano de dicha universidad, en el cual se manifestarán la inclusión de los contenidos acerca de los criterios que rigen sobre los conocimientos que habrán de ostentar el personal que informa o asesora.

- Cuando los títulos carezcan de oficialidad como característica, deberán incluirse, de forma detallada, los controles de calidad que han pasado, así como la política de conflicto de intereses que tengan establecido.

- En otros casos, en los que las entidades quieran incluir su titulación en la lista de la Comisión de Valores, habrán de aportar una serie de información que detallamos a continuación:

- Descripción del programa, enumerando cuestiones tales como las materias objeto de estudio, el número de horas, tanto de formación teórica como práctica, cursadas, características de la formación (presencial, a distancia, …), sistema de actualización de los conocimientos o la existencia de algún código ético.
- También contarán las aportaciones de cualquier evaluación, siempre que éstas hayan sido realizadas en el marco de las directrices de La Autoridad

Europea de Valores y Mercados (ESMA), al igual que cualquier evaluación que haya sido realizada bajo la autoridad de cualquier organismo equivalente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores de cualquier país miembro de la Unión.

- Respecto a las entidades evaluadoras, éstas deberán tener perfectamente identificada su forma societaria así como su composición accionarial. También deberán ser visibles las vinculaciones que pueda tener con el sector financiero, su estructura, en cuanto a medios técnicos y humanos se refiere, así como los criterios que utiliza para la evaluación para la contratación del personal que evaluará.
- En los casos de entidades que sólo evalúan pero que además son susceptibles de realizar algún tipo de formación directa deberán identificar perfectamente las políticas y medidas que aseguren la debida separación entre actividad formativa y evaluación.
- Habrán de aportar un código ético de obligado cumplimiento.
- Por último, hay que destacar que todas las universidades o entidades cuyos certificados hayan sido incluidos en la lista de la CNMV notificarán cualquier modificación en el contenido o alcance de las distintas actividades de formación o evaluación que lleva a cabo.

Por lo tanto, y para finalizar, apuntaremos que la lista que publique la CNMV incluirá exclusivamente los títulos o certificados que cumplan los requisitos que hemos expuesto.

4.2.3.1.4. Otras titulaciones de carácter exógeno

Cabe destacar que será el departamento de Compliance de la propia entidad financiera quien comprobará la equivalencia que existe entre las actividades formativas y de evaluación correspondiente a títulos externos con los requisitos desarrollados en los puntos anteriores.

La adecuación de dichas titulaciones se realizará bajo la responsabilidad de la propia entidad financiera. Se tendrá también en cuenta, y dada por válida, la formación adquirida por un empleado en diversos cursos de formación organizados por la propia entidad en tiempo pretérito, siendo, nuevamente, competencia del departamento de Compliance de la entidad la comprobación de

que la cualificación de dicho empleado cumple con los criterios anteriormente expuestos.

De igual manera, la propia entidad considerará válidas las titulaciones emitidas por autoridades nacionales competentes, siempre que hayan sido aceptadas como adecuadas. El departamento de Compliance verificará que cumplen los criterios que hemos mencionado previamente.

Para concluir, mencionaremos que el período mínimo para obtener dicha titulación habrá de ser de 6 meses en jornadas completas prestando, además, los correspondientes servicios.

4.2.3.1.5. Acreditación por parte de las entidades del conocimiento de sus empleados.

Las entidades mantendrán, a través de libros de registros, anotaciones acerca de la acreditación de conocimientos y competencias de su personal relevante adquiridos hasta la fecha apoyados en la titulación o certificados emitidos por las entidades correspondientes, con los criterios de validez acreditados.

También se acreditará la experiencia de dicho personal y la formación continuada. Si en algún caso el empleado no contase con dicha formación, esa circunstancia deberá ser reflejada en dicho libro de registro.

Será la CNMV la encargada de realizar, de manera periódica y aleatoria, pruebas para supervisa el mantenimiento de la formación del personal contratado por las diversas entidades.

4.2.3.1.6. Asesoramiento, recomendación: comercialización de productos derivados. Fronteras diferenciadoras entre los distintos conceptos.

Los servicios de asesoramiento en materia de inversión en productos derivados complejos constituyen la punta de lanza dentro de la problemática surgida con los mismos a raíz de la crisis financiera surgida en el año 2007.

La nueva directiva MiFID II viene a apuntalar la protección al inversor a través de distintos conceptos como la clara exposición de lo que constituye el asesoramiento o la recomendación genérica a la hora de ejecutar una compra por parte de un inversor de banca minorista en alguno de los múltiples productos complejos que existen en el nuestro mercado financiero.

Dentro de la relación precontractual, distinguiremos las diferencias entre asesoramiento y recomendación de la que son objeto los clientes por parte de los comerciales de las entidades financieras.

El asesoramiento puede ser prestado de dos formas: de manera recurrente, en cuyo caso el cliente o potencial comprador mantiene una relación continuada con el comercial o asesor de su entidad o de la entidad colocadora. Desde mi punto de vista, el asesoramiento recurrente podríamos encuadrarlo tanto en el periodo precontractual, si nos atenemos solamente a la operación puntual que en este momento se dirime; o contractual, al mantenerse esta relación de asesoramiento más allá de los momentos iniciales, dando por hecho que el cliente se encuentra en un período permanente de inversión y que ya tiene firmados otros contratos anteriores.

La segunda forma de aplicarse es el asesoramiento puntual o venta asesorada en el que no hay una relación continuada con el cliente por parte de la entidad. Aquí el punto a destacar sería que la propia entidad, en ocasiones, hace recomendaciones de inversión a su cliente. El cliente suele encuadrarse en el segmento de banca comercial genérica.

El servicio de asesoramiento vendría regulado en el artículo 5.1G del Real Decreto 217/2008 y de acuerdo con las directrices del documento de El Comité Europeo de Reguladores de Valores. A su vez, la Circular 1/2018 de 12 de marzo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre advertencias relativas a instrumentos financieros advierte, en toda su extensión, de la importancia del asesoramiento en materia de inversión.

Algunos de los requisitos para que exista asesoramiento conforme a la Circular 1/2018 son: ha de tratarse de una recomendación por parte de quien presta el servicio de comercialización, contar con su opinión, y no ser únicamente una explicación de las determinadas características y riesgos de una operación o servicio financiero.

Hay que tener en cuenta que los clientes minoristas se encuentran una gran dificultad a la hora de realizar la estimación acerca del valor de determinados instrumentos en el momento de su adquisición, especialmente cuando se trata de

instrumentos financieros derivados complejos cuyos resultado final viene condicionado por la evolución de determinados subyacentes [235].

La personalización es muy importante, debido a que se ha de presentar este asesoramiento de forma implícita o explícita como idónea para la persona en concreto, atendiendo incluso a sus circunstancias personales. Dicho asesoramiento nunca se hará a través de canales de distribución dirigidos al público generalista, es decir, se hará de manera individualizada sobre cada potencial inversor.[236]

La consecuencia más importante que concluimos de lo anteriormente expuesto para la empresa de inversiones, derivada del servicio de asesoramiento, es no poder recomendar productos no idóneos para el cliente.

A. Requerimientos y departamentos que toman parte en el asesoramiento

Los departamentos más destacados, dentro de una entidad, encargados del asesoramiento son el de cumplimiento normativo, de dirección comercial y, en algunos casos, el de sistemas informáticos, específicamente cuando se trata de la ampliación de la oferta de los productos y su distribución a las distintas redes comerciales de la entidad.

Cuando se trata de comercialización y asesoramiento no independiente, se encargan de esto solamente el departamento de cumplimiento normativo y el comercial, ya que esto se realiza a través de los propios empleados de su red comercial y tienen que estar alerta de que estos no cobren a los clientes de la propia entidad por dicho asesoramiento.

A parte del asesoramiento dependiente e independiente, encontramos el asesoramiento puntual y continuado, en el que toman parte la dirección de la oficina que distribuye el producto y también el departamento de cumplimiento normativo, que son quienes deciden si el asesoramiento será estratégico y puntual,

---

[235] CIRCULAR 1/2011, relativa a la responsabilidad penal de las personas jurídicas conforme a la reforma del código penal efectuada por Ley Orgánica 5/2010.

[236] RODERO VICENTE, F. M., Responsabilidad jurídica de las entidades de crédito por la venta de participaciones preferentes. Aranzadi, Pamplona, 2015 a, pp. 53-54.

para un tipo de clientes, o continuado para otros, en función del tipo de cartera que ostente.

B. Enfoque "conoce tus clientes" (*know you clients*)

Respecto al enfoque "conoce tus clientes", las directrices de ESMA nos remiten al artículo 19, de MiFID I y al 34 y 35 de su Directiva de aplicación 2006/73/CE del Parlamento Europeo y del Consejo.

Dichas directrices nos dan una serie de pautas relevantes que han de adoptar las entidades financieras o empresas de inversión. La idea subyacente más importante expresada por la directriz número 4 y sus complementarias es la búsqueda de la proporcionalidad que debería existir entre el potencial cliente y los productos o servicios de inversión que va a adquirir o solicitar. De este modo, las entidades o empresas de inversión podrán sopesar cuidadosamente y, de forma más pormenorizada, los riesgos para los que pueda estar preparado y conocer la capacidad financiera del cliente para poder soportar un tiempo adverso.

La Directriz general nº 4 establece:

29. Las empresas de inversión deberían definir el alcance de la información recogida de los clientes, teniendo en cuenta todos los aspectos del servicio de asesoramiento en materia de inversión o de gestión de carteras a prestar a estos clientes.

Directrices complementarias

30. Antes de prestar los servicios de asesoramiento en materia de inversión o gestión de carteras, las empresas de inversión deberán siempre recabar «información necesaria» sobre los conocimientos, experiencia, situación financiera y objetivos de inversión del cliente.

31. El alcance de la información reunida puede variar de un caso a otro. Para determinar qué información es la «necesaria» y relevante, las empresas de inversión deberían considerar, en relación con los conocimientos, experiencia, situación financiera y objetivos de inversión del cliente, lo siguiente:

(a) el tipo de instrumento financiero o de transacción que la empresa puede, respectivamente, recomendar o ejecutar (en particular su complejidad y nivel de riesgo);

(b) la naturaleza y el alcance del servicio que la empresa puede prestar;

(c) las características, necesidades y circunstancias el cliente.

32. Aunque el alcance de la información recogida puede variar, permanecerá invariable el objetivo de lograr que una recomendación, o bien una inversión realizada en nombre del cliente, sean las idóneas para dicho cliente. El principio de proporcionalidad establecido en la MiFID permite que el nivel de la información recogida por las empresas guarde proporción con los productos y servicios que ofrece, o respecto a los cuales el cliente solicita asesoramiento específico o servicios de gestión de carteras sin que ello implique rebajar el nivel de protección al que tienen derecho los clientes.

33. Por ejemplo, al facilitar acceso a productos financieros complejos o arriesgados, las empresas de inversión deberían sopesar cuidadosamente si necesitan recoger información más pormenorizada sobre el cliente que si se tratara de otros instrumentos menos complejos o arriesgados para poder evaluar la capacidad del cliente para comprender y soportar financieramente los riesgos asociados con dichos instrumentos.

34. En el caso de instrumentos financieros de escasa liquidez, la «información necesaria» que es preciso recoger incluirá obviamente la relativa al horizonte temporal durante el cual el cliente está dispuesto a mantener la inversión. Dado que la información sobre la situación financiera del cliente deberá recogerse siempre, el alcance de la misma dependerá del tipo de instrumentos financieros

objeto de recomendación o de transacción. Por ejemplo, en el caso de instrumentos financieros poco líquidos o arriesgados, la «información necesaria» podría incluir todos los elementos siguientes, considerados necesarios para asegurarse de que la situación financiera del cliente le permite invertir, o dejar que inviertan en su nombre, en tales instrumentos:

(a) la cuantía de los ingresos periódicos y totales del cliente, si dichos ingresos se obtienen de forma temporal o permanente, y el origen de los mismos (por ejemplo, rendimientos del trabajo, pensión de jubilación, rentas del capital, ingresos por alquileres, etc.);

(b) los activos del cliente, en particular sus activos líquidos, inversiones e inmuebles, que incluirán las inversiones financieras, los inmuebles para uso propio y con fines de inversión, los fondos de pensiones, depósitos en efectivo, etc. Cuando sea apropiado, la empresa debería reunir también información acerca de las condiciones, cláusulas, disponibilidad préstamos, garantías y otras restricciones que pudieran ser de aplicación a los activos antes mencionados;

(c) compromisos financieros periódicos del cliente, incluyendo los compromisos de tipo económico que el cliente haya contraído o esté proyectando contraer (obligaciones de pago, endeudamiento total y otros compromisos de pago periódicos, etc.).

35. Al definir la información que deben recoger, las empresas de inversión deberían tener asimismo en cuenta el tipo de servicio que van a prestar. En la práctica, esto implica lo siguiente:

(a) en caso de asesoramiento en materia de inversión, las empresas deberían recoger información suficiente que les permita determinar la capacidad del cliente para entender los riesgos y las características de cada uno de los instrumentos financieros que las empresas pretenden recomendar a dicho cliente;

(b) en el caso de gestión discrecional de carteras, dado que es la empresa quien toma decisiones de inversión por cuenta del cliente, el nivel de conocimientos y experiencia que este necesita respecto a todos los instrumentos financieros que pueden llegar a formar parte de la cartera podrá ser inferior al nivel que el cliente debería tener en caso de recibir asesoramiento en materia de inversión. No obstante, incluso en este caso, el cliente deberá entender al menos los riesgos totales de la cartera y poseer conocimientos generales sobre los riesgos vinculados a cada

tipo de instrumento financiero que pueda ser incluido en la cartera. Las empresas deberían conocer y comprender muy claramente el perfil de riesgo del cliente.

36. De manera similar, el alcance del servicio solicitado puede influir sobre el nivel de detalle de la información recogida sobre el cliente. Por ejemplo, las empresas deberían recoger más información en el caso de los clientes que solicitan asesoramiento en materia de inversión para toda su cartera de valores que en el caso de los clientes que solicitan asesoramiento específico sobre la forma de invertir una suma de dinero que represente una parte relativamente pequeña del total de su cartera.

37. La empresa de inversión debería tener asimismo en cuenta las características del cliente a la hora de determinar la información que deberá recoger. Por ejemplo, generalmente se necesitará una información más detallada en el caso de aquellos clientes de mayor edad y potencialmente vulnerables que solicitan por primera vez los servicios de asesoramiento en materia de inversión. Por otro lado, cuando una empresa preste asesoramiento en materia de inversión o servicios de gestión de carteras a un cliente profesional (siempre que haya sido clasificado correctamente como tal), por regla general podrá partir del supuesto de que dicho cliente posee el nivel necesario de conocimientos y experiencia, y que por consiguiente no necesita obtener información relativa a estos aspectos.

38. De manera similar, cuando el servicio prestado consista en el asesoramiento en materia de inversión o gestión de carteras a un cliente profesional per se la empresa podrá partir del supuesto de que las condiciones financieras del cliente le permiten soportar financieramente cualquier riesgo de inversión relacionado coherentemente con sus objetivos de inversión, y que por consiguiente no necesita obtener información, con carácter general, sobre la situación financiera del cliente. Sin embargo, dicha información sí se debería recoger cuando los objetivos de inversión del cliente así lo requieran. Por ejemplo, si el cliente está buscando cobertura para un determinado riesgo, la empresa necesitará disponer de información detallada sobre tal riesgo, al objeto de poder proponer un instrumento de cobertura eficaz.

39. La información que se deberá recoger dependerá igualmente de las necesidades y circunstancias del cliente. Por ejemplo, es probable que una empresa necesite más información sobre la situación financiera de un cliente cuando los

objetivos de este sean múltiples y/o a largo plazo que cuando lo que busca es únicamente una inversión segura a corto plazo.

40. Si la empresa de inversión no obtiene información suficiente para prestar un asesoramiento en materia de inversión o un servicio de gestión de carteras idóneo para el cliente, deberá abstenerse de prestarlo.

C. Reglamento EMIR

Dentro del marco normativo que regula la figura del SWAP se encuentra el Reglamento 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo de 4 de julio de 2012, relativo a Derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y registros de operaciones, que entró en vigor el 16 de agosto de 2012.

Los derivados extrabursátiles son contratos carentes de transparencia ya que lo son con carácter privado y solo las partes contratantes disponen, por lo general, de información sobre ellos. Estos contratos crean una compleja red de interdependencias que dificultan la determinación de su naturaleza y el nivel del riesgo que implica su contratación.

Como se ha visto en la crisis financiera que tuvo sus orígenes en el año 2007, esas características incrementaron la incertidumbre en momentos de tensión en los mercados y, en consecuencia, comprometieron la estabilidad financiera. El Reglamento EMIR ha venido a establecer condiciones con vistas a la atenuación de dichos riesgos y a mejorar la transparencia de los contratos derivados.

Las principales obligaciones que establece EMIR son según la Comisión Nacional del Mercado de Valores (2017):

- El uso de una Entidad de Contrapartida Central (ECC)[237] cuando se negocien ciertos contratos de derivados. La entrada en vigor de la obligación dependerá de la autorización final de las contrapartes centrales y de la determinación por parte de las autoridades europeas de la conveniencia de establecer dichas obligaciones. A título orientativo, se

[237] Según el Banco Internacional de Pagos (BIS) las Entidades de Contrapartida Central son como una entidad que actúa como comprador de cada vendedor y vendedor de cada comprador para una serie específica de contratos. En definitiva, un creador de mercado.

espera que esta obligación comience a tener relevancia a partir de mediados de 2014.

Sin embargo, las entidades no financieras que excedan alguno de los umbrales de compensación fijados en las normas técnicas, están obligadas a comunicarlo a partir del 15 de marzo de 2013 tanto a sus autoridades competentes nacionales como a la Autoridad Europea de los Mercados de Valores (ESMA).

- La notificación a registros de operaciones autorizados o reconocidos por la Autoridad Europea de los Mercados de Valores (ESMA), de todos los contratos de derivados que se negocien por todas las contrapartes financieras y no financieras. Esta obligación depende de la existencia de registros de operaciones, convenientemente autorizados por Autoridad Europea de los Mercados de Valores (ESMA). La autoridad europea ha autorizado el 7 de noviembre de 2013 a cuatro entidades a realizar las actividades de registros de operaciones. En consecuencia, la obligación de notificación de contratos entrará en vigor el 12 de febrero de 2014.
- El uso de técnicas de mitigación de riesgos cuando se negocien contratos de derivados no compensados a través de una contraparte central, relacionadas con:
    - La confirmación puntual de los contratos y el establecimiento de procedimientos fijados de antemano para identificar y resolver posibles litigios inter-partes.
    - La conciliación y compresión de las carteras, la valoración periódica de los contratos, y el intercambio de garantías, cuando se superen determinados umbrales de actividad.

Estas obligaciones están en vigor desde el 16 de agosto de 2012. No obstante, a partir del 15 de marzo de 2013, las técnicas de mitigación de riesgos en contratos de derivados que actualmente utilizan las contrapartes financieras y no financieras deberán ajustarse al contenido íntegro de las normas técnicas publicadas hasta la fecha.

- El establecimiento de requisitos organizativos, de conducta y prudenciales a las Entidades de Contrapartida Central.

- El establecimiento de requisitos de funcionamiento y autorización por parte de Autoridad Europea de los Mercados de Valores (ESMA) a los registros de operaciones. En coherencia con lo anterior, el 7 de noviembre de 2013, Autoridad Europea de los Mercados de Valores (ESMA) ha autorizado a los siguientes entidades como almacenes de contratos:
    - DTCC Derivatives Repository Ltd. (DDRL)
    - Krajowy Depozyt Papierów Wartosciowych S.A. (KDPW)
    - Regis-TR S.A.
    - UnaVista Ltd

4.2.3.2. MiFID II

Tras la exposición anterior, llegamos a MiFID II, Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros que viene a sustituir a la aprobada en 2004, conocida como MiFID. MiFID II, junto con el Reglamento (UE) 600/2014 del Parlamento Europeo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros (también conocido como MIFIR) forma la nueva estructura básica sobre la sobre la que se cimenta la planta legislativa encaminada a cimentar más las bases del comportamiento económico en el ámbito de los mercados de productos financieros complejos, entre otras materias.

Por tanto, esta Directiva tiene su origen en la problemática ocasionada a raíz de la virulenta crisis financiera que hemos venido padeciendo desde finales del año 2007, además de por la aparición de productos financieros muy complejos, por la mala praxis de las entidades a la hora de la comercialización de tales productos, así como por los acuerdos adoptados por el grupo de los veinte países más industrializados del mundo en materia económica (G20)[238]. Estas condiciones han puesto en evidencia la necesidad de reformar la normativa vigente hasta el

[238] GILLET, R., LIGOT Y. S., y FIROUZI, H., "The challenges and implications of the market in Financial Instruments Directive (MIFID) and of its revision (MiFID II, MiFIR) on the efficiency of financial Markets", en R. DOUADY et al. (eds.), *Financial Regulation in the EU: From resilience to growth.* Palgrave McMillan, New York, 2017, pp. 151-198. doi:10.1007/978-3-319-44287-7_8

momento para mejorar la protección del inversor y acabar en la medida de lo posible con la asimetría informativa a la hora de comercializar dichos productos.

En pos de la protección al inversor MiFID II se vertebra sobre tres pilares fundamentales, a saber, viene a reforzar los requisitos organizativos que se exigen a las entidades; consolidará la normativa de conducta referente a las prácticas comerciales por parte de las entidades; por último, ampliará el ámbito objetivo o los productos que comercializan, mejorando de forma ostensible la información que se debe facilitar a los clientes con relación a los servicios antes indicados[239].

La reforma consta de varias normas de nivel 1. Primero estaría la Directiva 2014/65/UE, de 15 de mayo, conocida como MiFID, la cual se transpuso y entró en vigor el 3 de enero de 2018 en virtud de lo dispuesto en el artículo 1.8 de la Directiva 2016/1034, de 23 de junio del Parlamento y del Consejo. Un Reglamento número 600/2014, del Parlamento y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, el cual hace referencia a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento de la Unión Europea, número 649/2012, conocida como MiFIR. Ambas constituyen el eje central sobre el que giran o pivotan los sistemas financieros.

Complementando lo anteriormente dicho, se encuentran otro tipo de Reglamentos Delegados y Directivas Delegadas, según el artículo 290 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea o TFUE.

Todo lo dicho anteriormente respecto de las diversas normativas va encaminado a la consecución de un código normativo único o un "single rule book".[240]

MiFID II introduce cambios en el marco legislativo que se aplica a las entidades que prestan servicios de inversión y a los mercados de valores. Estos cambios afectan múltiples ámbitos, tales como las normas de conducta aplicables a

---

[239] FERNÁNDEZ TORRES, I., "Retos y efectos del paquete de medidas de la MiFID II desde la perspectiva de la protección del inversor", *op. cit*., p. 19.

[240] FERNÁNDEZ TORRES, I., "Retos y efectos del paquete de medidas de la MiFID II desde la perspectiva de la protección del inversor", *op. cit*., p. 20.

la prestación de servicios, la protección al inversor, la estructura del mercado, la operativa con derivados, la supervisión y el régimen sancionador.[241]

La crisis financiera se ha manifestado de manera muy virulenta dejando al descubierto muchos puntos débiles en lo que respecta al funcionamiento de los mercados financieros y las empresas de servicios de inversión. Los mercados financieros han mostrado grandes carencias en cuestiones de transparencia, mientras las empresas de servicios de inversión han dejado al descubierto infinidad de insuficiencias en lo referente a su propio sistema de gobierno corporativo. De igual manera, se han puesto de manifiesto muchas imperfecciones tanto en lo referente a la propia prestación de servicios de inversión como en lo que respecta a la supervisión de las empresas que prestan tales servicios de inversión. De ahí que, resulta importante acometer una profunda reforma del marco jurídico de estos mercados y sus participantes para así poder dotarlos de mayor transparencia y fortalecimiento de la protección para con los inversores, creando un régimen administrativo sancionador más eficaz a la vez que se amplían las facultades de supervisión de las autoridades competentes.

Todas estas labores de reforma se abordan en dos fases. La primera queda completada con la adopción tanto de MiFID II como de MiFIR, las cuales conforman el paquete legislativo de medidas de nivel 1.

El marco regulatorio de MiFID II se encuentra estructurado en cuatro niveles principales, de conformidad con el sistema Lamfalussy (sistema utilizado para el desarrollo legislativo de los servicios financieros en la Unión Europea).[242]

Nivel 1: Directiva MiFID II y Reglamento MiFIR, propuestos por la Comisión Europea y aprobados por el Parlamento Europeo y el Consejo.

Nivel 2: Directivas y Reglamentos que complementan el nivel 1, emitidos por la Comisión Europea con el asesoramiento de la European Securities and Market

---

[241] AGUILAR ALONSO, I., "La Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID II)", *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, 38, 2014, pp. 91.

[242] MIGUEZ, S., SARRIA, J., FAUSTINO, Á., y FERRER, J., *Nuevos modelos de negocio en el asesoramiento financiero tras las modificaciones regulatorias de MiFID II*. Instituto de Estudios Bursátiles (IEB), Madrid, 2016.

Authority (ESMA) quien, adicionalmente se encarga de redactar los estándares técnicos de regulación o de implementación.

Nivel 3: Directrices y recomendaciones que deberán ser publicadas por ESMA para lograr unas prácticas de supervisión consistentes, eficientes y efectivas y así asegurar la aplicación uniforme de la normativa en los Estados miembros de la Unión Europea (UE). Estas guías, si bien no son de obligado cumplimiento, han de ser adoptadas por las autoridades nacionales competentes de cada uno de los Estados miembro o, en caso de que se decida la no aplicación de dichas guías y recomendaciones, se deberá justificar conforme al principio de "comply or explain".

Nivel 4: Recomendaciones de ESMA a las autoridades nacionales competentes tras llevar a cabo una revisión del cumplimiento en los Estados miembro de la normativa aplicable. Dichas recomendaciones tienen como fin lograr una interpretación más consistente de la legislación comunitaria y mayor convergencia en las prácticas supervisoras nacionales.

Será la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) quien elabore y asesore sobre estas normas para que posteriormente puedan ser adoptadas por la Comisión Europea.

Vamos a analizar algunas de las novedades que introduce MiFID II y que podríamos sintetizar en varios ámbitos fundamentales, a saber, el régimen de autorización a las empresas de servicio de inversión, los requisitos de organización y normas de conducta de las empresas de servicios de inversión, proveedores de suministro de datos de las empresas de servicios de inversión y la estructura de mercado y medidas de protección a favor del inversor.[243]

4.2.3.2.1. Referencia al buen gobierno de las empresas de servicios de inversión

Las empresas de servicios de inversión se encuentran reguladas por una Directiva conocida en el ámbito financiero como CRDIV, Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 26 de junio de 2013, relativa al acceso a la

---

[243] AGUILAR ALONSO, I., "La Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID II)", *op. cit*., pp. 91-92

actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión, por la que se modifica la Directiva 2002/87/CE y se derogan las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE.

En este caso como la regulación mayoritaria la realiza la Directiva 2013/36/UE, MiFID II se limita a dar unas pinceladas generales. Por tanto, dice que el órgano de dirección debe definir, aprobar y supervisar tres aspectos.[244]

a. La organización de la entidad, los requisitos exigibles a su personal, además de los recursos y procedimientos que se relacionan con la prestación de los servicios de inversión.

Esta directriz tiene por objeto corregir las deficiencias en el funcionamiento y en el gobierno de los órganos de dirección (consejos de administración) de entidades de crédito y ESIS y sus respectivos miembros que son consideradas como una de las causas de la crisis financiera de 2007, al haber contribuido a la excesiva e imprudente toma de riesgos en el sector financiero (CNMV, 2016).

b. Prestando especial atención a las características de sus clientes, de igual manera que al riesgo del producto en cuestión que vaya a comercializar, prestará especial atención a la oferta que abarquen dichos productos;
c. Finalmente, hará hincapié en la no menos importante política retributiva y remunerativa de las personas implicadas en el proceso.

Hay que tener en cuenta que en otros países, como por ejemplo, Reino Unido, en lo que se refiere a este asesoramiento financiero y la política retributiva asociada, está prohibida la política de retrocesiones de proveedores de productos financieros complejos para evitar el conflicto de intereses. Esta situación ha ocasionado en la nueva legislación la implementación de este tipo de medidas dentro del espectro MiFID II, lo cual ha hecho surgir una alteración de las condiciones en el ecosistema español, puestas de manifiesto en medidas como, por ejemplo, la igualación a la baja de las comisiones de gestión de los fondos de inversión o la proliferación de ciertas plataformas de "sólo ejecución" en las que, amparados en las nuevas

[244] AGUILAR ALONSO, I., "La Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID II)", *op. cit*., pp. 93.

tecnologías, como los robot-advisor, y cierta arquitectura guiada de fondos, que permiten a los inversores recibir un asesoramiento de carácter personalizado pero carente de intermediación de un banquero privado, lo que las hace más baratas.

También hay que destacar que el artículo 91.2[245] de la Directiva 2013/36/UE trata el principio de que los miembros de sus órganos directivos tendrán que dedicar el tiempo suficiente al desempeño de sus funciones.

4.2.3.2.2. Normas de conducta y organización

La Directiva MiFID II establece un aumento de control en el proceso previo de aprobación de cada instrumento financiero que diseñen las empresas de servicios de inversión para su posterior comercialización. Resulta importante la distinción del grupo de clientes finales a quienes va dirigido cada instrumento, alineando el perfil de riesgo del cliente con el perfil de riesgo del instrumento. Será importante garantizar a través de una serie de medidas que el instrumento a distribuir se haga sólo en el mercado al que va destinado.

Huelga decir, y como se ha mencionado ya anteriormente, que todas estas medidas de estrategia de venta del producto serán revisadas durante la vida útil de la operación o del producto. Las entidades que comercialicen productos que no han diseñado ellas, tendrán que obtener los mecanismos adecuados para contar con la información y asegurarse de comprender perfectamente las características del instrumento, de igual manera que lo comprenden la empresa que haya diseñado dicho producto.

Respecto del registro de operaciones, MiFID II establece para las entidades la obligación de llevar un registro de servicios, actividades y operaciones que realicen, incluyendo las grabaciones de las conversaciones telefónicas y comunicaciones electrónicas de todas las operaciones realizadas por cuenta propia y que estén relacionadas con la prestación del servicio de recepción, transmisión y ejecución de órdenes de un cliente, aun cuando las operaciones no se lleguen a realizar. De este modo, no quedará lugar para la duda en cuanto a que se hayan realizado las operaciones que han sido demandadas por los clientes.

---

[245] El artículo 91.2. establece textualmente: "Todos los miembros del órgano de dirección dedicarán tiempo suficiente al desempeño de sus funciones en la entidad".

4.2.3.2.3. Negociación de alta frecuencia (high-frequency trading)

Como indica Aguilar Alonso[246], la negociación electrónica de valores ha tenido un avance muy importante desde la Directiva 2004/39/CE, MiFID I. Dentro de esta negociación electrónica o algorítmica nos encontramos con lo que se ha dado en llamar high-frequency trading o negociación de alta frecuencia[247].

MiFID II establece que las empresas que empleen cualquier tipo de algoritmo (no solo los de alta frecuencia) deberán llevar a cabo sus propias pruebas para demostrar ante las autoridades reguladoras que estos no causarán ninguna alteración en los mercados y que no presentarán anomalías de funcionamiento en condiciones adversas.

En segundo lugar, las bolsas y los centros de ejecución contarán con medios que permitan a las empresas de negociación algorítmica usuarias testar el funcionamiento de sus algoritmos en relación con el mercado con otros algoritmos en un entorno de similares características al real. Esto es muy importante, dado que algoritmo testado de forma independiente tenga un correcto funcionamiento y, sin embargo, muestre un funcionamiento incorrecto o anomalías al interactuar con otros algoritmos (simulados) o con cualquier otra actividad de negociación en una simulación en directo.

El mal funcionamiento no está exento de riesgo debido a la falta de mediación de humanos, dado que este sistema podría reaccionar de manera desmesurada y, en palabras de Aguilar Alonso[248], exacerbar la volatilidad en determinados casos en los que el mercado experimenta perturbaciones.

---

[246] AGUILAR ALONSO, I., "La Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID II)", *op. cit*, p. 93.

[247] Los algoritmos ejecutan negociaciones automáticamente sin ninguna intervención humana. Las empresas de high-frequency trading los utilizan asociados a conexiones ultrarrápidas y con una latencia ultrabaja para generar rendimientos mediante la venta o compra rápida de valores varias veces en un intervalo de tiempo muy reducido (con frecuencia en diminutas fracciones de un segundo).

[248] AGUILAR ALONSO, I., "La Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID II)", *op. cit*, p. 93.

4.2.3.2.4. Los proveedores de suministro de datos y sus requisitos de aplicación

MiFID II también condiciona a autorización a entidades que prestan con carácter profesional servicio de suministro de datos de mercado, garantizando así, la calidad en la información. La regulación correspondiente está recogida en los artículos 63 y siguientes de esta ley.

Se crean tres figuras, a saber, Agentes de Publicación Autorizados (APA), Proveedores de Información Consolidada (PIC) y Sistemas de Información Autorizados (SIA).

Respecto de los requisitos, según la MiFID II, cada estado miembro exigirá que los otros miembros que pertenezcan a los órganos de dirección de los proveedores de servicios de suministro de datos posean honorabilidad en todo momento, así como conocimientos y competencias adecuados y, como se ha indicado anteriormente, dediquen suficiente tiempo al desempeño de sus funciones.

Cuando un organismo rector del mercado solicita autorización para gestionar alguno de los tres modalidades, APA, PIC o SIA, y los miembros del órgano directivo de cualquiera de los tres sean los mismos que los miembros del órgano de dirección del mercado regulado, se considerará que dichas personas cumplen con el requisito establecido en el párrafo anterior (competencia, conocimientos, etc.).

a. Agentes de publicación autorizados (APA), artículo 64 de la Directiva 2014/65/UE. Los APA establecen políticas y disposiciones adecuadas que harán pública la información requerida con arreglo a los artículos 20 y 21 del Reglamento 600/2014/UE, tan cerca del tiempo real como sea posible, técnicamente y en condiciones comerciales razonables.

El artículo 20, con el título, Información post-negociación por las empresas de servicios de inversión, incluidos los internalizadores sistemáticos, por lo que respecta a acciones, certificados de depósito, fondos cotizados y certificados y demás instrumentos financieros similares, establece la siguiente regulación:

1. Las empresas de servicios de inversión que, por cuenta propia o por cuenta de sus clientes, efectúen operaciones con acciones, certificados de depósito, fondos cotizados, certificados y otros instrumentos financieros similares negociados en un centro de negociación, harán público el volumen y el precio de esas operaciones y

la hora en que se hayan concluido. Dicha información se hará pública mediante un APA.

2. La información que se haga pública de conformidad con el apartado 1 del presente artículo y los plazos en que se publique deberán cumplir los requisitos adoptados en virtud del artículo 6, incluidas las normas técnicas de regulación adoptadas con arreglo al artículo 7, apartado 2, letra a). Cuando las medidas adoptadas en virtud del artículo 7 prevean la posibilidad de aplazar la publicación para ciertas categorías de operaciones con acciones, certificados de depósito, fondos cotizados, certificados y otros instrumentos financieros similares negociados en un centro de negociación, dicha posibilidad se aplicará también a esas mismas operaciones cuando sean realizadas al margen de los centros de negociación.

3. La Autoridad Europea de Valores y Mercados elaborará proyectos de normas técnicas de regulación que especifiquen lo siguiente:

a) los identificadores de los distintos tipos de operaciones publicadas en virtud del presente artículo, estableciendo una distinción entre las que se determinan esencialmente por factores relacionados con la valoración de los instrumentos financieros y las que se determinan por otros factores;

b) la aplicación de la obligación establecida en el apartado 1 para las operaciones que impliquen el uso de los instrumentos financieros mencionados a efectos de garantía, préstamo u otros fines, cuando el intercambio de instrumentos financieros venga determinado por factores ajenos al valor corriente de mercado del instrumento financieros;

c) la parte en una operación que tenga que hacer pública la operación con arreglo al apartado 1 si ambas partes en la operación son empresas de servicios de inversión.

La Autoridad Europea de Valores y Mercados presentará a la Comisión estos proyectos de normas técnicas de regulación a más tardar el 3 de julio de 2015.

Se delegan en la Comisión los poderes para adoptar las normas técnicas de regulación a que se refiere el párrafo primero, con arreglo a los artículos 10 a 14 del Reglamento (UE) o 1095/2010.

El artículo 21 bajo el título, Información post-negociación para las empresas de servicios de inversión, incluidos los internalizadores sistemáticos, por lo que

respecta a bonos y obligaciones, titulizaciones, derechos de emisión y derivados, recoge textualmente la siguiente información:

1. Las empresas de servicios de inversión que, por cuenta propia o por cuenta de sus clientes, efectúen operaciones con bonos y obligaciones, titulizaciones, derechos de emisión y derivados negociados en un centro de negociación, harán públicos el volumen y el precio de esas operaciones y la hora en que se hayan concluido. Dicha información se hará pública mediante un APA.

2. Cada una de las operaciones se hará pública una vez a través de un único APA.

3. La información que se haga pública de conformidad con el apartado 1 y los plazos en que se publique cumplirán los requisitos adoptados en virtud del artículo 10, incluidos los proyectos de normas técnicas de regulación adoptados de conformidad con el artículo 11, apartado 4, letras a) y b).

4. Las autoridades competentes podrán autorizar a las empresas de servicios de inversión a aplazar la publicación, o podrán solicitar que se publiquen datos limitados sobre una operación o datos sobre varias operaciones en forma agregada, o una combinación de ambas cosas, durante el período que dure el aplazamiento, o podrán autorizar que se omita la publicación del volumen de operaciones determinadas durante un período de aplazamiento más largo, o, en el caso de los instrumentos financieros distintos de acciones y de instrumentos asimilados que no sean de deuda soberana, autorizar la publicación de varias operaciones de forma agregada durante un período de aplazamiento más largo, o, si se trata de instrumentos de deuda soberana, podrán autorizar la publicación de varias operaciones en forma agregada durante un período indefinido de tiempo, y podrán suspender temporalmente las obligaciones a que se refiere el apartado 1 en las mismas condiciones establecidas en el artículo 11.

Cuando las medidas adoptadas en virtud del artículo 11 prevean la posibilidad de aplazar la publicación y de publicar datos limitados o datos en forma agregada, o una combinación de ambas cosas, o de omitir la publicación del volumen para ciertas categorías de operaciones con bonos y obligaciones, titulizaciones, derechos de emisión y derivados que se negocien en un centro de negociación, dicha posibilidad se aplicará también a esas mismas operaciones cuando sean realizadas al margen de centros de negociación.

5. La Autoridad Europea de Valores y Mercados elaborará proyectos de normas técnicas de regulación de tal forma que permita la publicación de información exigida en virtud del artículo 64 de la Directiva 2014/65/UE que especifiquen lo siguiente:

a) los identificadores de los distintos tipos de operaciones publicadas de conformidad con el presente artículo, estableciendo una distinción entre las que se determinan esencialmente por factores relacionados con la valoración de los instrumentos financieros y las que se determinan por otros factores;

b) la aplicación de la obligación establecida en el apartado 1 para las operaciones que impliquen el uso de los instrumentos financieros mencionados a efectos de garantía, préstamo u otros fines, cuando el intercambio de instrumentos financieros venga determinado por factores ajenos al valor corriente de mercado del instrumento financiero;

c) la parte en una operación que tenga que hacer pública la operación con arreglo al apartado 1 si ambas partes en la operación son empresas de servicios de inversión.

La Autoridad Europea de Valores y Mercados presentará a la Comisión estos proyectos de normas técnicas de regulación a más tardar el 3 de julio de 2015.

Se delegan en la Comisión los poderes para adoptar las normas técnicas de regulación a que se refiere el párrafo primero, con arreglo a los artículos 10 a 14 del Reglamento (UE) 1095/2010.

a. Proveedores de Información Consolidada (PIC), según el artículo 65 de MiFID II. Los proveedores de información consolidada se encargarán de recopilar dicha información, la cual estará publicada de conformidad con los artículos 6, y 20 del Reglamento 600/2014/UE y consolidarla en un flujo electrónico continuo de datos para ponerla a disposición del público lo más cerca al tiempo real que sea posible técnicamente y en condiciones comerciales razonables.

El artículo 6, con el título, Requisitos de transparencia post-negociación para los centros de negociación por lo que respecta a acciones, certificados de depósito, fondos cotizados, certificados y demás instrumentos financieros similares, establece que:

1. Los organismos rectores del mercado y las empresas de servicios de inversión que gestionen un centro de negociación harán públicos el precio, el

volumen y la hora de las operaciones realizadas por lo que respecta a acciones, certificados de depósito, fondos cotizados, certificados y demás instrumentos financieros similares negociados en ese centro de negociación. Los organismos rectores del mercado y las empresas de servicios de inversión que gestionen un centro de negociación publicarán los datos de todas esas operaciones lo más cerca del tiempo real que sea técnicamente posible.

2. Los organismos rectores del mercado y las empresas de servicios de inversión que gestionen un centro de negociación deberán permitir a las empresas de servicios de inversión que estén obligadas a publicar los datos de sus operaciones por lo que respecta a acciones, certificados de depósito, fondos cotizados, certificados y demás instrumentos financieros similares, con arreglo al artículo 20, acceder, en condiciones comerciales razonables y de forma no discriminatoria, a los sistemas que emplean para publicar la información a que se refiere el apartado 1 del presente artículo.

a. Sistema de Información Autorizado (SIA), según el artículo 66 de MiFID II. Comunicarán la información requerida y, con arreglo al artículo 26 [249] del Reglamento 600/2014/UE, con la mayor brevedad y a ser posible al finalizar el día hábil siguiente, en el que tuvo lugar la operación.

4.2.3.2.5. Nuevas tipologías dentro de MiFID II

MiFID II introduce nuevas categorías de centros de negociación, aparte de los ya existentes como eran los mercados regulados y los sistemas multilaterales de negociación. Nos referimos a los sistemas organizados de contratación (SOC) o, en su término inglés Organised Trading Facility (OTF). En éstos se pueden negociar únicamente instrumentos de renta fija y derivados. Una de las características diferenciadoras de estos sistemas de los anteriores es que la negociación, según MiFID II, se realizará a través de reglas discrecionales.

---

[249] Bajo el título, Obligación de comunicar las operaciones, el apartado 1 de este artículo establece:

1. Las empresas de servicios de inversión que ejecuten operaciones con instrumentos financieros deberán comunicar los datos completos y exactos de esas operaciones a la autoridad competente con la mayor brevedad, y a más tardar al cierre del siguiente día hábil.

El operador, o gestor, de un SOC, podrá interponer su cuenta propia sin riesgo, en determinados valores como la renta fija, incluso instrumentos derivados, y negociar por su cuenta en instrumentos de deuda soberana en los que no exista un mercado líquido (activos de otra categoría) como los negociados en los mercados Over The Counter (OTC).

Respecto de las empresas de servicios de inversión (ESI), en MiFID I podían optar voluntariamente por tener la calificación de internalizador sistemático[250]. Sin embargo, la MiFID II establece dicha calificación como obligatoria en determinadas circunstancias.

Estas circunstancias se dan cuando la empresa de servicios de inversión tenga un volumen determinado de negociación y una frecuencia, también determinada, en sus operaciones OTC.

Lo que nos ocupa es que la nueva directiva de la MiFID II realiza la ampliación en el régimen de transparencia, aplicable a los internalizadores sistemáticos, obligándoles a hacer públicas las operaciones y cotizaciones respecto de acciones y otros instrumentos financieros para los que exista un mercado líquido.

Respecto a los requisitos organizativos que aplica a las empresas de inversión y a los centros de negociación, MiFID II exige que el personal encargado de los sistemas cuente con la preparación y los conocimientos adecuados del sistema de negociación que van a llevar a cabo, al igual que obliga a los centros de negociación a tener la suficiente capacidad y resistencia técnica. También trata el tema de la co-location (servicios de proximidad y localización compartida) haciendo que se asegure el acceso a los servicios, sea justo, transparente y no discriminatorio. Estos centros de negociación dispondrán de sistemas que limiten la proporción de órdenes no ejecutadas, lo que se llama la Order to trade ratio (OTR).

De igual manera habla de la Tick-size, que es la variación mínima de precio en un instrumento financiero, la cual ha de estar ajustada al perfil de liquidez de ese instrumento.

---

[250] Se llaman internalizadores sistemáticos a las empresas de inversión que, de manera organizada, frecuente y sistemática, negocian por cuenta propia órdenes de sus clientes, al margen de sistemas multilaterales regulados.

Para proteger al inversor, MiFID II establecerá un límite en las posiciones en derivados sobre materias primas que se negocien en cualquier centro de negociación. Esto no se aplicará a entidades no financieras.

Por resumir lo anteriormente expuesto, diremos que la MiFID II afectará a las normas de conducta de las empresas de servicios de inversión en relación con la prestación de servicios de asesoramiento a los potenciales clientes respecto de los siguientes contenidos:

- Prevé nuevos requisitos de información para los servicios de asesoramiento introduciendo el asesoramiento independiente al que haremos referencia a continuación, el cual mejora la protección y amplía la confianza para los inversores;
- Restringe el régimen de incentivos;
- Regula los servicios de mera ejecución y la regulación de la *best execution*[251], encaminada a actuar en interés del cliente, reflejado en el artículo 24.1 de MiFID II;
- Obliga también a registrar todas las comunicaciones entre la entidad y el cliente.

4.2.3.3. Asesoramiento independiente

La MiFID II hace mucho hincapié en el adjetivo independiente (partiendo del concepto de asesoramiento introducido por la directiva precedente, MiFID I, Directiva 2004/39/CE sobre los mercados de instrumentos financieros)[252]. De hecho se ha generado esta categoría debido a la importancia que adquiere este tipo de asesoramiento en el mundo de las finanzas para los distintos tipos de clientes. Este tipo de asesoramiento se dará en los casos en los que se cumplan una serie de requisitos que vienen reflejados en el artículo 24.7 de tal directiva, a saber: se

[251] Todas las reglas que contempla esta nueva Directiva y otras como las referentes a la remuneración y un largo etcétera, son un ejemplo claro de la dirección hacia la que va encaminada dicha Directiva que no es otra que la de actuar en el mejor interés del inversor.

[252] GIUDICI, P., "Independent financial advice", en FERRARINI, G. / BUSCH, D. (Eds.), *Regulation of the EU financial markets. MiFID II and MIFIR.* Oxford University Press, Oxford UK, 2017, pp. 153-161.

evaluará una gama lo suficientemente amplia y diversa de instrumentos financieros en lo referente a sus tipos emisores o proveedores, con el fin de garantizar los target u objetivos o expectativas del cliente para que éstas puedan cumplirse adecuadamente. Respecto a la expresión "amplia gama de productos", la Autoridad Europea de Seguridad en los Mercados Financieros (ESMA), para evitar la generalidad en un documento publicado por la propia autoridad europea cuyo título responde a Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR, establece una concreción a la hora de seleccionar dichos productos, que se materializa en las siguientes características:

Que dichos instrumentos no estarán limitados a los emitidos por la propia entidad comercializadora o por otras con las que tenga un vínculo externo; que el número y la variedad serán proporcionales al ámbito de los servicios de inversión que puede ofrecer dicho asesor independiente. Además estos tendrán que ser, en número y variedad, instrumentos representativos de los que hay en el mercado.

4.2.3.4. Protección al inversor

Respecto a las medidas de protección al inversor la MiFID II no modifica sobremanera la regulación ya existente, recogida en MiFID I. En MiFID II la regulación de referencia la encontramos en la Sección, 2, Disposiciones para garantizar la protección del inversor, en sus artículos 24 y siguientes.

Trasladando la realidad del mundo bancario a esta tesis, nos parece importante resaltar los departamentos que participan en las diversas etapas dentro de lo que englobaría la idoneidad y la conveniencia.

En lo referente a la protección al inversor, se ocuparán los departamentos de cumplimiento normativo, red comercial e, incluso, organización y sistemas en funciones como la creación y mantenimiento de registros que se encarguen de actualizar y evaluar los datos de los clientes. También encontramos el departamento de back office, encargado de realizar actividades de apoyo al propio negocio, sin tener contacto con el cliente. Sus labores son la gestión de recursos humanos, finanzas y contabilidad e informática. Se contrapone con el front office, el cual realiza labores contrarias, es decir, orientada a los clientes (de cara al público).

Como punto destacable diremos que el departamento comercial y el de cumplimiento normativo, en ocasiones, realizan una evaluación extra cuando se trata de asesoramiento o gestión de carteras.

Dentro de la comunicación de información a los clientes, los departamentos que forman parte son el comercial y el de organización. Es importante el soporte documental, que resuelva los posibles conflictos potenciales que puedan aparecer, así como la emisión de una información renovada cada cierto tiempo.

La MiFID II implementó otra serie de factores, que podríamos englobar en los puntos tanto de asesoramiento como de transparencia, como son el campo de la investigación en la creación de nuevos productos financieros, la determinación de los objetivos (a quién van a ir dirigidos esos productos) estableciendo un procedimiento que garantice transparencia y ecuanimidad, e implementando las condiciones necesarias que favorezcan la venta de dichos productos. Otro de los factores sobre el que también pone énfasis es la distribución, obligando a supervisar dicho procedimientos a las entidades, a través de muchas condiciones como la elaboración de informes de cumplimiento e idoneidad. En este caso entra en juego un nuevo órgano de la entidad, la Secretaría General, encargada de la supervisión del mantenimiento de un control efectivo sobre el proceso de gobernanza de ese tipo de productos (que el producto llegue bien a sus clientes).

Otro punto a tener en cuenta dentro de la MiFID II es el aspecto de las grabaciones de conversaciones telefónicas y conversaciones electrónicas, en el que se abarca una serie de medidas entre las que encontramos la posibilidad que tiene el cliente de acceder a dichas grabaciones internas cobrándoles una cantidad de dinero no desproporcionada que no desincentive la solicitud de los clientes de acceder a dichas grabaciones.

4.2.3.4.1. Medidas de protección de activos

Como indica el profesor Santillán[253], referente al aspecto de protección de activos, MiFID II incorpora algunas nuevas medidas de protección de los activos

[253] SANTILLÁN, I., *Nuevas medidas en la regulación europea en materia de protección de inversores y abuso de mercado*, Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos, Madrid, 2015.

del cliente, que son complementarias a las ya recogidas con anterioridad en la MiFID I.

Un ejemplo de estas nuevas medidas se concreta en la limitación de la posibilidad de realizar operaciones de garantía con transferencia de propiedad (title transfer colateral arrangement, TTCA) de los valores de los clientes minoristas a la compañía, ya que está operativa podría perjudicar de manera sensible su finalidad, que no es otra que la regulación sobre la protección de activos del cliente.

El Title Transfer Colateral Arrangement es un acuerdo de garantía con cambio de titularidad según el cual un garante transfiere la plena propiedad de su patrimonio o el pleno derecho en garantía financiera a un beneficiario con el fin de garantizar o cubrir de otro modo el cumplimiento de las obligaciones financieras propias.

MiFID II contiene una prohibición de entrar en la transferencia del título de acuerdos de garantías (Title Transfer Colateral Arragement) con los clientes al por menor en su artículo 16.10 de la MiFID II, que expresa dicha prohibición con el siguiente tenor literal: "Las empresas de servicios de inversión no celebrarán acuerdos de garantía financiera con cambio de titularidad, con clientes minoristas con objeto de garantizar o cubrir las obligaciones actuales o futuras, reales, contingentes o posibles de clientes".

En esta misma línea, ESMA, en los documentos sometidos a consulta propone el acogimiento como norma de segundo nivel de los principios Organización Internacional de Comisiones de Valores en esta materia que se reflejan en su documento Recommedation regarding the protection of client assets (recomendaciones respecto a la protección del patrimonio de los clientes) y que se centran en el mantenimiento de registros adecuados, remisión de información periódica a los clientes, organización interna para la protección de los derechos de los clientes, análisis de los riesgos cuando se subcustodien activos de clientes en el extranjero, obligación de informar acerca de los riesgos a los clientes, junto con el control de los casos en los que el cliente pueda renunciar a su protección; un

ejemplo sería el caso de los Title Transfer Colateral Arragement (la mayoría de los TTCA de los clientes minoristas están relacionados con contratos por diferencia)[254].

4.2.3.4.2. Breve recensión sobre los Fondos de Garantía de Depósitos (información básica sobre la cobertura de depósitos).

En lo referente a la cobertura de depósitos, hemos de darle un tratamiento especial, ya que es el mecanismo de salvaguarda de los depósitos pecuniarios de todos los depositantes de las entidades financieras, que en la gran mayoría de los casos fueron ajenos a la problemática ocasionada por la burbuja financiera y la mala praxis de las entidades que, al ser objeto de pérdidas ocasionadas por dicha crisis, revirtieron sobre el pasivo de su contabilidad las pérdidas ocasionadas. Destacamos que el pasivo de las entidades financieras está formado por los depósitos de sus depositantes.

Al principio de la crisis, la situación descrita generó incertidumbre, pánico y un vacío legal provocado por una situación inédita hasta ese momento.

Explicaremos brevemente el Fondo de Garantías de Depósitos de Entidades de Crédito, cuyo nombre responde a las siglas FGDEC, y que constituye uno de los mecanismo que, a pesar de que su creación fue bastante anterior, nunca había tenido que ser utilizado de tan apremiante manera hasta el estallido de la crisis del año 2007. Su origen se remonta al año 1977, constituyendo un mecanismo cuyo sistema de garantía de depósitos se creó a través de una disposición legal[255].

En cuanto a la gestión, el fondo lo gobierna una comisión, llamada Comisión Gestora, compuesta por once miembros, cuatro de ellos representantes del Banco de España (nombrados por su Comisión ejecutiva, siendo el Subgobernador el presidente de la Comisión gestora), y designados por el propio banco, cinco representantes correspondientes a las diferentes entidades de crédito adheridas

---

[254] El contrato por diferencia (en inglés Contract for difference, CFD) es un contrato por el que se intercambia la diferencia del precio de un instrumento financiero en el momento de apertura del contrato y el precio en el momento de cierre del mismo.

[255] *Víd.:* Real Decreto-ley 16/2011, de 14 de octubre que modifica el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, el cual mantiene todos los preceptos no contravenidos por el de posterior publicación (Real Decreto-ley 16/2011, de 14 de octubre).

(tres serán nombrados por las propias entidades, otro por las extintas cajas de ahorros y otro por las Cooperativas de Crédito), uno del Ministerio de Hacienda (Interventor General del Estado) y, por último, uno del Ministerio de Economía (Secretario General del Tesoro, el cuál ostentará una de las vicepresidencias, más concretamente la de la Comisión Gestora, que se ocupa de sustituir al presidente en caso de la ausencia de éste).

Las entidades forman parte de un sistema institucional de afiliados en el cual se aportan unas cantidades de manera proporcional para cada entidad en función de la participación que tengan en el fondo, con el fin de cubrir las pérdidas de los depositantes en caso de insolvencia de una entidad. La cantidad máxima reembolsable será de 100.000 euros por depositante y entidad, sin perjuicio de que los titulares de una cuenta tengan una suma mayor que la mencionada en su cuenta. En caso de ser así, los depositantes y, en su condición de acreedores ordinarios de la entidad, permanecerán en su condición de tal a lo largo de todo el proceso posterior contra la entidad, o bien a resultas de lo que se establezca en el convenio de acreedores o en proceso de liquidación de dicha entidad, siendo parte del procedimiento concursal.

4.2.3.4.3. Cuentas en participación

En el caso de las cuentas en participación el límite es igualmente 100.000 euros, siendo la particularidad en este tipo de cuentas, como su nombre indica, que al ser en participación, sobre ellas se ostentan derechos de dos o más personas, tanto físicas como jurídicas, socios o pertenecientes a distintas agrupaciones empresariales. En estos casos, quedan agregadas como si fueran de un solo propietario, correspondiéndoles únicamente el reembolso por liquidación de la entidad, los 100.000 por cada cuenta que tuviesen en las distintas entidades financieras.

Existen algunas excepciones respecto al funcionamiento del Fondo de Garantía de Depósitos que hemos descrito:

- Los procedentes de transacciones con bienes inmuebles de naturaleza residencial y carácter privado;

- Los que deriven de pagos recibidos por el depositante con carácter puntual y estén ligados al matrimonio, divorcio, jubilación, despido, invalidez o fallecimiento;
- Los que estén basados en el pago de prestaciones de seguros o en la indemnización por perjuicios que sean consecuencia de delito o error judicial.

En estos tres casos los depósitos estarán garantizados por encima de los 100.000 euros pero siempre a expensas de la decisión tomada por el propio sistema de garantía. En caso de que el fondo no pueda restituir el importe reembolsable en un plazo de siete días hábiles, pagará en un plazo de 5 días, tras la solicitud del cliente, un importe adecuado de sus depósitos garantizados con el fin de cubrir su sustento.[256]

4.2.3.4.4. Marco normativo

Según el artículo 216 de la Ley de Enjuiciamiento Civil el cual habla de la justicia rogada, los tribunales civiles decidirán los asuntos en virtud de las aportaciones de hechos, pruebas y pretensiones de las partes, excepto cuando la ley disponga otra cosa en casos especiales.

Según el artículo 552.1 de la Ley de Enjuiciamiento Civil, que trata de la denegación del despacho de la ejecución, establece que si el tribunal entendiese que no se dan los presupuestos ni los requisitos legales para el despacho de dicha ejecución se dictará un auto denegando dicho despacho. Cuando el tribunal apreciare que alguna de las cláusulas incluidas en el 557.1 puedan ser calificadas como abusivas, éste dará audiencia de quince días a las partes, y oídas éstas acordará lo procedente en el plazo de los cinco siguientes hábiles, conforme a lo previsto en el 561.1 tercera, al apreciarse el carácter abusivo de una o varias cláusulas, el auto que se dicte determinará las consecuencias de tal carácter decretando bien la improcedencia de la ejecución o bien despachando la misma sin aplicación de aquellas consideradas abusivas.

---

[256] RODERO VICENTE, F. M., "Complejidad jurídica de los estructurados bancarios. Especial referencia al SWAP", *op. cit.*, p. 26.

En el artículo 815 de la citada Ley, el cual trata sobre la admisión de la petición y requerimiento de pago en un monitorio, dice que si los documentos aportados con la petición fueran de los previstos en el apartado segundo del artículo 812 o constituyeren un principio de prueba del derecho del peticionario confirmado por lo que se exponga en la admisión de la petición será el secretario judicial quién requerirá al deudor, en caso contrario dará cuenta al juez para que resuelva lo que corresponda sobre la admisión a trámite de la petición inicial[257]

El control de oficio de las cláusulas abusivas finalmente ha sido adquirido por los tribunales. Anteriormente esto no sucedía, lo que ocasionaba que muchas de las sentencias eran revocadas.

Podríamos decir que la toma de control por parte de los tribunales respondería también a un acercamiento al artículo 6 de nuestro Código Civil[258], del cual en su conjunto podríamos afirmar que responde al sagrado principio del orden público, relacionándolo perfectamente con la protección del más débil, papel que correspondería al consumidor en el caso que nos ocupa.

---

[257] FERNÁNDEZ DE SENESPLEDA, I., SERRA RODRÍGUEZ, A., IZQUIERDO BLANCO, P., y SOLER SOLÉ, G., *Cláusulas abusivas en la contratación bancaria*, Bosch, Barcelona, 2014, p. 43.

[258] Artículo 6 del Código Civil:1. La ignorancia de las leyes no excusa de su cumplimiento. El error de derecho producirá únicamente aquellos efectos que las leyes determinen.

2. La exclusión voluntaria de la ley aplicable y la renuncia a los derechos en ella reconocidos sólo serán válidas cuando no contraríen el interés o el orden público ni perjudiquen a terceros.

3. 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.

4. Los actos realizados al amparo del texto de una norma que persigan un resultado prohibido por el ordenamiento jurídico, o contrario a él, se considerarán ejecutados en fraude de ley y no impedirán la debida aplicación de la norma que se hubiere tratado de eludir.

4.2.3.4.5. SWAP y concurso de acreedores.

Es en situaciones de concurso de acreedores donde resulta importante la diferencia entre contratos de SWAP y operaciones de SWAP a la que se ha aludido supra.

Es importante destacar que en el marco de los procedimientos de insolvencia se impone para los contratos de carácter sinalagmáticos, y tomando como referencia, el artículo 61 de la Ley Concursal, que la declaración de concurso de acreedores no afecta a la vigencia no afecta a los contratos con obligaciones recíprocas pendientes de cumplimiento, si bien la administración concursal, en caso de suspensión, o el propio concursado en caso de intervención, pueden solicitar la resolución judicial del contrato si lo estiman conveniente, al interés del concurso (Sentencia Juzgado de lo Mercantil, del 25 de enero de 2010, número de Recurso: 984/2009).

La Sentencia Juzgado de lo Mercantil citada alude a que para posibilitar que la administración concursal pueda resolver operaciones puntuales de SWAP desfavorables, y de otro modo mantener las beneficiosas, lo que en la doctrina jurídica anglosajona han denomina "cherrypicking", o elección de las mejores cerezas, llevó a introducir en diferentes legislaciones nacionales (entre otras, podemos citar como ejemplo, el primer precedente en derecho norteamericano la Financial Institution Reform, Recovery and Enforcement Act de 9 de agosto de 1989), una serie de cláusulas excepcionales en el ámbito concursal para los contratos de permuta financiera.

Dichas cláusulas, según la Sentencia, permiten que cuando una de la partes en el contrato sea una entidad financiera pueda anticipar la finalización del contrato y compensar los créditos de la institución bancaria con los del concursado que deriven del mismo contrato, partiendo de la premisa, ya comentada anteriormente, en la que todas las operaciones de SWAP integran un único contrato.

Este régimen especial, continúa la Sentencia, puede chocar con nuestro derecho concursal al menos en dos previsiones genéricas de la Ley 22/2003, con el artículo 61.3 de la Ley Concursal, el cual declara ineficaces las cláusulas que establecen la facultad del contrato por la sola causa de declaración de concurso y con el artículo 58 de la misma Ley Concursal en cuya virtud declarado el concurso

no procede la compensación de los créditos y deudas del concursado, produciendo sus efectos la compensación únicamente cuando sus requisitos hubiesen existido con anterioridad a la declaración del concurso.

La resolución de la problemática anteriormente expuesta la persigue el artículo 16 del Real Decreto Ley 5/2005, problemática, que según subraya la Sentencia no resulta novedosa, ya que refleja otra regulación anteriormente expuesta en la Disposición Adicional décima de la Ley Nacional del Mercado de Valores el cual se resume en los siguientes puntos:

a. Permite la autorización para incluir cuantas cláusulas de resolución o vencimiento anticipado de los contratos de SWAP resulten necesarias en caso de concurso de acreedores;

b. La consideración unitaria de la mayor parte de permutas financieras que estén incluidas en un mismo contrato marco, incluyendo como crédito el saldo neto de todas las operaciones comprendidas;

c. La autorización para realizar cuantas operaciones de compensación resulten necesarias, ya sea posterior o anteriormente a la declaración del concurso, quedando en el último caso a salvo de posibles acciones de reintegración. Se trata pues, de una regulación para aclarar o simplificar el reflejo de las operaciones de SWAP y su determinación como masa pasiva. En definitiva, no es más que una regulación para aclarar o simplificar el reflejo de operaciones de SWAP en la determinación de la masa pasiva, mientras que al mismo tiempo excepciona diversas restricciones o prohibiciones que la normativa concursal impone para el resto de contratos sinalagmáticos, en lo concerniente a la compensación y a la prohibición de cláusulas de vencimiento anticipado por insolvencia.

4.2.3.5. Los servicios de mera y mejor ejecución

Nuevamente cabría destacar, como lo venimos haciendo a lo largo de este punto, que uno de los objetivos prioritarios de la regulación bancaria a través de todas las normativas mencionadas, y muy especialmente, a través de la MiFID II, es incrementar y mejorar la protección del inversor minorista[259].

---

[259] FERNÁNDEZ TORRES, I., "Retos y efectos del paquete de medidas de la MiFID II desde la perspectiva de la protección del inversor", *op. cit*., p. 44.

MiFID I establecía cierta normativa a la propia empresa de servicios de inversión para la prestación de asesoramiento, lo cual justificaba la existencia de cierta regulación específica.[260] Por tanto, MiFID I cambió el planteamiento en materia de asesoramiento, concibiéndole como una materia sujeta a autorización.[261]

Por el contrario, MiFID II, pone un énfasis especial en la calificación de independiente al referirse a dicho asesoramiento[262]. Todo lo referente a la evaluación periódica o evaluaciones puntuales sobre la idoneidad de ciertos productos financieros está reflejado en determinados artículos del Reglamento[263]. Por tanto, MiFID II es la prolongación de la MiFID I, entendida como prestación personalizada a los clientes de las entidades[264].

4.2.3.6. Comisiones e incentivos: la problemática de las retrocesiones en MiFID II

Este es uno de los puntos en los que MiFID II hace un gran hincapié ya que hasta el momento las empresas de servicios de inversión en determinados momentos de su ciclo, tanto en la apertura, como a lo largo de su operativa con los clientes, anteponía los intereses de la propia empresa frente al de los clientes realizando malas praxis como podían ser cobros indebidos en la gestión de valores

---

[260] AGÜERO ORTIZ, A., "Nuevas obligaciones informativas introducidas por MiFID II. Estudio comparativo." *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, nº 21, 2017. Disponible en: http://www.congreso.es/docu/docum/ddocum/dosieres/sleg/legislatura_12/spl_16/pdfs/14.pdf [consultado el 15 de octubre de 2025].

[261] ALONSO CARBONERO, F. J. / FRANCO HIDALGO, F. / GALLEGO TORTUERO, I., MIFID II: novedades en relación con las normas de conducta. Especial referencia al asesoramiento de inversiones. *Revista cuatrimestral de las facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales*, ICADE, Madrid, 2013, pp. 102 y ss.

[262] FERNÁNDEZ TORRES, I., "Retos y efectos del paquete de medidas de la MiFID II desde la perspectiva de la protección del inversor", *op. cit*., p. 27.

[263] Reglamento Delegado 2017/565 de la Comisión de 25 de abril de 2016, arts. 44 al 63.

[264] GIUDICI, P., "Independent financial advice", *op. cit*., pp. 153-154.

que ni siquiera el propio cliente conocía. MiFID II viene a limitar y, en ocasiones a limitar totalmente, ciertas comisiones.

MiFID II no prohíbe la percepción de incentivos al personal pero impide calificar el servicio de asesoramiento como independiente en un caso así. Es para ello, que MiFID II exige que el objeto sea mejorar el servicio de prestación que no genere conflictos de intereses tales que la entidad no se vea compelida a actuar en contra del inversor o cliente. Previamente a la prestación del servicio se debe informar claramente de las comisiones a cobrar.

Contrariamente, el art. 12 de la Directiva Delegada 2017/593 de la Comisión de 7 de abril de 2016, la cual complementa la Directiva MiFID II, hace referencia a los beneficios no monetarios y, en consecuencia, a las circunstancias en las que se prohíbe el cobro de comisiones[265]. Tales circunstancias son: que la información o documentación sobre el instrumento financiera sea genérica o personalizada en función de las circunstancias del cliente; que los escritos de terceros encargados y abonados por una sociedad emisora, para promover una nueva emisión, o en casos en los que el emisor contrate a un tercero para la elaboración de los materiales de forma continua, siempre que los materiales sean puestos a disposición en tiempo y forma, a todas las empresas de servicios de inversión que los quieran recibir, o al público en general; la participación en conferencias o cualesquiera actividades de formación; las dietas durante una reunión empresarial; por último, cualesquiera otros que un estado considere en su legislación como servicio prestado al cliente[266].

En España la práctica retributiva de las entidades financieras para con sus clientes proviene de los incentivos que reciben por parte de ciertos proveedores[267].

---

[265] Ver también art. 63.3 del Real Decreto 217/2008, modificado por el Real Decreto 1464/2018.

[266] FERNÁNDEZ TORRES, I., "Retos y efectos del paquete de medidas de la MiFID II desde la perspectiva de la protección del inversor", *op. cit*., p. 32.

[267] SASTRE CORCHADO, G. J., "La reforma de la MiFID (MiFID 2) en materia de distribución de productos de inversión. La protección de los inversores", *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, 12, 2013, p. 14.

El término retrocesión se acuño para la justificación de este tipo de prácticas conociéndose por tal a las comisiones que el "intermediario recibe del distribuidor de los valores quien previamente las ha cobrado del inversor"[268]. Por supuesto, estas operaciones, son ignoradas por el cliente[269], porque van incluidas en el precio[270]. Respecto a este desconocimiento por parte del consumidor, lo podemos clasificar en cinco tipos, a saber: el desconocimiento de los conceptos de carácter financiero; el desconocimiento de las condiciones de los contratos; el desconocimiento de la historia de las finanzas; el desconocimiento del comportamiento; por último, el desconocimiento del comportamiento estratégico de los otros participantes en el mercado. No hay que olvidar también el desconocimiento de los incentivos, incluido en este último[271].

Las comisiones, desde nuestro punto de vista, perjudican al cliente, por dos razones fundamentales; la primera, por el perjuicio económico que le ocasionan, aunque no sea de gran calado económico; la segunda, porque puede generar un

---

[268] NAVARRO FRÍAS, I., "Retrocesiones y MiFID II: ¿hacia la superación del paradigma de la información?", *op. cit*., p. 167.

[269] Respecto a este desconocimiento del cliente sobre los incentivos recibidos por profesionales en este tipo de servicios (RIS – Retail Investment Services), vid. apartado 283 de CHATER, N., HUCK, S., e INDERST, R., *Consumer decision-making in retail investment services: a behavioural economics perspective. Final Report, p.* Disponible en: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/retail_investment_services_2010_en.pdf

"There is obvious uncertainty and confusion in RIS purchasers' knowledge of the way the main financial professional involved in the purchase process is incentivised […]. While a significant proportion of purchasers recognise that financial advisors, brokers, and doorstep and telephone salespeople earn a commission on sales (and that the commission is usually not contingent on the future performance of the investment), more than four in ten purchasers either do not know about the financial incentives of their advisor, or believe that the advisor has no financial incentive to encourage purchase".

[270] ZUNZUNEGUI PASTOR, F., "Retrocesiones y malas prácticas bancarias", *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, abril 2007.

[271] HUALDE MANSO, T., Del consumidor informado al consumidor real, el futuro del Derecho de consumo europeo, Dykinson, Madrid, 2016, p. 94.

asesoramiento sesgado, que conlleve a su vez a beneficiar a la entidad, independientemente de los perjuicios que se puedan provocar al cliente. MiFID II hace hincapié en el intermediario y en el propio producto que va a ser comercializado[272].

En relación al intermediario, lo que busca el cliente es la confianza en el intermediario que ha de ponerse en la posición de fiduciario. No debemos pasar por alto que la posición de los prestadores de servicios financieros no es de mero vendedor, sino de comisionista, lo que nos lleva al sometimiento de lealtad al que están obligados, debiendo anteponer el interés del cliente al suyo propio. Por tanto, de este tipo de comisionistas o fiduciarios no se busca una aséptica información financiera, sino más bien se busca una recomendación o un consejo, de igual forma que se busca consejo en el abogado o en el médico, ya que no tiene obligación de resultados[273].

MiFID II prohíbe de forma taxativa la percepción de comisiones cuando el servicio que se preste sea el asesoramiento independiente y gestión de cartera, muy especialmente, haciendo hincapié en esta última. En la Ley del Mercado de Valores, en su art. 220 ter lo especifica de forma muy clara[274].

---

[272] Para una propuesta de enfoque de comportamiento más racional, vid.: BUBB, R. / PILDES, R. H., "How behavioural economics trims its sails and why", *Harvard Law Review*, vol. 127, 2014, pp. 1658 y ss.

[273] FERNÁNDEZ TORRES, I., "Retos y efectos del paquete de medidas de la MiFID II desde la perspectiva de la protección del inversor", *op. cit*., pp. 173 y ss.

[274] El art. 220 ter indica textualmente, en sus apartados b y c lo siguiente: "No aceptar y retener honorarios, comisiones u otros beneficios monetarios o no monetarios abonados o proporcionados por un tercero o por una persona que actúe por cuenta de un tercero en relación con la prestación del servicio a los clientes" (apartado b)); "Comunicar claramente al cliente los beneficios no monetarios menores que puedan servir para aumentar la calidad del servicio prestado al cliente y cuya escala y naturaleza sean tales que no pueda considerarse que afectan al cumplimiento por la empresa de servicios y actividades de inversión de la obligación de actuar en el mejor interés de sus clientes, los cuales además, estarán excluidos de lo dispuesto en el apartado anterior" (apartado c)).

Siguiendo con este tema de percepción o entrega de incentivos a la entidad, señalaremos que algunas entidades utilizan la expresión arquitectura abierta, cuyo significado incide en la amplitud que puede tener dicha entidad para el cobro de tales incentivos o retrocesiones. Las entidades, a través de una carta a los clientes, les manifiestan la existencia de dicho concepto para el cobro de los mencionados incentivos, sobre determinados fondos o productos. Es en el art. 11 de la Directiva Delegada de la Comisión Europea, donde hace referencia a este tema.[275]

---

[275] Directiva delegada (UE) 2017/593 de la Comisión, de 7 de abril de 2016 por la que se complementa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que respecta a la salvaguarda de los instrumentos financieros y los fondos pertenecientes a los clientes, las obligaciones en materia de gobernanza de productos y las normas aplicables a la entrega o percepción de honorarios, comisiones u otros beneficios monetarios o no monetarios. El art. 11. 2, y 11.3, indica textualmente:

"2. Se considerará que un honorario, comisión o beneficio no monetario está diseñado para elevar la calidad del servicio pertinente al cliente si se cumplen todas las condiciones siguientes:

a) está justificado por la prestación de un servicio adicional o de nivel superior al cliente en cuestión, proporcional al nivel de los incentivos recibidos, como:

i) la provisión de asesoramiento no independiente sobre inversión, respecto a una amplia gama de instrumentos financieros adecuados, y el acceso a dichos instrumentos, incluido un número apropiado de instrumentos de proveedores terceros de productos que carezcan de vínculos estrechos con la empresa de inversión,

ii) la provisión de asesoramiento no independiente sobre inversión combinado con bien una oferta al cliente para evaluar, al menos anualmente, la continuidad de la idoneidad de los instrumentos financieros en los que haya invertido, o bien otro servicio continuo que probablemente sea de valor para el cliente, como el asesoramiento sobre la asignación óptima propuesta para sus activos, o

iii) la provisión de acceso, a un precio competitivo, a una amplia gama de instrumentos financieros que probablemente satisfagan las necesidades del cliente, incluido un número apropiado de instrumentos de proveedores terceros de productos que carezcan de vínculos estrechos con la empresa de inversión, junto con la provisión de herramientas de valor añadido, como los instrumentos de información objetiva que ayuden al cliente pertinente a adoptar decisiones de inversiones o le faculten para el seguimiento, la modelación y el ajuste de la gama de instrumentos financieros en los que haya invertido, o la provisión de

Algunas entidades en su análisis e identificación de incentivos que envían a través de una carta a sus clientes, y amparados en el art. 59.b Del Real Decreto 217/2008, consideran a efectos de cobro los siguiente servicios: comercialización de participaciones o acciones de instituciones de inversión colectiva; comercialización de bonos estructurados; colocación o aseguramiento de valores mobiliarios y cobros no dinerarios[276].

4.2.3.7. Régimen sancionador por incumplimiento

Según el considerando número 4 de la Directiva 2014/65/UE, MiFID II[277], la tendencia normativa deriva hacia la protección del inversor-consumidor **en**

---

informes periódicos del rendimiento y los costes y cargos asociados a los instrumentos financieros;

b) no beneficia directamente a la empresa receptora, sus accionistas o empleados sin un beneficio tangible para el cliente en cuestión;

c) está justificado por la provisión de un beneficio continuo al cliente en cuestión en relación con un incentivo continuo.

Los honorarios, comisiones o beneficios no monetarios no se considerarán aceptables si la prestación de servicios correspondientes al cliente está sesgada o distorsionada como resultado de tales honorarios, comisiones o beneficios.

3. Las empresas de inversión se atendrán a los requisitos establecidos en el apartado 2 de manera continua, mientras sigan pagando o recibiendo los honorarios, comisiones o beneficios no monetarios".

[276] BANCO CAIXA GERAL., *Política de incentivos*, versión 6, 2019. Disponible en: http://www.bancocaixageral.es/Doc%20Mifid%20Procedimientos%20Control/3.%20Pol%C3%ADtica%20de%20Incentivos.pdf [consultado el 15 de octubre de 2025].

[277] Este considerando indica textualmente: "La crisis financiera ha dejado al descubierto algunos puntos débiles en el funcionamiento y la transparencia de los mercados financieros. La evolución de los mercados financieros ha dejado clara la necesidad de fortalecer el marco regulador de los mercados de instrumentos financieros, también cuando la negociación tiene lugar en mercados extrabursátiles, con el fin de aumentar la transparencia, mejorar la protección de los inversores, reforzar la confianza, abordar los ámbitos no regulados y

España, siendo así consecuente con la dirección hacia la que camina en bloque el resto de países europeos en cuanto a la regulación de mercados financieros se refiere.

Por tanto, el reforzamiento de la seguridad a través de garantía, conocimiento y consentimiento de los inversores es uno de los grandes pilares de la Directiva MiFID II. El objetivo máximo es la consecución de la eliminación de la asimetría a través de la transparencia informativa, la cual elimine los desequilibrios que dejaban al inversor en una clarísima posición de desventaja frente a la entidad[278].

Con el Mecanismo Único de Supervisión se ha conseguido que el Banco Central Europeo ostente competencias supervisoras, no sólo de carácter macro prudencial, tendentes a evitar lo que se llamó "riesgo sistémico" de las entidades financieras (que en esta tesis se ha cuestionado debido a que el peso del sector financiero global en nuestro país no supera el 5% respecto del PIB.), también se ha conseguido que el Banco Central Europeo a través de la MiFID realice una supervisión de carácter micro prudencial que evite los abusos de las entidades para con los clientes de banca minorita o retail. Todo este procedimiento se hará en consonancia con los demás bancos centrales de cada país miembro.

Las sanciones serán de carácter pecuniario y serán impuestas por diversos motivos, tales como, por ejemplo, el incumplimiento de los reglamentos o decisiones que emanan del Banco Central Europeo y que habrán de ser aplicados en los países correspondientes. Incluso se podrá exigir desde el propio Banco Central a las autoridades nacionales de cada país la imposición de dichas sanciones.

4.2.3.8. Autoridades europeas y procedimiento sancionador

A pesar de lo mencionado en el punto anterior, no hay que olvidar que la pervivencia de la normativa nacional junto con la de la Unión Europea, las limitaciones impuestas por cada país para la atribución de competencias

---

garantizar que se den a los supervisores las competencias necesarias para desarrollar sus cometidos".

[278] LIDÓN LARA ORTIZ, M., "Régimen sancionador por incumplimiento de las normas de conducta protectoras del inversor", en BELANDO GARÍN, B. (Dir.), *Potestad sancionadora y MiFID II,* Thomson Reuters, Pamplona, 2019, pp. 84-85.

sancionadoras a los órganos europeos, incluido el Banco Central Europeo, así como la propia coexistencia de dicho Banco Central con los de su mismo rango en cada nación, da como resultado un marco absolutamente enmarañado para que el supervisor europeo pueda ejercer su potestad sancionadora.

De ahí que para evitar solapamientos entre los distintos organismos a la hora de ejecutar sanciones por diversos incumplimientos, se ha procedido a un severo deslinde de las atribuciones que cada organismo tiene en su ámbito[279].

Respecto del Banco Central Europeo, que es el tema que nos ocupa en este punto, destacaremos que los tratados de la Unión no le atribuyen una competencia de índole general y discrecional para la imposición de dichas sanciones [280]. Adicionalmente, el poder punitivo del Banco Central queda limitado al ámbito de las personas jurídicas y al carácter pecuniario de las penas, las que sólo serán procedentes en caso de que la infracción por parte de la entidad correspondiente haya sido sobre un mandato dictado por el propio Banco Central Europeo. Además, sólo podrá operar dentro del ámbito de la supervisión prudencial y no sobre otro distinto a éste[281]. Respecto de la supervisión prudencial, aplicarían normas como el Reglamento CE 2157/1999, de 23 de septiembre, que regula las competencias del Banco Central Europeo para imponer sanciones. También resulta pertinente mencionar la Decisión 2014/360/UE, de 14 de abril, en la que se establece el Comité Administrativo de Revisión y sus normas de funcionamiento. No menos

---

[279] ESTEBAN RÍOS, J. "La imposición de sanciones por parte del Banco Central Europeo y de las autoridades nacionales en el marco del Mecanismo Único de Supervisión: un enrevesado reparto competencial", en BELANDO GARÍN, B. (Dir.), *Potestad sancionadora y MiFID II,* Thomson Reuters Pamplona, 2019, pp. 146-147.

[280] GÖTZ, MARTIN, R., y TRÖGER TOBÍAS, H. *Fines for misconduct of the banking sector, what is the situation in the EU?* Parlamento Europeo, Bruselas, 2017, p. 9.

[281] Artículos 132.3 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europeo (TFUE), así como el art. 34.3 del Protocolo número 4, anexo al Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. Estas dos normas se vehicularán a través del artículo 129.4 del mismo Tratado que se refiere al procedimiento legislativo especial.

importante es la Decisión 2014/723/UE, de 17 de septiembre, por la que se aplica la separación entre política monetaria y supervisión (BCE/2014/39).

El Banco Central Europeo carecerá de competencias sobre temas que no abarquen la supervisión prudencial, como se ha dicho anteriormente. De este modo, podríamos mencionar conductas tales como la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales, la financiación del terrorismo o la vigilancia de los sistemas de pago. Tampoco podrá imponer su poder punitivo sobre los operadores que no encajen *strictu sensu* con la definición de entidad de crédito acuñada por las directrices de la Unión. Éstos serán los establecimientos financieros de crédito, las entidades de pago, las entidades de dinero electrónico, las sociedades de garantía recíproca, o las sociedades de tasación y las fundaciones bancarias[282]

[282] ESTEBAN RÍOS, J. "La imposición de sanciones por parte del Banco Central Europeo y de las autoridades nacionales en el marco del Mecanismo Único de Supervisión: un enrevesado reparto competencial", *op. cit*., p. 154.

V – PARÁMETROS Y OBJETIVOS DE LA UNIÓN BANCARIA EUROPEA Y SUS CONSECUENCIAS EN ESPAÑA Y EN EL DERECHO COMPARADO

V. PARÁMETROS Y OBJETIVOS DE LA UNIÓN BANCARIA EUROPEA Y SUS CONSECUENCIAS EN ESPAÑA Y EN EL DERECHO COMPARADO.

5.1. BREVE INTRODUCCIÓN: CUESTIONES RELATIVAS A LA AUTORREGULACIÓN EN NUESTRO PAÍS

Como consecuencia de la crisis acaecida en la década 2007-2017, que golpeó de manera contundente las estructuras jurídico-financieras españolas y mundiales, y previa a la reacción de la Unión Europea para dar una respuesta jurídica a esta situación, a través de una ingente batería normativa, y la posterior trasposición de la misma, por parte de cada país, a través de sus organismos reguladores, en España se tendió a un movimiento autorregulatorio en cuestiones de normativa interna empresarial[283].

Hay muchos factores en nuestro derecho que contribuyen a establecer determinado tipo de regulación en nuestro ordenamiento jurídico, si bien la normativa establecida resulta difícil de explicar si pasamos por alto la profunda huella que dicha autorregulación empresarial ha dejado en las diversas áreas jurídicas, incluyendo el ámbito penal en nuestra legislación[284].

Según Banacloche Palao, Zarzalejos Nieto y Gómez-Jara Díez[285], ciertas circunstancias que atenúan la responsabilidad penal de las personas jurídicas y el régimen de penas interdictivas, como son la autonomía de la responsabilidad de

---

[283] GÓMEZ-JARA DÍEZ, C., *La culpabilidad penal de la empresa,* Marcial Pons, Madrid, 2005, pp. 262 y ss.

[284] BANACLOCHE PALAO, J./ ZARZALEJOS NIETO, J./ GÓMEZ-JARA DÍEZ, C., *Responsabilidad penal de las personas jurídicas. Aspectos substantivos y procesales,* La Ley, Madrid, 2011, p. 27.

[285] BANACLOCHE PALAO, J./ ZARZALEJOS NIETO, J./ GÓMEZ-JARA DÍEZ, C., Responsabilidad penal de las personas jurídicas. Aspectos substantivos y procesales, op. cit, p. 27.

las personas jurídicas, tanto en su ámbito de la persecución como en el de la culpabilidad, admitirán una mejor comprensión a la hora de revisar el marco que se genera por la autorregulación empresarial en estos tiempos.

Según la doctrina, el origen del movimiento autorregulador que hemos mencionado tiene una estrecha vinculación con lo que se llama crisis del Estado de Bienestar, que se empezó a ver comprometido a raíz de las medidas autorregulatorias adoptadas previamente a la batería de medidas que posteriormente empezarían a llegar desde los organismos de control europeos y que se desarrollan en epígrafes posteriores.

Ante una situación tan anómala y compleja, los organismos responsables de nuestro país tomaron una serie de medidas que a la postre se vieron no sólo insuficientes sino igualmente ineficaces. Algunas de estas medidas fueron, por ejemplo, planes de inversión realizados a lo largo y ancho de nuestro país cuyo origen monetario era dinero público, con lo cual lo único que se consiguió fue ahondar más en un déficit público, ya de por sí notorio. El informe Anual del Banco de España del año 2008 reflejaba que éste era del 268% superior al PIB, lo que en euros se traducía en 2,8 billones de euros de déficit público.

Posteriormente a esta expansión se tomó otra medida cuando se vio que la anterior era ineficaz y que sólo nos comprometía a más para con nuestros acreedores. Ésta fue un recorte drástico del gasto público. Tras esta medida también se creó un organismo llamado FLA, cuyo acrónimo responde al nombre de Fondo de Liquidez Autonómico. Este organismo estaba gestionado por el Instituto de Crédito Oficial (ICO). Su misión era dotar de liquidez a aquellas comunidades autónomas que no podían responder específicamente de los pagos a proveedores por la falta de control presupuestario al que habían estado sometidas.

Finalmente actuó Europa y a través de un Memorandum of Understanding (MOU) se empezaron a reflejar los diferentes mecanismos europeos de estabilidad.

Lo anteriormente expuesto fue alcanzando un alto nivel de complejidad debido a que, como hemos mencionado anteriormente, se trataba de una situación totalmente novedosa y la legislación que fue llegando paulatinamente desde los organismos europeos hubo de acomodarse a cada realidad nacional.

5.2. LA CONSTRUCCIÓN DE LA UNIÓN BANCARIA EUROPEA

La crisis acaecida desde finales del año 2007, que se extendió hasta el año 2017, se produjo a pesar de la normativa comunitaria existente, la cual estaba suficientemente armonizada, y a pesar tanto de los distintos supervisores macro prudenciales [286] como de los distintos reguladores que se encargaban de la coordinación en materia de supervisión de las distintas entidades en cada país.

En ese momento las fuentes de las que bebía el derecho bancario nos remitían a la Ley 26/1988 de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito, actualmente ya derogada y sustituida por la Ley 10/2014 de 26 de junio de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito, la cual regula la sujeción a normas conciliadoras de la actividad bancaria en sí misma, y su función fundamental que es la concesión de crédito responsable y en condiciones competitivas. De igual manera, la Ley 10/2014 derogó el Real Decreto Legislativo, 1298/1986 de 28 de junio sobre adaptación del derecho vigente en materia de entidades de crédito al de las Comunidades Europeas; Respecto a la Ley 3/1994 de 14 de abril, sobre la adaptación de la legislación española en materia de entidades de crédito a la segunda Directiva de Coordinación Bancaria, sigue en vigor. La Ley 13/1985 de 25 de mayo, de coeficiente de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros. Otra Ley 5/2005, de 22 de abril sobre la supervisión de los conglomerados financieros. Un Real Decreto 1332/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 5/2005 de 5 de abril de

---

[286] La supervisión financiera macroprudencial es aquella que, en lugar de concentrarse únicamente en la evaluación de cada entidad financiera supervisada, examina los riesgos potenciales a nivel del sistema financiero (riesgo sistémico), y trata de prevenir que estos empeoren, o de mitigar sus consecuencias si se realizan.

El término macroprudencial data de los años 70 cuando se publica en los documentos del Comittee on Banking Regulations and Supervisory Practices, Comité Cooke, que fue el precursor del Comité de Basilea de Supervisión Bancaria. El Comittee on Banking Regulations and Supervisory Practices es también conocido como Comité Cooke por el nombre del primer presidente del Banco de Inglaterra, Peter Cooke.

supervisión de los conglomerados financieros y por la que se modifican otras leyes del sector financiero. Por último, destacar que el Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, referente a los recursos propios de las entidades financieras, fue derogado por el Real Decreto 84/2015 de 13 de febrero por el que se desarrolló la Ley anteriormente citada, 10/2014 de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito. A través de toda esta legislación el objetivo que se ha ido persiguiendo hasta el día de hoy es lo que se ha llamado en jerga "unión bancaria"[287], cuyo objetivo, en los casos de las entidades de carácter sistémico, es la consecución de su reflotamiento o liquidación de manera ordenada.

Por tanto, el objetivo de esta Unión Bancaria busca en los casos de las entidades de carácter sistémico puedan ser reflotadas o liquidadas de manera ordenada, a través de un sistema de supervisión para todos los estados cuyo moneda es el euro y ampliando las posibilidades a otros que libremente quieran adherirse[288].

El Banco Central Europeo se erige como supervisor de solvencia de las entidades en la zona euro, lo cual supone que esta actitud no sea neutral desde el punto de vista jurídico ya que se consagra como una política monetaria que va

[287] La crisis ha puesto de manifiesto la necesidad de mejorar la arquitectura institucional de carácter económico en la zona euro. Se revisa el Pacto de Estabilidad y Crecimiento dotándolo de nuevas reglas de gasto y reducción de deuda. También nuevos mecanismos sancionadores. Se faculta a la Comisión Europea para el diseño de presupuestos nacionales y se introduce un Tratado de Estabilidad. Se crea el Fiscal Compact, que es un tratado de estabilidad, coordinación y gobernanza de carácter intergubernamental. Se crean el Mecanismo Único de Supervisión (MUS), el Mecanismo Único de Resolución (MUR) y el Fondo Único de Resolución (FUR), establecido éste último por un Reglamento 806/2014, Reglamento del Mecanismo Único de Resolución.

[288] GARCÍA-ÁLVAREZ, G., "La construcción de una Unión Bancaria Europea: la Autoridad Bancaria Europea, la supervisión prudencial del Banco Central Europeo y el futuro Mecanismo Único de Resolución", en *La reforma bancaria en la Unión Europea y España*, TEJEDOR BIELSA, J. C. / FERNÁNDEZ TORRES, I. (coord.), Thomson Reuters, Pamplona, 2014, p. 75.

encaminada a la búsqueda de la estabilidad de los precios en los diferentes países de la zona euro[289].

Dentro del ámbito bancario es importante hacer referencia al Comité Europeo de Supervisores Bancarios, CEBS (CSBE, Committee of European Banking Supervisors), que se crea en el año 2004, y que es un órgano de autoridades micro y macro prudenciales en el que en uno de sus niveles se incluye la Junta Europea de Riesgo Sistémico cuya misión es garantizar la supervisión financiera de manera uniforme y coherente para los países pertenecientes a la unión bancaria. Su base jurídica descansa sobre los artículos 114 y 127 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE)

Además nos encontramos con las Autoridades Europeas de Supervisión que son tres: la Autoridad Bancaria Europea, que es una autoridad independiente, cuyo objetivo primordial es mantener la estabilidad financiera dentro de los límites de la Unión Europea y velar por la eficiencia y correcto funcionamiento del sector bancario. Este cometido lo desempeña a través de la creación de guías y normativa técnica vinculante.

La segunda Autoridad Europea de Supervisión es la Autoridad Europea de Valores y Mercados que responde a ESMA, en sus siglas en inglés, correspondientes a European Securities and Markets Authority, creada por el Reglamento de la UE nº 1095/2010, del Parlamento Europeo y del Consejo ha sustituido al Comité Europeo de Valores (CESR) con fecha 1 de enero del 2011.

A diferencia de las Autoridades Bancarias y de Seguros, la ESMA tiene atribuciones de facultades de supervisión directa con cuya contribución se converge a nivel supervisor, tales como creación y llevanza de bases de datos, control de las actividades financieras nuevas y existentes, formulación de advertencias en el caso de amenaza grave, creación de un Comité sobre innovación

---

[289] GARCÍA-ÁLVAREZ, G., "La construcción de una Unión Bancaria Europea…," *op. cit.*, p. 75.

en materia financiera, así como la prohibición o restricción temporal de determinadas actividades en situaciones de emergencia.

Por último, la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación, cuyas siglas en inglés, EIOPA, responden a European Insurance and Occupational Pensions Authority, que mediante el Reglamento de la UE 1094/2010[290], reemplazó al Comité de Supervisores Europeos de Seguros y Planes de Pensiones (CEIOPS, Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors).

De esta manera queda así consagrado un sistema de supervisión de carácter macro prudencial que se apoya en los tres ejes de tres sectores fundamentales para la economía del estado como son el financiero, el bancario y el sector de los seguros, afectando a las operaciones, a las técnicas de contratación, a los objetos y productos de contratación, típicos de cada uno. Esto ha sido considerado de una congruencia absoluta respecto de la estructura normativa jurídica en el derecho comunitario[291].

Ya venía advirtiendo una gran parte de la doctrina existente acerca de la necesidad de una mayor integración bancaria en Europa, y no sólo de dicha integración sino también en lo concerniente a la supervisión de dichas entidades con carácter transnacional[292].

5.3. REESTRUCTURACIÓN ORDENADA BANCARIA

El mecanismo de reestructuración ordenada bancaria asienta sus orígenes en la crisis del año 1977 a 1985 en la que se tuvo que crear un fondo que garantizase los depósitos de los impositores en los establecimientos bancarios. Este fondo se creó a través de un Real Decreto de 11 de noviembre de 1977, al que hubo que

---

[290] Regulation (Eu) No 1094/2010, of The European Parliament and Of the Council Of 24 November 2010

[291] TAPIA HERMIDA, A. J., "El sistema europeo de supervisión financiera", *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 121, 2011, pp. 9-59.

[292] DERMINE, J., "European Banking Integration: don´t put the cart before the horses", *Financial Markets, Institutions and Instruments*, 2006, *15*(2), pp. 57 y ss.

modificar su personalidad jurídica en un breve espacio de tiempo para adicionarle nuevas funciones sobre las que ya pregonaba su propia denominación. Estas nuevas funciones consistían en el salvamento de la entidad bancaria dañada.

El mecanismo ha perdurado hasta nuestros tiempos ya que su conformación fue adecuada para poder hacer frente a circunstancias futuras[293]. El fondo al que nos estamos refiriendo sigue en vigor, aunque remodelado por un Real Decreto Ley 16/2011 de 14 de octubre. Posteriormente se modificó la Ley de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito de 29 de julio de 1988 cuyo fin era la supervisión de las entidades de crédito, específicamente para que éstas reforzaran su capital (tier 1 o cet 1)[294] Esta última regulación fracasó.

Nuevamente el regulador tuvo que acudir al punto de partida con un nuevo organismo de intervención regulado por una Ley 9/2012 de 14 de noviembre de Reestructuración y Resolución de Entidades de Créditos que ha estabilizado y sistematizado ya de manera definitiva y hasta nuestros días las respuestas que se han producido en las diversas financieras acaecidas en nuestro sistema hasta el día de hoy.

La Ley 9/2012, de 14 de noviembre, sobre reestructuración y resolución de entidades de crédito, ejerce sus funciones dentro de un marco de procesos de reestructuración ordenada bancaria como su propio nombre indica, dentro de circunstancias que permiten detectar la inviabilidad de las entidades, si bien tal inviabilidad puede ser transitoria o definitiva. La misión de esta ley es intentar

---

[293] RAMÓN FERNÁNDEZ, T., "El Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria: naturaleza, estructura y régimen jurídico", en La reforma bancaria en la Unión Europea y España, TEJEDOR BIELSA, J. C. / FERNÁNDEZ TORRES, I. (coord.), Thomson Reuters, Pamplona, 2014, p. 28.

[294] "Tier 1" en el mundo financiero hace referencia a la capacidad que tiene una entidad de absorver pérdidas y seguir manteniendo la estabilidad financiera. La forma de calcularlo es dividiendo el capital básico del banco entre los activos que tiene ponderados por máximo riesgo. Este capital está compuesto principalmente por las acciones ordinarias y las reservas de la entidad que no han sido distribuidas. Uno de los sentidos de este tipo de capital es la protección de los depositantes. La diferencia del "tier 1" con el "cet 1" es que el capital cet 1 proporciona una evaluación más completa de la estabilidad financiera de la entidad ya que el tier 1 no tiene en cuenta el riesgo de determinados activos de la entidad.

ayudar a superar dicha inviabilidad de cualquiera de las maneras recogidas en sus disposiciones generales.

Por eso, en su artículo 2, y como expondremos a continuación, enumera las distintas relaciones de continuidad, aplicables a las entidades en problemas y, a su vez, poder evitar la mayor parte de los efectos colaterales para el resto del sistema financiero.

Según la Ley 9/2012, en su artículo 2.1.b), se entiende por reestructuración "el procedimiento aplicable a una entidad de crédito cuando, de conformidad con lo previsto en el capítulo III, requiera apoyo financiero público para garantizar su viabilidad y resulte previsible que dicho apoyo será reembolsado o recuperado de acuerdo con lo previsto en el capítulo V, o cuando no pudiera llevarse a cabo su resolución sin efectos gravemente perjudiciales para la estabilidad del sistema financiero".

La entrada en vigor en el ordenamiento español del sistema de reestructuración bancaria se ha hecho a través de un organismo llamado Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) que nació a partir del Real Decreto-ley 9/2009, de 26 de junio, sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito. El modelo de reestructuración bancaria propuesto se articulaba en torno a los tres Fondos de Garantía de Depósitos en Entidades de Crédito, y a la utilización de una nueva institución creada al efecto, el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria, cuyo marco general de resolución está contenido en la Ley 11/2015, de 18 de junio de 2015, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión. El régimen que establece esta Ley es de carácter administrativo de especial y compleja actuación con el cual se procura la mayor celeridad a la hora de intervenir una entidad con el matiz importante de que siempre se hará en aras de la consecución de la continuidad de las funciones de dicha entidad para así minimizar el impacto de una posible inviabilidad para el sistema financiero al que pertenece y sus recursos públicos[295].

En el apartado 2 del artículo 52 de la Ley 9/2012, se define al FROB como una entidad de derecho público con personalidad jurídica propia y con plena capacidad

[295] URÍA MENÉNDEZ, F., *Código de Unión Bancaria.* Aranzadi, Cizur Menor, 2016, p. 1246.

pública y privada para el correcto desarrollo de sus fines, los cuales llevará a cabo en consonancia con lo establecido en dicha Ley. Por tanto, se puede decir que es un organismo que fue diseñado con una ley de carácter singular, diversa a la de los demás organismos de carácter público, cuya normativa ha sido diseñada ad hoc para este organismo. En palabras del profesor García Trevijano Fos nos encontramos ante un órgano bifronte[296].

En cuanto a su régimen fiscal, es el mismo que el del Fondo de Garantía de Depósitos en Entidades de Crédito y resultaría, por tanto, exento de impuestos indirectos que se devenguen por su razón de su funcionamiento, así como estaría exento del impuesto de Sociedades[297].

Todos los procedimientos que se mencionan en este capítulo (reestructuración, supervisión, resolución, actuación temprana, etc.), buscan un objetivo común que es garantizar la continuidad de las funciones de carácter esencial en una entidad de crédito, al igual que la preservación de la estabilidad financiera a través del aseguramiento de la viabilidad a largo plazo de las entidades que operan en la zona euro. Alguno de los objetivos comunes que persiguen los procesos de una reestructuración y resolución bancaria, son los siguientes[298]: el aseguramiento de la continuidad de las actividades propias de las entidades y cuya interrupción provocaría una perturbación en el sistema financiero y en sus servicios de importancia sistémica alterando los sistemas de pago compensación y liquidación; mantenimiento de la disciplina en los mercados a través del aseguramiento en la utilización eficiente de los recursos público, lo cual, además, haría que se utilizaran de forma mínima los apoyos financieros de carácter público;

---

[296] RAMÓN FERNÁNDEZ, T., "El Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria: naturaleza, estructura y régimen jurídico, *op. cit*., p. 28.

[297] Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., El Fondo de Garantías de Depósitos Bancarios, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil,* 1981 (1), pp. 11 y ss.

[298] URÍA FERNÁNDEZ, F., *La resolución de las crisis bancarias II*. Material CUNEF, material inédito, 2013.

la protección de los depositantes a través del Fondo de Garantía de Depósitos de la propia entidad; por último, la protección de los fondos de carácter reembolsables y otros activos de las distintas entidades de crédito.

En cuanto a los principios comunes que unen este tipo de procedimientos, los describimos a continuación[299]: el burden sharing (o compartir las pérdidas) significa que los accionistas, cuotapartícipes o socios de las entidades de crédito serán los primeros en soportar las pérdidas de dicha entidad. Por supuesto el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria no estará incluido entre los anteriores. Los acreedores subordinados[300] de la entidad soportarán las pérdidas que se deriven de la reestructuración o resolución, tras los accionistas y los cuotapartícipes. Otro de los principios, según lo dispuesto en la Ley 9/2012 de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, es que los acreedores del mismo rango serán tratados de forma equivalente. Otro de los principios indica que ningún de los acreedores soportará más deuda que la que le corresponda en caso de liquidación de la entidad en un procedimiento concursal. Por último, los administradores de dichas entidades en caso de resolución serán cesados y responderán de los daños y perjuicios causados a la entidad en proporción a su participación y a la gravedad de los hechos, con su patrimonio personal.

El Régimen de Resolución de Entidades de Crédito llega para fusionar tanto las funciones supervisoras como las resolutorias en un mismo acto. Por tanto, conviene destacar, como hemos mencionado anteriormente que el interés de los

---

[299] URÍA FERNÁNDEZ, F., La resolución de las crisis bancarias II, op. cit.

[300] Los acreedores subordinados son los que soportan créditos comunicados fuera de plazo a una posible administración concursal. Además, son los que por un pacto contractual tengan carácter de subordinados, los créditos por intereses de cualquier clase, es decir, los créditos moratorios, los derivados de multas o de más sanciones pecuniarias, los de las personas relacionadas con el deudor, excepto los asalariados.

Si el deudor fuese persona jurídica el acreedor subordinado soportaría las deudas de los socios, los de aquéllos que a la hora del nacimiento de los créditos fuesen titulares de un 5% del capital social, las deudas de las sociedades pertenecientes al mismo grupo y, por último, las de los administradores de hecho o de derecho, así como liquidadores y apoderados de la sociedad.

órganos supervisores es la continuidad de la entidad a pesar de su envergadura y evitar así lo que en jerga se ha denominado *too big to fail* ("demasiado grande para quebrar"). El FROB tendrá asignadas funciones de resolución en fase ejecutiva, mientras que serán el Banco de España y la Comisión Nacional del Mercado de Valores las que ostentarán las mismas funciones, pero en su fase preventiva. No hay que pasar por alto que los propios directivos de las entidades vigilarán de cerca para poder acometer una actuación temprana sobre una entidad y dedicar sus esfuerzos y atenciones a garantizar que, si dicha entidad tuviera que ser resuelta se hiciera con menor impacto posible, no sólo para los propios accionistas sino también para el propio sistema financiero.

La reestructuración de una entidad será viable cuando requiera un apoyo financiero de carácter público para la continuidad de sus operaciones y se presuma que la inyección económica será reembolsada en los plazos previstos o, de otra manera, cuando los requisitos anteriormente expuestos no se cumplan, pero los efectos de la disolución puedan ser tan grandes que se barrunte un daño incalculable para el propio sistema financiero.

5.4. CRISIS FINANCIERA Y SUPERVISIÓN

A raíz de toda la problemática de carácter jurídico-financiero surgida de la gran crisis que comenzó en el año 2007 (aunque en el sistema financiero español su repercusión empezó a ser evidente en el cuarto trimestre del año 2008) afectando primeramente al ámbito hipotecario (recordemos su origen en EE.UU con el estallido de la burbuja hipotecaria sub-prime) para extenderse posteriormente a todos los ámbitos de las diversas economías de cada país, han ido surgiendo nuevas medidas de carácter prudencial que afectan al conjunto de nuestro organigrama jurídico-financiero y a casi todos los agentes que en él actúan.

Para hacer una distinción clara entre el principio de la crisis financiera y la situación posterior, distinguiremos en el mercado financiero un mercado de bienes y servicios por su objeto, es decir, por el dinero, y otro que abarca el mercado de crédito y el de valores. En el mercado de valores la función del intermediario es vital. Dicho esto, adelantaremos que la crisis a nivel global que se dejó sentir en la eurozona comenzó a dar síntomas en el verano del año 2007, debido al fenómeno de las hipotecas subprime o sin garantía que se concedieron en Estados Unidos.

Destacaremos que la crisis, según una gran mayoría de expertos, acaeció por varios factores, entre ellos, la relajación de la política monetaria, desregulación normativa y, por último, la innovación financiera. La crisis económica del año 2007 siguió a otra tecnológica acaecida a principios de la década 2000.

La crisis en la zona euro se cebó específicamente con los países periféricos, teniendo que rescatar a Grecia, Irlanda, Portugal y Chipre. En España se materializó a través de un estallido de la burbuja inmobiliaria. La extrema facilidad en el acceso al crédito ocasionó, según datos de Eurostat, que casi el 85% de las familias españolas accediese al crédito para convertirse en propietarias de un inmueble[301]. Con el paso del tiempo se endurecieron las condiciones de financiación ocasionando una fuerte caída y pérdidas impensables para todos los implicados, incluyendo las entidades financieras. En el caso específico de España, las Cajas de Ahorro desaparecieron y muchas entidades fueron intervenidas por el Estado. La respuesta a nivel jurídico internacional fue la proposición de la unión bancaria.

Adicionalmente, no sólo el ámbito inmobiliario se vio comprometido, sino que las entidades a través de una mala praxis en la comercialización de productos bancarios muy complejos comprometieron a centenares de miles de clientes que no presentaban un perfil idóneo ni competente para acometer este tipo de inversiones.

A nivel global se implantaron medidas del tipo reforzamiento de los niveles de solvencia de las entidades y una hiperregulación jurídica frente a la desregulación que existía previa a dicha crisis. Por mencionar una medida concreta, se obligó a las entidades a través de la Directiva 2014/65, MiFID II, a separar la actividad bancaria de la actividad comercializadora de productos bancarios de carácter complejo. Incluso en algunos países se nacionalizaron ciertas entidades, como en España ocurrió con BFA Bankia. Otras medidas contempladas en los acuerdos de Basilea III fueron el reforzamiento de los requisitos de capital mínimo por riesgo para todas las entidades financieras.

La Unión Europea a través de un grupo de expertos que presidió el Gobernador de turno del Banco Central de Finlandia, Erkki Liikanen, publicó un informe, Informe Liikanen, con múltiples iniciativas tendentes a paliar la problemática que se había generado a raíz de la crisis financiera.

---

[301] URÍA MENÉNDEZ, F., Código de Unión Bancaria, op. cit., p. 21.

A modo de conclusión diremos que fue una gran recesión y que de no haberse adoptado una gran batería de medidas tanto a nivel nacional como internacional el sistema financiero hubiese colapsado.

5.4.1. Aspectos generales de la supervisión

En nuestro sistema financiero se pueden distinguir tres sectores de actividad sujeta a supervisión, de los cuales uno tiene el carácter sistémico más marcado, siendo este sobre el que ha recaído gran parte de la problemática financiera. Nos referimos al Sistema Bancario. Los dos restantes estarían constituidos por el Sistema de Seguros y el Mercado de Valores.

Los fundamentos sobre los que se cimenta esta supervisión en nuestro país, al igual que en el resto de países de nuestro entorno europeo, son de diversa índole. Por mencionar alguno de esos fundamentos, hablaremos de la transcendencia que puede tener para la economía del país el sector supervisado. También de otro de carácter micro prudencial, de gran relevancia, ya que es el motivo que se ocupa de la intermediación para canalizar el ahorro hacia la inversión. Como tercer fundamento destacaremos uno de carácter macroprudencial, muy importante a la hora de proyectar una imagen hacia el exterior como la de estabilidad financiera, que deriva de un sistema financiero bien gestionado y solvente.

Fusionando los dos últimos fundamentos en un único concepto, hablaríamos de la elusión de la quiebra de la confianza en el sistema financiero de una nación.

Según Jacques de Larosière, antiguo gobernador del Banco de Francia, en su informe[302] que dirigió a la Comisión Europea, ya abogaba por la creación de una Junta Supervisora del Riesgo Sistémico. En dicho informe, enunciaba una serie de conceptos en los que definía los orígenes de las crisis financieras, con el objeto de que éstas fueran evitadas por los Estados miembros. Algunos de estos conceptos son deficiencias evidentes y patentes en la regulación y supervisión de las diversas actividades sujetas a dicha supervisión, evidentes desequilibrios macroeconómicos, políticas monetarias laxas que, en ocasiones, llevan a un exceso

[302] FIELD, L., y PÉREZ, D., "El informe del grupo de alto nivel sobre supervisión financiera en la UE: el informe Larosière", *Revista Estabilidad Financiera*, 2009 (*16*), pp. 43-62.

de liquidez a nivel mundial ocasionando disfunciones como las que tratamos en esta tesis a la hora de la venta de determinados activos financieros.

También, en dicho informe, se enuncian otro tipo de recomendaciones para poder eludir las situaciones de crisis financieras de carácter grave, como pueden ser la implementación de la calidad y la cantidad de los recursos propios de las entidades financieras, la implementación de nuevas normativas que vayan encaminadas a evitar los efectos que agravan las recesiones derivados de políticas monetarias muy agresivas, las cuales fomentan la expansión perniciosa de los efectos destructivos para la economía; ejemplo de esto último sería la reducción drástica del consumo que dirige indefectiblemente a una recesión, agravando así los efectos negativos del ciclo productivo, lo que podemos llamar el fenómeno de la prociclicidad; la armonización de la legislación bancaria a nivel europeo de igual manera que la extensión de la regulación.

De igual manera, sería recomendable extender la regulación a determinados vehículos de inversión que comercian con productos financieros complejos, como son los hedge funds o fondos de cobertura.

Serían los órganos supervisores los que tendrían que haber regulado más concienzudamente el tráfico financiero, en todos sus aspectos, incluido la comercialización de productos derivados complejos y con ello, haber evitado la crisis financiera que, acaecida en el 2007, que se convirtió, en los años sucesivos, en una de las más devastadoras de los últimos 60 años y que se ha extendido prácticamente hasta nuestros días.

5.4.2. Órganos supervisores a nivel nacional: España

Aunque son tres los órganos encargados de la supervisión a nivel nacional, La Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, La Comisión Nacional del Mercado de Valores y el Banco de España, será en éste último sobre el que profundizaremos, ya que es el encargado de la supervisión de las entidades financieras a nivel comercial o retail, abarcando, dentro de esta categoría, la venta de productos complejos a clientes minoristas, que es sobre lo que versa el tema de nuestra tesis doctoral, si bien es cierto que la Comisión Nacional del Mercado de Valores también regula las entidades financieras y de crédito pero en su vertiente de operadores en los Mercados de Valores.

En primer lugar, subrayaríamos que los derivados y su irregular utilización en nuestro país no alcanzaron en el conjunto de nuestro sistema jurídico ni la dimensión ni los efectos lesivos que se pusieron de manifiesto en la crisis de otros países como, por ejemplo, el norteamericano, ya que en los países de corte anglosajón el sistema inversor está más enfocado al sistema financiero, y, sin embargo, en España tuvo una dimensión más de carácter inmobiliario. No obstante, y para la crisis estrictamente de carácter financiero en nuestro país y otros países de nuestro entorno la reacción europea para acotar los daños se basó en los principios inspiradores de la ley *Dodd-Frank*[303], tratando sobre todo de dotar a los derivados de un marco normativo adecuado a partir de su consideración como instrumento financiero complejo y adoptar las medidas correspondientes a esa naturaleza. Medidas que se orientan hacia la tutela de los inversores (información apropiada, información comprensible), pero también hacia la garantía de la solvencia de los intermediarios.

En Europa fue la creación de la ESMA[304], Autoridad Europea de los Mercados de Valores, la que se empezó a ocupar del seguimiento y desarrollo de los mercados

---

[303] Ley *D*odd-Frank, Ley de Reforma de Wall Street y Protección al Consumidor Dodd-Frank. Es una ley que firmó el Presidente Barak Obama el día 21 de julio del año 2010, y que promueve la estabilidad financiera de los Estados Unidos de América, a través de la transparencia y estabilidad del sistema financiero dividiendo las funciones de la banca comercial norteamericana por un lado en banca retail o comercial, estrictamente entendida, y por otro, en banca de inversión.

A través de esta ley se procura proteger a los contribuyentes norteamericanos de los costes de un eventual rescate financiero a las entidades y, de igual manera, se abunda en la protección de los consumidores respecto de las prácticas abusivas en créditos, préstamos e hipotecas.

Por último, hay que mencionar que la ley fue propuesta por Barney Frank y Chris Dodd.

[304] ESMA, Autoridad Europea del Mercado de Valores (European Security Market Authority), creada por un Reglamento de la Unión Europea 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, que vino a sustituir al Comité Europeo de Valores (CESR) el 1 de enero del 2011. Entre sus atribuciones se encuentra la supervisión directa que contribuye con la convergencia supervisora a la creación y llevanza de bases de datos, control de las

europeos. Si bien es cierto que la desregulación imperante en Estados Unidos con respecto a los derivados chocaba con la de mayor rigor en Europa, basta con reiterar la inclusión de los derivados en el ámbito de aplicación que delimitó en 2007 la reforma del artículo 2 de la Ley del Mercado de Valores[305].

El Banco de España fundamenta sus pilares normativos en el campo de la supervisión a entidades financieras y de crédito sobre la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito y la Ley 13/1994 de Autonomía del Banco de España. Dentro de las competencias supervisoras que se le atribuyen, destacaremos como más relevantes, por ser las más específicas dentro del tema que nos atañe, la supervisión macroprudencial, encargada de promover el buen funcionamiento y la estabilidad del Sistema Financiero, el control de la transparencia y publicidad de los productos y servicios financieros, el control de solvencia, actuación y cumplimiento normativo o Compliance.

Fue la ausencia o la aplicación laxa de estas funciones supervisoras, la que llevó al colapso de algunas entidades financieras y de crédito y a ocasionar numerosas dificultades financieras a la inmensa mayoría de su clientela minorista o retail.

Una de las consecuencias derivadas de la falta de previsión del riesgo que conllevaban esas operaciones tanto para el cliente como para la entidad, fue la colocación de las entidades en una situación de mínima solvencia e, incluso, de insolvencia total como se ha visto en multitud de casos.

Según el grado de riesgo al que se enfrenta una entidad financiera, podemos encontrar tres tipos de perfiles o situaciones diferentes:

- Perfil bajo o medio-bajo: nos indica que el riesgo de tener problemas de solvencia es mínimo, por lo que una entidad con este tipo de perfil nos

---

actividades financieras existentes y las de nueva creación, formulación de advertencias o creación de comités sobre innovación fianciera, así como otras muchas atribuciones. También emite guías y recomendaciones dirigidas a las autoridades competentes específicas de cada país para la toma de decisiones de éstas. Tiene su sede en París y está formada por una Junta de supervisores compuesta por las autoridades nacionales en materia financiera de cada estado miembro de la Unión.

[305] CAZORLA GONZÁLEZ-SERRANO, L. "El contrato de Swap o permuta financiera", *op. cit*., pp. 427-428.

indica un buen gobierno corporativo y un adecuado sistema de gestión y control interno, perfectamente sincronizado con la actividad que desarrolla. Este tipo de entidad carece de una concentración en negocios concretos, es decir, está muy diversificada y su balance no muestra debilidad ni en la partida de liquidez ni en la partida de rentabilidad.

- Perfil medio-alto: este tipo de entidades podrán tener dificultades en un futuro no muy lejano, siendo esta probabilidad muy apreciable por los órganos supervisores. Se observarán deficiencias tanto en su gobierno interno como en su sistema de gestión y control en la práctica de las actividades que desarrolla. Sin embargo, en este caso concreto, la entidad tampoco estará muy concentrada en determinados negocios y su situación en balance o cuenta de resultados no mostrará importantes debilidades de liquidez y rentabilidad.
- Perfil alto: dentro de este grupo podemos encontrar aquellas entidades que presentan un riesgo estentóreo en un futuro inmediato. Presentarán deficiencias evidentes en su gobierno corporativo y en su sistema de gestión de las actividades que desarrollan. En estos casos, las entidades presentarán una concentración muy alta en determinados sectores de negocio y su situación financiera, es decir, en su balance o cuenta de resultados, mostrarán importantes debilidades de carácter estructural, que se verán reflejadas en su partida de liquidez y rentabilidad.

5.4.3. Órganos supervisores a nivel supranacional: Europa

Antes de mencionar los distintos órganos supervisores que podemos encontrarnos a nivel Europeo, debemos tener en cuenta que el fundamento de las competencias de la Unión Europea se asienta en las diferentes atribuciones que los estados miembros de dicha unión realizan en favor de ésta a través de los diferentes Tratados, por lo que es importante tener en cuenta que la Unión Europea en sí misma carece de competencias propias u originarias siendo las que ostenta ésta, por el contrario, competencias derivadas.

Para entender el marco general de las competencias de la Unión Europea, lo debemos abordar desde las premisas básicas de la propia naturaleza del sistema

jurídico-político europeo, poner de manifiesto que es una organización internacional de carácter intergubernamental y remarcar que la Unión Europea en sí misma carece de soberanía ya que no hay un acto constituyente en sí mismo, luego el origen de sus competencias no nace de su propia soberanía, sino de la cesión de éstas por parte de los Estados constituyentes.[306]

Para apuntalar más la seguridad, no sólo es necesaria la supervisión a nivel intranacional o de cada país de la Unión, sino que debe llevarse un control a través de otros organismos superiores a nivel transnacional. En este último caso, destacamos otra serie de organismos como los que mencionaremos y explicaremos brevemente a continuación:

- La Junta Europea de Riesgo Sistémico, JUR, o European Systemic Risk Board (ESRB)

Se crea a través del Reglamento (UE) 1092/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, relativo a la supervisión macroprudencial del sistema financiero en la Unión Europea.

Este organismo tiene diversas funciones, alguna de carácter genérico como es la propia supervisión del inmenso sistema financiero europeo, que puede desglosarse en otras más específicas entre las que se encuentran la recopilación y el análisis de toda la información de cada entidad gracias a lo cual pueden identificar los riesgos sistémicos en cada país miembro, la emisión de avisos ante dichos riesgos significativos y, por supuesto, el seguimiento de las medidas que adopta cada estado miembro ante los avisos emitidos por la Junta Europea.

Colabora con el sistema europeo de supervisores financieros y proporciona la información que le sea solicitada a cualquier autoridad de carácter europeo.

Por último, cabría destacar como otra función específica que ostenta La Junta Europea la de coordinar sus actuaciones con otro tipo de instituciones de carácter supranacionales como el Fondo Monetario Internacional o El Consejo de Estabilidad Financiera.

---

[306] MANGAS MARTÍN, A., y LIÑÁN NOGUERAS, D.J., *Instituciones y Derecho de la Unión Europea*. Tecnos, Madrid, 2017, p. 71.

Concluyendo, añadiremos que todas estas funciones las lleva a cabo con la ayuda o apoyo del Banco Central Europeo.

- El Sistema Europeo de Supervisores Financieros o European System of Financial Supervision (ESFS).

Su base legal reposa sobre el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE) en sus artículos 114 y 127.6.

Respecto de este sistema destacaremos que, en el caso español, estaría integrado por los supervisores nacionales de los tres sectores, a saber, por la Autoridad Bancaria Europea o European Banking Authority (EBA), por la Autoridad Europea de Mercados y Valores o European Security and Markets Authority (ESMA) y, por último, por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación o European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA).

La función principal de este Sistema Europeo trata de que sean las propias autoridades nacionales las encargadas de la supervisión ordinaria para que así, posteriormente, puedan converger, cooperar y coordinarse con el resto de supervisores nacionales de los distintos países miembros, pudiendo así mejorar la calidad de dicha supervisión a través del reforzamiento de control de los distintos grupos transfronterizos, estableciendo códigos normativos de carácter común para todos los estados.

Dicho lo anterior, toda esa información obtenida a través de la supervisión nacional será volcada al propia Sistema Europeo de Supervisión Financiera, el cual elaborará proyectos de normativas técnicas, emitirá guías, recomendaciones y decisiones de carácter vinculante dirigidas a cada supervisor nacional o, incluso, a las propias entidades financieras en situación de default o fallo sistémico.

También se encargará de emitir dictámenes que dirigirá a las distintas instituciones de gobierno europeo, recopilará información a través de las entidades supervisoras de carácter nacional de las entidades financieras que operan en cada país, evaluará la evolución de los mercados internos y coordinará las pruebas de resistencia a las que se verán sometidas las entidades financieras.

- Colegio de Supervisores o Banking Supervision (ECB):

Se atiene a la Directiva de reestructuración y resolución ordenada bancaria[307]. Dicho órgano se componer de un supervisor de origen ubicado donde el grupo tenga la matriz y un supervisor de acogida que estará ubicado allá donde el Colegio tenga filiales o sucursales. Además, podrán participar en este comité supervisor los bancos centrales de los diferentes estados miembros, las distintas autoridades de supervisión europeas e, incluso, los supervisores de estados que no pertenecen a la Unión Europea.

Este órgano supervisor se encarga específicamente de la supervisión macroprudencial de grupos transfronterizos. Su objetivo es la coordinación de las actividades de supervisión hacia los distintos grupos para la posterior recogida y difusión de información.

- Mecanismo Único de Supervisión o Single Supervisory System (SSM)

La base jurídica o marco supervisor del MUS descansa sobre varios reglamentos, a saber, el Reglamento de la Unión Europea 1024/2013 de 15 de octubre y el Reglamento de la Unión Europea 468/2014 de 16 de abril, que contempla la cooperación entre el MUS y el Banco Central Europeo, además de las autoridades nacionales competentes y designadas por el Reglamento marco del MUS (Banco Central Europeo, BCE, 2014/17).

Contextualizaremos este Mecanismo dentro del Marco de la Unión Bancaria, creado a raíz de la crisis y cuya utilidad abarca el Mecanismo Único de Supervisión como tal, un sistema de garantías de depósitos común y un fondo europeo de resolución bancaria.

Los sujetos que se encuentran bajo la supervisión del SSM son las entidades de créditos de los estados de la zona euro, así como las de otros estados que lleguen a un acuerdo de cooperación con el Banco Central Europeo. También lo serán las entidades de crédito que tengan un carácter significativo, entendiendo por tales

---

[307] 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, 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) nº 1093/2010 y (UE) nº 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo. *Texto pertinente a efectos del EEE* (*DOUE* L 173, de 12 de junio de 2014)

aquéllas cuyos activos totales sean superiores a treinta mil millones de euros o que el ratio activo/PIB sea igual o superior al veinte por ciento o, por contra, que sea una entidad de carácter significativo a nivel nacional considerada así por su supervisor.

Al criterio del Banco Central Europeo, lo serán también todas aquellas entidades que tengan filiales en más de un estado o que tengan activos transfronterizos muy significativos.

El SSM también asiste al Banco Central en las tareas de supervisión a entidades significativas.

Su consejo supervisor garantiza la separación entre la política monetaria y la función supervisora y los trabajos que realiza serán propuestos al Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.

El Mecanismo Único de Supervisión estará compuesto por el presidente y el vicepresidente, cuyos nombramientos serán hechos por el Consejo de la Unión Europea, cuatro representantes del Banco Central Europeo y un representante de cada supervisor nacional.

5.5. POSICIÓN DE LA FEDERACIÓN BANCARIA EUROPEA

Antes de describir la posición de la Federación Bancaria Europea[308] y todas las medidas o puntos básicos adoptados, que nos han llevado hasta la situación actual, destacaremos que ha sido en el sector bancario donde se han producido los mayores cambios en Europa, ya que la presión social desencadenada por la mala praxis de la mayor parte de las entidades financieras ha originado que dichas entidades hayan sido señaladas por los políticos y demás autoridades como causantes de una crisis de dimensiones desconocidas hasta el momento que sumió

[308] La Federación Bancaria Europea (European Banking Federation), es una organización del sector bancario en Europa que representa a más de 5.000 bancos en más de 30 países y cuyos activos combinados superan los 300.000 millones de euros. Se creó en el año 1960 y en la actualidad tiene más de 3 millones de empleados.

a millones de ciudadanos, no sólo los europeos, en la peor crisis económica acaecida en los últimos ochenta años. Hay que destacar que las ayudas a la banca europea llegaron a superar 1,6 billones, en un periodo comprendido desde el año 2008 hasta el año 2010[309]. Según Informe del Banco de España el rescate a la banca española se cifró en más de 60.000 millones[310], lo que situaba a nuestro país en el cuarto lugar en recepción de fondos de ayuda pública a su banca tras Reino Unido, Alemania e Irlanda. Todo esto enfocado a salvar entidades abocadas a la desaparición.

A raíz de la crisis se tomaron medidas muy serias y estrictas aprobándose la creación de un supervisor único, el Banco Central Europeo[311], cuya entrada en vigor fue en el año 2014. También se creó un Mecanismo Único de Resolución[312] tendente

---

[309] EL MUNDO., "La banca europea recibió 1,6 billones de euros en ayudas entre 2008 y 2010." *El Mundo*, 1 de diciembre de 2011. Disponible en: https://www.elmundo.es/elmundo/2011/12/01/economia/1322743147.html [consultado el 1 de diciembre de 2011].

[310] WIKIPEDIA. "Rescate bancario español." *Wikipedia*, última modificación: 2 de agosto de 2025. Disponible en: https://es.wikipedia.org/wiki/Rescate_bancario_español [consultado el 2 de agosto de 2025].

[311] Banco Central Europeo (BCE), creado en junio de 1988, para encargarse de la gestión de la política monetaria dentro de la Unión Europea. Su funcionamiento se regula en los artículos del 282 al 284 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, TFUE.

[312] Previsto en los siguientes Reglamentos:

Reglamento de la Unión Europea 1024/2013, de 15 de octubre, del Consejo, encomendando al Banco Central tareas específicas respecto de políticas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito.

Reglamento de la Unión Europea 468/2014, de 16 de abril, del Banco Central Europeo, establece el marco de cooperación entre el Banco Central Europeo y las autoridades nacionales competentes.

Además de abarcar el Banco Central Europeo, el Banco de España, la Autoridad Bancaria Europea y las diferentes normativas de ordenación de Entidades de Crédito y otras entidades relacionadas. Por último, la normativa europea de solvencia derivada de Basilea III, que se desarrolla en los siguientes reglamentos: Reglamento de la Unión Europea, 575/2013, de 26 de junio, por el que se modifica el Reglamento de la Unión Europea 648/2012; Reglamento Delegado de la Unión Europea 241/2014, del 7 de enero de la Comisión, y, por último, el Reglamento Delegado de la Unión Europea 61/2015, de 10 de octubre.

a la coordinación a nivel europeo y que se encargará del proceso de la liquidación de bancos con problemas.

Como hemos dicho al principio, la Federación Bancaria Europea, a través de su High Level Expert Group (Grupo de Expertos de Alto Nivel), constituyó la Liikanen Task Force, a fin de seguir de cerca los trabajos del mismo e interactuar con el Comité de Expertos mientras durase la elaboración de un informe dirigido a analizar la posible reforma de la estructura del sector bancario europeo. Para ello también contó con la ayuda de firmas consultoras externas.

La Comisión Liikanen hizo público el informe, recibiendo una respuesta inicial bastante crítica por parte de la Comisión Europea, a través de la Federación Bancaria, dentro del periodo de consulta establecido. Tal consulta fue un paso previo a las decisiones que finalmente se adoptaron sobre las eventuales propuesta legislativas al respecto.

Los puntos básicos de la crítica son:

a. Se valora positivamente el análisis que hace el informe ya que coincide en gran medida con los puntos de vista de la Federación Bancaria Europea, el cual afirma que ningún modelo de negocio en concreto fue más o menos vulnerable a la crisis, que se deben de conservar las ventajas del modelo de banca universal, que se debe de proteger el modelo de Mercado Único y que la agenda regulatoria que ha puesto en marcha este mecanismo constituye una respuesta sustancial a las deficiencias acaecidas con motivos de la crisis.
b. La recomendación del análisis recomienda una separación obligatoria de una serie de actividades de cartera de negociación. Esto último es muy criticado por la Federación Bancaria Europea.
c. Al entender de la Federación tal separación obligatoria es demasiado genérica quedándose sin abordar de forma adecuada el problema de los riesgos asociados a los diferentes activos. Dice la Federación que tampoco resuelve la amenaza del riesgo sistémico, acarreando efectos negativos sobre efectos vitales de los bancos para sus clientes. Esto último afecta a la competitividad del sector bancario derivando en mayores costes para sus usuarios.

d. La Federación se inclina por reforzar la utilización de planes de recuperación y resolución, lo cual deberá hacerse en el marco de la directiva que estaba en ese momento en discusión sobre la gestión de crisis sobre entidades bancarias. La Federación entiende que dicha separación de algunas entidades en el contexto de los planes de recuperación y resolución debería de constituir una solución en última instancia y que el supervisor no podría imponer medidas de cambios estructurales a una entidad en funcionamiento continuado (*going concern*).

e. La Federación también tiene sus dudas sobre el establecimiento de medidas específicas sujetas a la absorción de pérdidas (*bail-in* [313]), recomendación hecha por el Grupo de Expertos de Alto Nivel.

f. La introducción que también recomienda el informe de suelos a los riesgos ponderados y/o de colchones adicionales de capital para las actividades de negociación, todo esto no le pareció oportuno a la Federación. Igualmente pone peros al establecimiento de límites a los parámetros LTV [314] , y LTI [315] en materia de financiación hipotecaria cuestión que se contempla regular próximamente.

---

[313] Bail-in se contrapone a bail-out. Son dos modelos de rescate bancario que se utilizan en nuestros sistemas financieros. Se diferencian en que en el bail-in, en caso de resolución o recapitalización de una entidad, los costes de ésta repercutirían hacia dentro de la entidad (es decir, en sus accionistas, bonistas-acreedores y depositantes), mientras que en el caso del bail-out, los costes de dichas operaciones se repercutirían al estado y, por consiguiente, a la ciudadanía, vía impuestos.

[314] LTV, Loan To Value, ratios máximas de préstamo sobre valor de la garantía.

[315] LTI, Loan To Income por sus siglas en inglés, Relación préstamo-ingresos.

5.5.1. El Informe Liikanen

En febrero del 2012 la Comisión Europea decidió crear un grupo de expertos de alto nivel (HLEG, High Level Expert Group, son sus siglas en inglés), para analizar la posible reforma de la estructura del sector bancario europeo.

Su mandato se centra en considerar de manera profunda si son necesarias reformas estructurales en dicho sector y, en cuyo caso, hacer las correspondientes propuestas relevantes. Todo ello con el objetivo último de establecer un sistema bancario seguro, eficiente, y con estabilidad que pueda servir a las necesidades de los ciudadanos, a las de la economía europea y a las del mercado interno. La iniciativa surge en gran medida como contrapunto a la propuesta *Vickers*[316] (IBC, Independent Banking Comission). La Comisión Independiente sobre Banca en Reino Unido, la propuesta *Volcker,* así como a la Ley Dodd-Frank, ya mencionada, ambas en Estados Unidos, supusieron importantes cambios estructurales para muchas de las entidades de los respectivos países.

En Europa la Comisión otorgó la presidencia del grupo de trabajo a Erkki Liikanen, antiguo comisario y gobernador del Banco de Finlandia desde el año 2004. Designó a diez miembros más, entre ellos el señor don José Manuel Campa, exsecretario de Estado de Economía del Gobierno de España. El grupo tras recibir las opiniones de representantes de las diversas partes interesadas, así como de

---

316 El IBC, liderado por el académico de Oxford y ex miembro de políticas de tasas del Banco de Inglaterra, John Vickers, tiene la doble tarea de considerar reformas estructurales y reducir los riesgos para los ahorradores y de promover la competencia.

Vickers y su equipo propusieron que Lloyds Banking Group venda más de 600 sucursales que ya están en proceso de traspaso. Pero no se espera que vaya tan lejos como para recomendar revertir su adquisición de HBOS. Las HBOS, son un grupo empresarial de banca y seguros, con sede en el Reino Unido y sociedad matriz de Bank of Scotland, banco que opera bajo las marcas Bank of Scotland y Halifax. Aunque oficialmente las siglas HBOS no constituyen abreviatura con un significado intrínseco, las siglas se reconocen por proceder de la fusión de los nombres Halifax y Bank of Scotland.

realizar una consulta de carácter público, elaboró un informe que entregó al comisario Barnier en octubre del 2013.

Las medidas propuestas por el High Level Expert Group, se podrían resumir como sigue:

a. Separación como entidad legal diferente dentro del mismo grupo de las actividades de negociación (trading) por cuenta propia o como creadores de mercado, de otras de alto riesgo ligadas a valores y derivados, relaciones con *hedge-funds*, vehículos especiales y *private equity*[317].
b. Dicha separación será obligatoria a partir de ciertos umbrales, el primero es un poco más relativo ya que hace referencia a un baremo entre el 15% y el 25% de los activos totales, y otro absoluto concretado en 100.000 millones de euros para la cartera en cuestión.
c. La separación obligatoria podría ser más amplia, siempre y cuando a juicio de las autoridades sea preciso para elaborar un plan de reestructuración y resolución creíble y efectivo.
d. Utilización de instrumentos que contribuyan al aumento de la capacidad de absorción de pérdidas por las propias entidades (*bail-in*)[318], definiendo con claridad el orden de prelación y tratamiento en caso de resolución de la entidad, definiendo así que activos quedarían afectos.
e. Endurecimiento de la ponderación de algunos riesgos, concretamente de la cartera de negociación y las exposiciones inmobiliarias. Para la primera se baraja un requerimiento de capital adicional en base a los activos sin ponderar por riesgos o un suelo a los cálculos de los modelos internos,

---

[317] Private equity (traducido a veces al español como *capital inversión* o *capital riesgo*) es un tipo de actividad financiera realizada por instituciones que invierten en empresas que no están listadas en la bolsa de valores con el objetivo de potenciar su desarrollo.

[318] Bail-in, Rescate interno, la propia entidad puede asumir su propio rescate en caso de producirse un colapso económico. En los Estados Unidos tienen un holding independiente en el cual tienen dividida la banca tradicional o banca retail, de la banca de trading.

mientras que para la segunda se utilizarán limitación a la ratio, préstamos/tasación y al indicador de esfuerzo, préstamos/fuerza.

f. Mejora del gobierno corporativo y de los mecanismos de control de riesgo, incluyendo dos propuestas novedosas: prueba de idoneidad para los miembros de los órganos de administración y la percepción de parte de la remuneración variable en forma de deuda sujeta a bail-in[319].

En cuanto a la posición adoptada por el sistema financiero en nuestro país, cabe destacar que los bancos de la Asociación simpatizaron con la posición de la Federación en lo referente a la separación obligatoria de las actividades, a saber, separar la banca minorista o retail de la banca de inversión, matizando que esta separación no debería establecerse como una regla general, sino reservarse para casos de extrema gravedad o de extrema dificultad para casos de resolución de entidades.

Además, concluyeron que habría que haber enfatizado más sobre las exigencias acordes con el grado de riesgo de las diferentes actividades bancarias, lo cual debería aplicarse también a la delimitación de los umbrales de separación que contempla el informe del grupo de expertos de alto nivel (H.L.E.G. High Level Expert Group) y que estiman demasiado amplios para casos como el de activos disponibles para la venta o para la actividad de creación de mercado.

La Asociación comparte, por último, con la Federación las críticas relativas a los instrumentos sujetos a Bail-in y a los requerimientos adicionales de solvencia fuera del marco de CRD IV/ CRR (Regulación de Requerimiento de Capital y sus Directivas)[320].

---

[319] Asociación Española de Banca, AEB., Informe de Situación de Asuntos Europeos e Internacionales. AEB, Madrid, 2013.

[320] Asociación Española de Banca, AEB., *Informe de Situación de Asuntos Europeos e Internacionales*, op. cit., pp. 63-64.

5.6. ACTUACIONES MÁS RECIENTES: CONSULTA DE LA COMISIÓN EUROPEA

La Comisión emitió un documento en mayo del 2012, titulado Reformando la Estructura del Sector Bancario de la Unión Europea, en dicho documento se realizan una serie de preguntas para las cuales la Comisión pide insistentemente evidencias cuantitativas que respalden las respuestas[321].

5.6.1. Principios de la reforma estructural

Considera que la reforma estructural debe basarse en los siguientes principios:

- Deben reducirse los riesgos excesivos y ha de garantizarse la competencia, reducirse la complejidad y limitarse la interconexión mediante la realización por separado de las actividades esenciales, incluidas las actividades de crédito, pagos y depósitos y otras actividades relacionadas con los clientes, así como las actividades de riesgo no esenciales;
- Debe mejorarse la gobernanza corporativa y han de crearse incentivos para que los bancos establezcan estructuras organizativas transparentes, incrementen la asunción de responsabilidades y refuercen un sistema de remuneraciones sostenible y responsable;
- Debe posibilitarse un sistema eficaz de rescate y resolución de los bancos garantizando que, cuando un banco resulte inviable, pueda permitirse su quiebra y/o resolución de manera ordenada sin necesidad de recurrir a un rescate con el dinero de los contribuyentes;
- Debe garantizarse la prestación de servicios esenciales de crédito, pagos y depósitos de tal modo que no se vea afectada por los problemas operativos, las pérdidas financieras, la escasez de financiación o los daños a la reputación derivados de la resolución o la insolvencia;

---

[321] Asociación Española de Banca, AEB., *Informe de Situación de Asuntos Europeos e Internacionales*, op. cit., pp. 63-65.

- Deben respetarse las normas de una economía de mercado competitiva de manera que las actividades de inversión y comercio de riesgo no se beneficien de garantías implícitas o ayudas ni del uso de depósitos asegurados o de rescates con el dinero de los contribuyentes, y que sean las actividades de comercio e inversión, y no las actividades de crédito y depósito, las que asuman los riesgos y costes asociados a dichas actividades;
- Todas las actividades bancarias deben disponer de capital, endeudamiento y liquidez adecuados;
- Las entidades separadas deben contar con diferentes fuentes de financiación, sin transferencias indebidas o innecesarias de capital y liquidez entre estas actividades; la aplicación de normas sobre capital, endeudamiento y liquidez adecuadas debe adaptarse a los modelos de negocio de las actividades, incluida la separación de los balances, y fijar límites de exposición de las actividades esenciales de crédito y depósito a las actividades no esenciales de comercio e inversión, tanto dentro como fuera de un grupo bancario;
- Pide a la Comisión que tenga en cuenta la propuesta del BCE de establecer criterios de separación claros y viables; destaca que la separación debe preservar el mercado único de la UE y evitar su fragmentación, respetando al mismo tiempo la diversidad de los modelos bancarios nacionales;
- Subraya que es necesario evaluar el riesgo sistémico que presentan tanto las entidades separadas como el grupo en su conjunto, teniendo plenamente en cuenta las exposiciones fuera de balance;
- Insta a la Comisión y a los Estados miembros a que velen por la plena aplicación de la Directiva sobre rescate y resolución; pide a la Comisión, a la ABE322 y a los Estados miembros que se aseguren de que los bancos cuentan con marcos de gestión de crisis claros y creíbles, que incluyan

---

322 Asociación Española de Banca, AEB. *Informe de Situación de Asuntos Europeos e Internacionales*, op. cit., pp. 63-64.

capital suficiente para las actividades de crédito, pagos y depósitos, pasivos susceptibles de recapitalización y activos líquidos para que, en caso de quiebra, puedan mantener el acceso de los depositantes a sus fondos, proteger los servicios esenciales, en particular las actividades de crédito, pagos y depósitos, frente al riesgo de quiebra desordenada, pagar a los depositantes de manera oportuna y evitar efectos perjudiciales sobre la estabilidad financiera;

- Pide a la Comisión, a la ABE y a las autoridades competentes que, sobre la base del marco legislativo en materia de requisitos de capital y rescate y resolución, velen por que se diferencie claramente –en términos de capital, endeudamiento, pasivos susceptibles de recapitalización, reservas de capital adecuadas y requisitos de liquidez– a las entidades separadas, haciendo mayor hincapié en los requisitos de capital para las actividades de riesgo no esenciales;

5.6.2. Gobernanza corporativa

En cuanto a gobernanza corporativa:

- Pide a la Comisión que considere, en su evaluación de impacto exhaustiva el caso de una posible separación de los bancos y de las alternativas existentes, las propuestas contenidas en el informe del Grupo de Expertos de Alto Nivel en materia de gobernanza corporativa, incluidos:
    - los mecanismos de gobernanza y de control,
    - la gestión de riesgos,
    - los regímenes de incentivos,
    - la divulgación de la información sobre los riesgos y
    - las sanciones
- Pide a la Comisión que aplique las propuestas y recomendaciones que figuran en la Resolución del Parlamento, de 11 de mayo de 2011, sobre el gobierno corporativo en las entidades financieras;
- Considera que la Directiva recientemente adoptada sobre la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión contiene un marco adecuado de requisitos sobre gobernanza de los

bancos, que incluye a los miembros ejecutivos y no ejecutivos del consejo de administración;

- Pide a la Comisión que incluya disposiciones que establezcan la obligación de que todos los miembros ejecutivos del consejo de administración de una entidad de un banco sean responsables en calidad de miembros ejecutivos del consejo únicamente respecto de esa entidad;
- Pide a la Comisión que incluya disposiciones que refuercen la responsabilidad personal de los miembros del consejo de administración; sugiere que, en este contexto, la Comisión estudie cómo fomentar una vuelta al modelo de asociación en la gestión de empresas, en particular por lo que respecta a los bancos de inversión;
- Insta a la Comisión y a la Autoridad Bancaria Europea (ABE) a que velen por la aplicación plena y exhaustiva del marco legislativo sobre requisitos de capital, con especial atención a las disposiciones relativas a la compensación y remuneración; pide a la ABE y a la Comisión que presenten un informe anual al Parlamento y al Consejo sobre la aplicación y ejecución de las disposiciones pertinentes por parte de los Estados miembros; insta a la Comisión a que prosiga la reforma de la cultura de compensación y remuneración de los bancos, dando prioridad a los incentivos a largo plazo para remuneraciones variables con periodos de aplazamiento más largos que puedan llegar hasta la jubilación, y a que fomente la transparencia de las políticas de remuneración, con la inclusión, entre otras cosas, de explicaciones y evaluaciones sobre las diferencias entre las remuneraciones internas, las modificaciones correspondientes y las desviaciones comparativas entre los sectores;
- Pide a la Comisión, a la Autoridad Bancaria Europea (ABE) y a las autoridades competentes que garanticen que los sistemas de remuneración privilegian la utilización de instrumentos como los bonos sometidos a recapitalización y las acciones, antes que el dinero en efectivo, las comisiones o los elementos basados en el valor, en consonancia con las disposiciones de la Directiva sobre requisitos de capital;

- Pide a la Comisión, a la Autoridad Bancaria Europea (ABE) y a las autoridades competentes que garanticen que los sistemas de compensación y remuneración de un banco reflejan en todos los niveles su rendimiento general y se centran en la prestación de un servicio de calidad al cliente y en la estabilidad financiera a largo plazo, en lugar de en beneficios a corto plazo, en consonancia con las disposiciones del marco legislativo sobre requisitos de capital;
- Pide a la Comisión que prevea para las personas físicas y jurídicas regímenes sancionadores eficaces, disuasorios y proporcionados, así como la publicación de los niveles de sanción y de información sobre quienes incumplan las normas;
- Pide a la Comisión que disponga que las autoridades competentes, y, si procede, el mecanismo único de supervisión, han de respetar los principios de la reforma estructural;
- Pide a la Comisión que proponga que se asignen recursos y competencias adecuados a las autoridades de supervisión competentes, incluido el mecanismo único de supervisión;
- Insta a la Comisión a que realice un estudio para garantizar que las normas contables utilizadas por las entidades financieras ofrecen una visión veraz y fidedigna de la salud financiera de los bancos; señala que la contabilidad es la principal fuente de información para que un inversor sepa si una empresa es sólida o no; destaca que los auditores únicamente pueden aprobar cuentas si son veraces y fidedignas, independientemente de las normas financieras utilizadas por quienes elaboran los estados financieros; considera que si los auditores no están seguros de sí una empresa es sólida, no deben aprobar sus cuentas, aunque dichas cuentas se hayan elaborado de acuerdo con normas contables; señala que esto debería servir, no obstante, de impulso para una mejor gestión de la empresa en cuestión; sugiere que las normas internacionales de información financiera no ofrecen necesariamente una visión veraz y fiel de las cuentas, tal como muestran numerosos ejemplos de bancos en quiebra pese a que sus cuentas habían sido aprobadas por auditores;

5.6.3. Aumento de la competencia justa y sostenible

- Subraya que es necesaria una competencia justa, efectiva y sostenible para mantener un sector bancario eficiente, que funcione adecuadamente y que facilite financiación a la economía real garantizando el acceso universal a los servicios bancarios y reduciendo el coste de dichos servicios; destaca, en este contexto, que las normas de supervisión, entre otras disposiciones, deben tener en cuenta el perfil de riesgo, el alcance regional y el modelo de negocio de las entidades de que se trate;
- Pide a la Comisión y a los Estados miembros que colaboren para promover una mayor diversificación del sector bancario de la Unión Europea fomentando y facilitando la instauración de servicios bancarios más orientados hacia los consumidores, por ejemplo, mediante cooperativas, sociedades de crédito hipotecario, préstamos inter pares, financiación colectiva y cajas de ahorros, informando con transparencia acerca de los distintos niveles de riesgo a los que se expone el consumidor;
- Señala que, a fin de incrementar la competitividad y la estabilidad del sistema bancario europeo, es necesario abordar con eficacia la cuestión de las EIFS 323 (es decir, bancos considerados demasiado grandes para quebrar), cuyos problemas han conducido a una escalada de las consecuencias negativas de la crisis financiera, mediante una racionalización del volumen de actividad de los grupos bancarios y una reducción de la interdependencia en el interior de los grupos;

---

[323] EIF, Fondos Europeos de Inversión, según Basilea II, las EIFs deben normalmente separar los préstamos morosos de los que no lo son para ello deberán contar con dos categoría separadas e identificables para los conjuntos de préstamos morosos. La EIFs, que no presenten este nivel de segmentación deben de mostrar a su supervisor que la morosidad no constituye un impulsor o pronosticador importante del riesgo en sus carteras al detalle. Además, deberán recopilar datos sobre este impulsor del riesgo para realizar evaluaciones periódicas y así determinar si la morosidad es o no lo suficientemente importante como para justificar una segmentación basada en ella.
La Segmentación es la operativa por medio de la cual una EIF agrupa un conjunto de préstamos suficientemente homogéneos y dentro de un segmento de riesgo particular.

- Insta a la Comisión a encontrar la manera de fomentar y promocionar en las iniciativas legislativas el «préstamo basado en las relaciones» o el «préstamo basado en el conocimiento»; considera que ambos deben tener como fin evitar un enfoque «de formulario» para centrarse, en cambio, en el fomento de la formación profesional y ética de quienes trabajan como intermediarios o prestan capital a las empresas;
- Insta a los Estados miembros, a la Comisión y a las autoridades competentes a que establezcan como un objetivo claro la promoción y la garantía de una competencia efectiva, y a que fomenten una mayor diversidad y orientación al cliente en el sector bancario de la Unión Europea;
- Pide a la Comisión que presente medidas para fomentar la creación de sitios web accesibles que permitan a los consumidores comparar tanto los precios como la solidez financiera de los bancos, fomentando así la disciplina, ya que los consumidores informados pueden cambiar de banco, y para contribuir a ampliar las posibilidades de elección de los consumidores en el sector bancario reduciendo los obstáculos a la entrada y la salida y aplicando normas proporcionadas a los nuevos participantes en el mercado;
- Pide a la Comisión que presente las reformas estructurales necesarias definidas en el presente informe, que, manteniendo la integridad del mercado interior, respeten la diversidad de los sistemas bancarios nacionales y aseguren un papel destacado de la ABE a la hora de garantizar su correcta aplicación en toda la Unión;
- Encarga a su presidente que transmita la presente Resolución al Consejo y a la Comisión.[324]

---

[324] COMISIÓN EUROPEA., *Informe sobre la reforma estructural del sector bancario de la Unión Europea.*, 28 de junio de 2013. Disponible en: http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=REPORT&reference=A7-2013-0231&language=ES [consultado el 28 de junio de 2013].

5.7.1. La Ley sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito (LDIEC)[325]

Este punto nos remite al Real Decreto 4/2015, de 23 de octubre, que modificó la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, así como a la Ley 10/2014 de 26 de junio de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito, que derogó la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre la disciplina e intervención de las entidades de crédito. También nos remite al Texto Refundido de la Ley de ordenación y supervisión de los seguros privados aprobado por un Real Decreto Legislativo 6/2004, de 29 de octubre, el cual reforma el régimen de participaciones significativas en empresas de servicios de inversión, entidades de crédito y entidades aseguradoras, norma derogada por la Ley 20/2015, de 14 de julio[326].

La Ley sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito surgió por la necesidad de garantizar estabilidad en las entidades financieras para la consecución de un normal funcionamiento de los mercados y protección de los usuarios de los servicios prestados por las entidades financieras. Esta ley fue el preámbulo de la defensa, como hemos dicho anteriormente, del cliente retail o minorista. Incluso, también aborda la regulación del régimen de participaciones significativas de accionistas, cuyo montante pueda suponer el ejercicio de una influencia notable en la propia entidad financiera.

---

[325] Boletín Oficial del Estado, nº 157, de 30 de junio de 2009. Referencia a BOE-A-2009-10751.

[326] Norma derogada, con efectos de 1 de enero de 2016, por la disposición derogatoria g) de la Ley 20/2015, de 14 de juliocon la excepción de sus artículos 9, 10 y 24 por lo que se refiere a las mutuas, mutualidades de previsión social y cooperativas de seguros; la disposición adicional sexta; la disposición adicional séptima; y la referencia contenida en la disposición derogatoria del Real Decreto Legislativo, letra a).8.ª, por la que se mantiene en vigor la disposición adicional decimoquinta de la Ley 30/1995, de 8 de noviembre, de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados, que deben seguir vigentes.

Lo anteriormente expuesto supone que también tiene que haber un control de carácter administrativo, del cual hablamos sobradamente en un capítulo posterior, cuyo objeto es la evaluación de efectos como la honorabilidad, la solvencia de los accionistas más significativos, etc. Por tanto, podemos mencionar la supervisión como un efecto de carácter administrativo dentro de las entidades. Incluso el carácter transnacional que adquieren los mercados financieros, cuya prueba de fuego ha sido la crisis desatada en el año 2007, condujo a una ordenación de carácter comunitario[327].

En este contexto al que nos estamos refiriendo se aprobaron diversas directivas como la Directiva 2007/44/CE del Parlamento Europeo y del Consejo que modifica, a su vez, la Directiva 92/49/CEE del Consejo y las Directivas 2002/83/CE, 2004/39/CE, 2005/68/CE y 2006/48/CE, relativas a criterios de evaluación e incrementos de participaciones en el sector financiero. Éste es, sobre todo, el principal propósito de la Directiva 2007/44/CE. Por tanto, y al hilo de la Directiva anteriormente mencionada, la presente ley aspira a incrementar la calidad, la eficacia y la eficiencia de lo que hemos dado en llamar el régimen de participaciones significativas dentro de una entidad, todo en pos de la seguridad jurídica y protección al inversor.

5.7.2. Ley de Ordenación, Supervisión y Solvencia de entidades de crédito (LOSEC)

La Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito viene a sustituir la expuesta anteriormente. Es una regulación que hace hincapié en el sector financiero y, muy particularmente, en el sector bancario, debido al papel vital que desempeña dicho sector en el ciclo económico de nuestras economías, ya que es el canal más potente de transformación del ahorro para así convertirlo a financiación a empresas, familias y administraciones públicas.

---

[327] A este respecto ver capítulo seis para mayor clarificación acerca de la relación entre la norma de derecho público y derecho privado.

Esta ley, en definitiva, nace para regular la actividad bancaria que debe estar sujeta a una normativa conciliadora del desarrollo de los fines de la banca inserta en una economía de mercado ateniéndose a una normativa jurídica y de disciplina sobre determinados aspectos para así evitar graves perjuicios económicos y jurídicos. Existen una serie de leyes que la precedieron, **todas ellas ya derogadas,** como, por ejemplo, la Ley de Bancos de Emisión y de Sociedades de Crédito de 1854, o la conocida como Ley Cambó relativa a la Regulación Prudencial y Ordenación Bancaria de 1921. El propio Francisco Cambó afirmó que los quebrantos de una entidad financiera no sólo afectan a sus accionistas sino también a sus clientes e incluso a toda la economía de un país.

Siguiendo con la sucesión de normas que dan continuidad a la intervención de poderes públicos en el ámbito de derecho privado, también podemos mencionar la Ley de Ordenación Bancaria de 31 de diciembre de 1946, la cual derogó de manera definitiva la Ley de Bases de Ordenación del Crédito y la Banca de 14 de abril de 1962.

Tras la crisis que sufrió el sistema bancario entre los años 1977 y 1985, en los cuales quebraron muchos de los bancos que operaban en nuestro país, surgieron dos leyes también referentes al sector como son la Ley 13/1985, de 25 de mayo de Coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros y la Ley 26/1988 de 29 de julio sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito, ambas derogadas por la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito.

5.7.3. Real Decreto 84/2015, de 13 de febrero, por el que se desarrolla la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito (ROSEC)

Por último, destacaremos este Real Decreto que viene a desarrollar la Ley anteriormente citada. En él sobresale como singularidad el poner de manifiesto la fragilidad intrínseca de las entidades de crédito, ejemplificada en la transformación de vencimientos activos y pasivos.

En principio no resulta preocupante tal fragilidad, si bien es cierto que las entidades como tal son poco solventes, lo cual podría ocasionar una fuga masiva

de depósitos, o incluso su exclusión de los mercados mayoristas de créditos. Esta situación y la importante exposición que tienen las entidades entre sí podría provocar que la dificultad en una contagie a las demás. Es lo que en el argot se ha dado en llamar que las entidades son sistémicas. El peso que representan las mayores entidades de nuestro país dentro de la economía global es tan sólo de un 3%, lo que nos haría redefinir el término sistémico, ya que tras los hechos acaecidos en el año 2018 con alguna entidad demuestran que es un término inapropiado ya que no ha tenido consecuencias tan nefastas como encierra la definición de dicho término, y todo debido a la solvencia y fortaleza de nuestro sistema económico actual, así como a los resortes con lo que cuenta una economía como la nuestra.

5.8. ESPECIAL REFERENCIA A REINO UNIDO

El gobierno británico publicó, en junio del 2012, lo que ellos denominaron papel blanco "Reforma Bancaria, proporcionando estabilidad y soporte y procurando una economía sostenible" (Banking reform delivering stability and supporting a sustainable economy).

En dicho documento el gobierno británico incluye propuestas para reformas estructurales de calado en su sector bancario. En la presentación al Parlamento, el secretario del Tesoro mostró una gran satisfacción por liderar internacionalmente con su propuesta el principio de que los bancos de inversión deberán estar separados de la banca tradicional.

"Somos líderes mundiales en el establecimiento de la creencia de que los bancos de inversión deberían estar separados de la banca tradicional o minorista".

Este llamado documento blanco se presentará al Parlamento Británico con el objetivo de ser aprobado antes del año 2015. Dicho documento guarda cierta relación con el Informe elaborado por la Comisión Europea y denominado Informe Liikanen, ver punto 1.1.5., pág. 19, nota 7, publicado en octubre del año 2012.

5.8.1. Antecedentes de la situación británica

En septiembre del 2011 la Comisión Bancaria Independiente, nombrada por el gobierno conservador británico, presentó su informe final para Reforma del

Sistema Bancario del Reino Unido. En dicho informe la Comisión plantea una serie de recomendaciones en tres áreas.

- Estabilidad financiera igual que tirar una vaya electrificada (ring-fence) separando la banca retail o minorista de la banca de inversión
- Mayor capacidad de absorción de pérdidas por los propios bancos. Más capital y mayor liquidez.
- Aumentar la competencia en el Mercado Bancario Británico estableciendo una nueva franquicia bancaria al igual que mayor facilidad del cambio de banco[328].

5.9. LA EXPERIENCIA ESTADOUNIDENSE

En los Estados Unidos de América del Norte, el informe realizado por la Comisión de Economía del Congreso Norteamericano pone de manifiesto los dañinos efectos que los productos financieros complejos ocasionaron en el sistema financiero de la nación.

En dicho documento se abordó de manera frontal el debate regulatorio, planteando si las medidas restrictivas podrían suponer una restricción en el dinamismo del mercado, la libertad de contratación o la fuerza creadora de los agentes e instituciones económicas. Los productos derivados se convierten en protagonistas de dicho debate debido a su complejidad, llamando la atención del legislador, derivando en la aprobación en el año 1999 de la Gramm-Leach-Bliley Act of 1999[329].

---

[328] Asociación Española de Banca, AEB. *Informe de Situación de Asuntos Europeos e Internacionales*, op. cit., pp. 67-69.

[329] GRAMM–LEACH–BLILEY ACT (Financial Services Modernization Act), 1999, ley federal de los Estados Unidos, firmada durante el mandato del presidente Bill Clinton, destinada a la protección, seguridad y confidencialidad de los datos de los clientes de productos financieros. Aprobada por la *Financial Crisis Inquiry Commission*, integrada por Phil Angelides (Chairman), Brooksley Born, Byron Georgiou, Senador Bob Graham, Keith Hennessey, Douglas Holtz-Eakin, Heather H. Murren (CFA), John W. Thompson y Peter J. Wallison (Commissioners).

En el año 2011, se hicieron públicas las conclusiones de la Financial Crisis Inquiry Commision (Congreso de los Estados Unidos de América):

Abstract of Financial Crisis Inquiry Commision (Congreso de los Estados Unidos de América).

How did it come to pass that in 2008 our nation was forced to choose between two stark and painful alternatives either risk the collapse of our financial system and economy, or commit trillions of taxpayer dollars to rescue major corporations and our financial markets, as millions of Americans still lost their jobs, their savings, and their homes?

The Commission concluded that this crisis was avoidable. It found widespread failures in financial regulation; dramatic breakdowns in corporate governance; excessive borrowing and risk-taking by households and Wall Street; policy makers who were ill-prepared for the crisis; and systemic breaches in accountability and ethics at all levels. Here we present what we found so readers can reach their own conclusions, even as the comprehensive historical record of this crisis continues to be written.

¿Cómo ha podido suceder que en el año 2008 nuestra nación se vio obligada a elegir entre dos severas y dolorosas alternativas, las cuales colapsaron nuestro sistema financiero y nuestra economía, y a comprometer millones de dólares de los contribuyentes para rescatar a las principales corporaciones y a nuestros mercados financieros, mientras que millones de americanos seguían perdiendo sus trabajos, sus ahorros y sus casas?

La comisión concluyó que ésta crisis era evitable. Se encontraron fallas generalizadas en la regulación financiera; fallos severos en el gobierno corporativo; excesivo endeudamiento y asunción de riesgo por parte de los hogares y hasta de Wall Street; responsables políticos que estaban mal preparados para la crisis; y las vulneraciones sistemáticas en el sistema contable y en la ética a todos los niveles.

Aquí presentamos lo que hemos descubierto, de modo que los lectores puedan extraer sus propias conclusiones, incluso aunque el registro histórico exhaustivo de la crisis se siga escribiendo.

Éstas sirvieron para poner de relieve los errores legislativos y de gestión. Admitir la capacidad de autocorrección de los mercados derivada de la propia marcha de las instituciones financieras fue uno de los errores más importantes en

el estado precrisis, ya que las propias instituciones por sí mismas carecen de la habilidad para realizar esa función. Con lo cual, la crisis financiera se encontró con una carencia absoluta o un vacío regulatorio respecto de los productos derivados de carácter complejo.

Además, se cometieron otros muchos errores entre los que podemos encontrar la titulización de las carteras crediticias, convirtiendo estos productos (hacemos especial referencia a las hipotecas) en valores negociables y en otro tipo de derivados complejos, constituyendo esto un gran paso hacia la mala praxis, entendiendo por tal la creación de ciertos mecanismos ficticios cuyo único objeto era el aumento desmesurado de beneficios contribuyendo así al aumento de la burbuja financiera.

Una titulización es un mecanismo por el cual una hipoteca es dividida en varias partes. Éstas pueden ser compradas por potenciales inversores, que recibirán una contraprestación dineraria por su posterior amortización. Las titulizaciones adquirieron cierta relevancia en nuestro país a partir del año 2003 y, sobre todo, experimentan un mayor auge en el período 2004-2007 debido al volumen de emisiones de carácter financiero que acontecen en dicho período, volumen que incluso triplica al existente en el período previo al año 2000. De hecho, España pasa a ser el segundo país tras Reino Unido en la utilización de este tipo de productos financieros[330].

Por lo tanto, podríamos definir la titulización como un sistema a través del cual una cartera de activos, en este caso de carácter hipotecario, y de similares características, es convertida en múltiples derechos materializados en títulos-valores que se podrán negociar en diferentes mercados bursátiles. Para ser más precisos, podemos acudir a la definición de titulización contemplada en el Reglamento (UE) 2017/2402[331], la cual de manera más restrictiva que la propia

[330] MÍNGUEZ PRIETO, R., y DE LA TORRE, J., "Análisis jurídico de la titulización como alternativa de financiación corporativa en la actual crisis crediticia", *op. cit*., p. 115.

[331] Reglamento (UE) 2017/2402 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 12 de diciembre de 2017, por el que se establece un marco general para la titulización y se crea un marco

legislación de nuestro país define la titulización como un proceso que tiene como resultado un vehículo inversor con un activo conformado exclusivamente por derechos de crédito y que se utiliza para emitir bonos con un diferente nivel de riesgo.

Respecto de las emisiones hipotecarias, la Ley de Regulación del Mercado Hipotecario 2/1981, de 25 de marzo, en su artículo 1, que se modificó posteriormente por el artículo 2.1, de la Ley 41/2007, de 7 de diciembre[332], reflejaba que las entidades financieras a las que se refiere dicha ley podrán ceder préstamos hipotecarios y emitir los títulos necesarios para su financiación de acuerdo con los requisitos y finalidades que la misma establece, sin perjuicio de que estas entidades u otras puedan emitir y transmitir obligaciones con garantía o sin ella de conformidad con la legislación. La presente ley, así como su normativa de desarrollo, será de aplicación a todos los títulos que en ella se regulan y que se emitan en territorio español.

Las titulizaciones se aplicaron además en otro tipo de operaciones bancarias como los arrendamientos financieros[333]. De igual manera, los fondos de titulización hipotecaria[334] se aplicaron sobre sociedades y fondos de inversión inmobiliaria[335]. Los fondos de titulización hipotecaria se definen como patrimonios separados sin personalidad jurídica cuyo valor patrimonial neto es nulo ya que está integrado en

---

específico para la titulización simple, transparente y normalizada, y por el que se modifican las Directivas 2009/65/CE, 2009/138/CE y 2011/61/UE y los Reglamentos (CE) n.o 1060/2009 y (UE) n.o 648/2012

[332] Ley 41/2007, de 7 de diciembre, por la que se modifica la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario y otras normas del sistema hipotecario y financiero, de regulación de las hipotecas inversas y el seguro de dependencia y por la que se establece determinada norma tributaria.

[333] Real Decreto-Ley 3/1993, de 26 de febrero, de medidas urgentes sobre materias presupuestarias, tributarias, financieras y de empleo.

[334] Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial.

[335] Disposición adicional 5ª de la LEY 3/1994, de 14 de abril, por la que se adapta la legislación española en materia de entidades de crédito a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria y se introducen otras modificaciones relativas al sistema financiero (*BOE* nº 89, de 14 de abril de 1994).

un activo con derechos de crédito presentes o futuros y, en cuanto a su pasivo, lo integran valores de renta fija o créditos concedidos por terceros. Se consideran derechos de crédito las participaciones de dicho fondo en un crédito hipotecario.

Según la Comisión de Economía del Congreso Norteamericano, uno de los grandes errores cometidos por las autoridades estatales fue la supresión de la regulación federal y estatal de los derivados Over The Counter, constituyendo así un elemento decisivo a la hora de generar la crisis y todos sus posteriores efectos perversos. Dicha supresión de la regulación ocasionó que volúmenes cada vez mayores de inversión resultaran muy perniciosos debido a la total falta de transparencia de las operaciones. Esto, acompañado de la falta de solvencia de los generadores de dichas operaciones y, provocó una proliferación masiva de operaciones especulativas que no resultaban ser nada seguras, produciendo grandes conflictos de intereses, así como una concentración de alto riesgo para sus actores implicados.

Las entidades financieras hicieron uso de este ardid para sacar rendimiento al enorme endeudamiento que adquirieron, ocasionado por la masiva concesión de préstamos hipotecarios.

Uno de los mayores problemas planteados por la titulización, y que ha sido objeto de innumerables litigios judiciales al desencadenarse la crisis financiera, ha sido que el tenedor de la hipoteca ha tenido que responder ante un tercero con el cual no tenía ningún vínculo contractual. Nuevamente estamos ante un caso claro y flagrante de falta de transparencia en la contratación. El titular de los derechos y deberes hipotecarios debe dirigirse a la entidad con la que contrató dicha hipoteca para saber si está titulizada; no obstante, se encuentra normalmente con la renuencia del banco para facilitar dicha información. Otro claro ejemplo más de la falta de transparencia aplicada por las entidades.

En ocasiones, el contrato de préstamo hipotecario contiene una cláusula de cesión y venta de dicho préstamo por parte de la entidad, cláusula a todas luces abusiva, por varias razones, entre otras por la ausencia de notificación al deudor, que generalmente es neófito en aspectos jurídicos-económicos.

En el aspecto judicial y a través de una ya muy consolidada doctrina jurisprudencial emanada del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (TJUE), a través de la Directiva 93/13/CEE del Consejo de 5 de abril de 1993, en la cual se

reitera la actitud activa o de oficio en cualquier tribunal ante la apreciación de posibles cláusulas nulas o abusivas para con el consumidor.

Sería una cuestión de justicia rogada para la parte predominante y a la hora de firmar un contrato con los consumidores el proporcionarles toda la información posible y requerida por la parte contratante para la comprensión total de dicho contrato.

Trasladado a nuestro país, los errores más importantes detectados, que llevaron al colapso económico, fueron el rescate financiero generalizado tanto a las entidades financieras (banca y cajas de ahorro), como a comunidades autónomas y a corporaciones locales; escasa o nula regulación financiera, traducida en la falta de control por parte del Banco de España en la venta de productos financieros bancarios complejos; un elefantiásico endeudamiento por parte de la gran empresa, las pymes y las familias; falta de preparación de los políticos para afrontar la crisis, y en el caso particular español, extremada corrupción de la instituciones; vulneración continua de los sistemas contables empresariales (maquillaje de cuentas para obtener crédito); todo ello agravado por una falta de ética de carácter sistémico. Tales conclusiones conllevaron un explícito reproche político que alcanzó a los supervisores financieros internacionales (que en cada país están representados por diversos organismos gubernamentales).

VI – PROBLEMÁTICA PRECONTRACTUAL: ASIMETRÍA INFORMATIVA

VI. PROBLEMÁTICA CONTRACTUAL: ASIMETRÍA INFORMATIVA

6.1. ASIMETRÍA INFORMATIVA

Los contratos, una vez perfeccionados, siempre vinculan a las partes. Desde esta afirmación es de donde ha surgido la enorme problemática acompañada de una inmensa litigiosidad debida a la falta de transparencia aplicada por parte de las entidades a la contratación de diversos productos financiero de carácter complejo como por ejemplo las participaciones preferentes, SWAP, etc.

La asimetría informativa alude a la asimétrica posición de las partes respecto al conocimiento de la información relevante para la definición de un contrato. Un ejemplo claro y muy común que subyace a la enorme litigiosidad que se ha venido produciendo sería la falta de conocimiento por parte del cliente retail, al que se le han vendido este tipo de productos, de las vicisitudes y tendencias, de los vaivenes de la economía, de los flujos financieros venideros, o de la propensión de los mercados y los tipos de interés a subidas y bajadas inesperadas, y los períodos de tiempo en los que éstas acaecerán. Por supuesto, la información con la que la entidad cuenta de manera fehaciente y que no es desvelada por ésta a la hora de realizar dichos contratos, realzando las ventajas y minimizando los riesgos a la hora de la venta ante el cliente retail (desinformado).

No hay que olvidar que el riesgo del SWAP en gran medida proviene de una fluctuación de los tipos de interés y especialmente del EURIBOR, información de la que, como hemos dicho anteriormente, suele conocer la entidad financiera.

La eficiencia y el éxito esperados por el pequeño inversor o inversor retail en la contratación de un SWAP, o cualquier otro producto derivado complejo, siempre dependerá del conocimiento y la información que le hayan sido proporcionados, tanto acerca del producto en sí mismo, el mercado global de capitales en el que van a operar, y su eficiencia, así como el riesgo que dicho producto lleva asociado.

El papel que desempeña un buen agente comercial es vital y de suma importancia para el buen desarrollo posterior de la operación. Sin embargo, todos los problemas asociados a este tipo de productos han tenido su origen en la falta de diligencia de estos comerciales traducida en una carencia en el suministro de

información fidedigna ajustada a la realidad compleja de dichos productos. Esta situación ha ocasionado graves quebrantos a los clientes que posteriormente han sido derivados a la entidad comercializadora, a través de infinidad de demandas judiciales.

Ilustramos una de estas demandas con origen en la asimetría informativa, con una Sentencia del Tribunal Supremo que por su relevancia comentaremos a continuación, Sentencia RJ 840/2013, de 20 de enero de 2014. Esta sentencia fue dictada en pleno, en supuesto litigioso de un contrato SWAP. La sentencia alude a la existencia de una falta de cumplimiento a la hora de proporcionar la información debida por parte de la entidad comercializadora de servicios financieros hacia su cliente comprador[336].

- Sentencia del Tribunal Supremo, RJ 840/2013, de 20 de enero de 2014

Aludiendo a la asimetría informativa, la sentencia procede a desestimar el motivo por las siguientes razones:

Dentro de los fundamentos de derecho destacaremos el apartado 1, párrafo cuarto y quinto, en el que se alude textualmente a la falta de cualificación del inversor (párrafo cuarto) y a la inadecuada información recibida por parte de la entidad financiera (párrafo quinto).

No consta que el legal representante de Togi tuviera conocimientos financieros específicos, ni que se cumplieran los requisitos legales para considerar a la demandante inversor profesional. Tampoco existe prueba de que se hubiera realizado el test de conveniencia ni el de idoneidad.

La única información precontractual de la que queda constancia son dos e-mails cruzados entre los representantes de la entidad financiera demandada y de la sociedad demandante, en los que no se informa del riesgo de la operación, sino que se explica el producto como si se tratara de un seguro financiero frente a la inflación".

---

[336] ORDUÑA MORENO, F., SÁNCHEZ MARTÍN, C., y GUILLÉN CATALÁN, R., *Control de transparencia y contratación bancaria, op. cit*., p. 273.

En el Antecedente segundo, se alude, asimismo, al incumplimiento de la normativa MiFID respecto al test de idoneidad y conveniencia. El párrafo dice literalmente:

En su demanda, Togi pidió la nulidad del contrato de SWAP por estar viciado su consentimiento como consecuencia de haber padecido un error vicio, o por el dolo empleado por la entidad financiera. Argumentó que tenía la condición de minorista y que la entidad financiera había dejado de cumplir con la obligación que le imponía la normativa MiFID, en concreto, no había realizado los test de idoneidad y conveniencia del cliente. También invocó la normativa de consumidores y usuarios.

El Antecedente tercero alude al error en el consentimiento prestado por la Sociedad demandante:

La sentencia dictada en primera instancia estimó la demanda, al apreciar error en el consentimiento prestado por Togi. El magistrado de primera instancia entiende que, en la fase precontractual, de acuerdo con las exigencias recogidas en la Ley del Mercado de Valores, debía haberse hecho, y no se hizo, el test de conveniencia, que incluye el estudio del perfil del cliente y la adecuación del riesgo asumido a dicho perfil, a la vista de la complejidad de la operación, de los cálculos y escenarios finales a los que se podía enfrentar el inversor. La sentencia tiene en cuenta que el contrato fue ofrecido por la entidad de crédito y que ésta incumplió los deberes legales de información sobre la complejidad del producto financiero ofrecido y contratado, así como de sus consecuencias. En este contexto, el magistrado argumenta que el inversor incurrió en un error que afectaba a las condiciones mismas de la operación, en concreto, a las consecuencias de los márgenes de inflación pactados en las liquidaciones, al riesgo concreto que asumía, y este error era excusable, al no tener la demandante la condición de inversor profesional y no haberse cumplido los deberes de información derivados de los preceptivos test."

En el Antecedente sexto se alude específicamente a la asimetría informativa dentro del alcance de los deberes de información y asesoramiento:

Normativa aplicable al contrato de SWAP cuya nulidad se pretende. Ordinariamente existe una desproporción entre la entidad que comercializa servicios financieros y su cliente, salvo que se trate de un inversor profesional. La

complejidad de los productos financieros propicia una asimetría informativa en su contratación, lo que ha provocado la necesidad de proteger al inversor minorista no experimentado en su relación con el proveedor de servicios financieros. Como se ha puesto de manifiesto en la doctrina, esta necesidad de protección se acentúa porque las entidades financieras al comercializar estos productos, debido a su complejidad y a la reseñada asimetría informativa, no se limitan a su distribución sino que prestan al cliente un servicio que va más allá de la mera y aséptica información sobre los instrumentos financieros, en la medida en que ayudan al cliente a interpretar esta información y a tomar la decisión de contratar un determinado producto."

Finalmente, en el Antecedente número siete y ocho tratan sobre la evaluación de la conveniencia y la idoneidad.

7. Información sobre los instrumentos financieros. El art. 79 bis LMV regula los deberes de información que recaen sobre las entidades financieras que presten estos servicios de inversión. Estos deberes no se reducen a que la información dirigida a sus clientes sea imparcial, clara y no engañosa (apartado 2), sino que además deben proporcionarles, "de manera comprensible, información adecuada sobre los instrumentos financieros y las estrategias de inversión", que " deberá incluir orientaciones y advertencias sobre los riesgos asociados a tales instrumentos o estrategias" (apartado 3).

El art. 64 RD 217/2008, de 15 de febrero, regula con mayor detalle este deber de información sobre los instrumentos financieros y especifica que la entidad financiera debe "proporcionar a sus clientes (...) una descripción general de la naturaleza y riesgos de los instrumentos financieros, teniendo en cuenta, en particular, la clasificación del cliente como minorista o profesional". Y aclara que esta descripción debe " incluir una explicación de las características del tipo de instrumento financiero en cuestión y de los riesgos inherentes a ese instrumento, de una manera suficientemente detallada para permitir que el cliente pueda tomar decisiones de inversión fundadas".

En su apartado 2, concreta que:

[…] en la explicación de los riesgos deberá incluirse, cuando sea justificado en función del tipo de instrumento financiero en cuestión y de los conocimientos y perfil del cliente, la siguiente información:

a) Los riesgos conexos a ese tipo de instrumento financiero, incluida una explicación del apalancamiento y de sus efectos, y el riesgo de pérdida total de la inversión.

b) La volatilidad del precio de ese tipo de instrumento financiero y cualquier limitación del mercado, o mercados, en que pueda negociarse.

c) La posibilidad de que el inversor, asuma, además del coste de adquisición del instrumento financiero en cuestión, compromisos financieros y otras obligaciones adicionales, incluidas posibles responsabilidades legales, como consecuencia de la realización de transacciones sobre ese instrumento financiero.

d) Cualquier margen obligatorio que se hubiera establecido u otra obligación similar aplicable a ese tipo de instrumento".

8. Evaluación de la conveniencia y de la idoneidad. Además, las entidades financieras deben valorar los conocimientos y la experiencia en materia financiera del cliente, para precisar qué tipo de información ha de proporcionársele en relación con el producto de que se trata, y en su caso emitir un juicio de conveniencia o de idoneidad.

La entidad financiera debe realizar al cliente un test de conveniencia, conforme a lo previsto en el art. 79bis. 7 LMV (arts. 19.5 Directiva 2004/39/CE), cuando se prestan servicios que no conllevan asesoramiento. Se entiende por tales, los casos en que el prestatario del servicio opera como simple ejecutante de la voluntad del cliente, previamente formada. Este test valora los conocimientos (estudios y profesión) y la experiencia (frecuencia y volumen de operaciones) del cliente, con la finalidad de que la entidad pueda hacerse una idea de sus competencias en materia financiera. Esta evaluación debe determinar si el cliente es capaz de comprender los riesgos que implica el producto o servicio de inversión ofertado o demandado, para ser capaz de tomar decisiones de inversión con conocimiento de causa. Como aclara el art. 73 RD 217/2008, de 15 de febrero, se trata de cerciorarse de que el cliente "tiene los conocimientos y experiencia necesarios para comprender los riesgos inherentes al producto o el servicio de inversión ofertado o demandado"

Esta "información relativa a los conocimientos y experiencia del cliente incluirá los datos enumerados a continuación, en la medida en que resulten apropiados a la naturaleza del cliente, a la naturaleza y alcance del servicio a prestar

y al tipo de producto o transacción previsto, incluyendo la complejidad y los riesgos inherentes:

a) Los tipos de instrumentos financieros, transacciones y servicios con los que está familiarizado el cliente.

b) La naturaleza, el volumen y la frecuencia de las transacciones del cliente sobre instrumentos financieros y el periodo durante el que se hayan realizado.

c) El nivel de estudios, la profesión actual y, en su caso, las profesiones anteriores del cliente que resulten relevantes" (art. 74 RD 217/2008, de 15 de febrero).

Contrariamente a lo que entiende el recurrente, estas exigencias propias del test de conveniencia son menores que cuando debe valorarse la idoneidad del producto conforme al art. 79 bis. 6 LMV (art. 19.4 Directiva 2004/39/CE). El test de idoneidad opera en caso de que se haya prestado un servicio de asesoramiento en materia de inversiones o de gestión de carteras mediante la realización de una recomendación personalizada. La entidad financiera que preste estos servicios debe realizar un examen completo del cliente, mediante el denominado test de idoneidad, que suma el test de conveniencia (conocimientos y experiencia) a un informe sobre la situación financiera (ingresos, gastos y patrimonio) y los objetivos de inversión (duración prevista, perfil de riesgo y finalidad) del cliente, para recomendarle los servicios o instrumentos que más le convengan.

Para ello, especifica el art. 72 RD 217/2008, de 15 de febrero, las entidades financieras " deberán obtener de sus clientes (...) la información necesaria para que puedan comprender los datos esenciales de sus clientes y para que puedan disponer de una base razonable para pensar, teniendo en cuenta debidamente la naturaleza y el alcance del servicio prestado, que la transacción especifica que debe recomendarse (...) cumple las siguientes condiciones:

a) Responde a los objetivos de inversión del cliente. En este sentido, se incluirá, cuando proceda, información sobre el horizonte temporal deseado para la inversión, sus preferencias en relación a la asunción de riesgos, su perfil de riesgos, y las finalidades de la inversión.

b) Es de tal naturaleza que el cliente puede, desde el punto de vista financiero, asumir cualquier riesgo de inversión que sea coherente con sus objetivos de inversión (...).

c) Es de tal naturaleza que el cliente cuenta con la experiencia y los conocimientos necesarios para comprender los riesgos que implica la transacción (...).

Referente a la numerosa legislación nacida al albor de la crisis para el buen gobierno del tracto mercantil y financiero debido a los abusos cometidos haremos referencia a la nueva Directiva 2014/65/UE, comúnmente conocida como MiFID II (Markets in Financial Instruments Directive), que todavía no ha entrado en vigor en nuestro país, previsiblemente lo haga el 1 de enero del 2018, y que junto con el Reglamento 600/2014 también conocido como MiFIR (Markets in Financial Instruments Regulation). Ambas normas se ocupan de la protección al inversor y la regulación y transparencia en los mercados financieros, y a través de esta vigilancia erradicar la asimetría informativa como forma de abuso, la cual ha dado lugar a muchas de las sentencias condenatorias a las entidades debido a su mala praxis.

Destacamos algunos de los aspectos que regularán la nueva MiFID II, dirigidos a fortalecer la seguridad jurídica y la transparencia en el ámbito contractual bancario y bursátil: obligación de identificar el tipo de cliente al que va dirigido un producto determinado, identificar el nivel de riesgo del producto ofertado, como de igual manera el grupo de clientes capaces de asumir ese riesgo que conlleva ese producto. Esto hace que se incremente la protección del inversor. También habrá una infraestructura de transparencia y regulación más sólida en los mercados secundarios, exigiéndose mayor información a la hora de comercializar instrumentos financieros. Además, afectará al personal empleado por las entidades para la comercialización de estos productos: tendrán que especializarse y contar con una acreditación de la Asociación Europea de Planificación Financiera, sin la cual no podrán ser agentes de venta de este tipo de productos. Deberán, asimismo, matricular a los equipos de venta de estos productos en programas de formación que les permitan obtener las certificaciones oficiales (DAF, Financial Agent Diploma, EFA, European Financial Advisor, EFP, European Financial Planner), validando así su experiencia y los conocimientos básicos que deben reunir para llevar a cabo este tipo de operaciones.

Por tanto, donde sin duda, va a hacer más hincapié MiFID II respecto de su antecesora MiFID I del año 2007, es en la protección al consumidor y al inversor, incidiendo de manera directa en el asesoramiento y en la mejora ostensible de la

información acerca de la contratación por parte de los consumidores o inversores de instrumentos financieros complejos y de todo tipo.

6.1.1. Vulneración de los elementos esenciales del contrato en la casuística contractual del SWAP: asimetría informativa

La ausencia de alguno de los tres elementos definitorios de un contrato es causa de nulidad absoluta o de pleno derecho del contrato. Hecho que ha concurrido en muchos de los contratos SWAP firmados con diversas entidades financieras, debido al vicio o error en el consentimiento por parte del cliente minorista o retail, originando una gran litigiosidad que ha cristalizado en numerosas sentencias desfavorables a las entidades comercializadoras debido a la mala praxis empleada por éstas a la hora de la colocación entre clientes minoristas.

A continuación mencionamos, algunas reclamaciones de SWAP[337] a través de las sentencias que resumimos a continuación:

Como declara la Sentencia del Tribunal Supremo, RJ 895/1996, de 4 de noviembre de 1996 "la nulidad es perpetua e insubsanable, el contrato viciado de nulidad absoluta en ningún caso podrá ser objeto de confirmación ni de

[337] Existen varias vías en la reclamación de este tipo de productos. Pero cabe destacar que la opción que garantiza la devolución de las cantidades que se le adeudan a cada cliente es la vía judicial. Dicha vía se iniciará ante la Primera Instancia con la contratación de un procurador y abogado. Huelga decir que esta vía conlleva unos costes económicos para el demandante.

En el supuesto de que la reclamación sea por la vulneración de la Ley General de las Condiciones Generales de la Contratación, la competencia para este caso corresponde a los Juzgados de lo Mercantil.

Aparte de la vía judicial, los procedimientos más habituales han sido la reclamación a través de la oficina de atención al cliente de la propia entidad financiera, la reclamación al Banco de España (que llegó incluso a habilitar una página web para este propósito), así como las reclamaciones los distintos servicios de atención al consumidor de las diferentes regiones de España.

prescripción". En el mismo sentido se pronuncia, *inter alia*, la Sentencia del Tribunal Supremo, RJ 2000/1203, de 14 de marzo de 2000.

Más recientemente, existe un ingente número de sentencias que aluden al error o vicio de consentimiento referentes a la contratación de productos estructurados complejos, tipo SWAP. A continuación, citamos y reproducimos parcialmente, por su carácter ejemplificador de los argumentos que estamos esbozando, algunas de dichas sentencias:

- Sentencia del Tribunal Supremo, RJ 377/2017, de 14 de junio 2017

Según el tenor literal de la sentencia:

El contrato celebrado entre las partes, cuya declaración de nulidad se pretendió en la demanda, es un contrato de permuta de tipos de interés denominado «Contrato de intercambios de tipos/cuotas», suscrito en fecha 1 de junio de 2007 -con vigencia por tres años a partir del 31 de mayo de 2008- y relacionado con el contrato de préstamo con garantía hipotecaria celebrado entre las partes en mayo de 2007, por principal ascendente a 180.000 euros a interés variable, de modo que se sustituía el interés variable pactado en dicho préstamo por el pago durante su vigencia -31 de mayo de 2008 a 31 de mayo de 2011- de una cuota fija por importe ascendente a 1.064,54 euros, lo que significaba en la práctica el establecimiento durante dicho plazo de un interés fijo, especificándose en las condiciones particulares del contrato que la comisión de apertura era de 0 euros y la de cancelación igualmente de 0 euros, cuando en realidad la cancelación podía suponer un alto coste para los demandantes".

En sus Fundamentos de derecho, apartado cuarto, la sentencia establece que:

"Respecto del incumplimiento de las obligaciones de información y su incidencia en el error vicio, son numerosas las sentencias de esta Sala que conforman una jurisprudencia reiterada y constante, las cuales consideran que un incumplimiento de dicha normativa, fundamentalmente en cuanto a la información de los riesgos inherentes a los contratos de SWAP, tanto en lo que se refiere a la posibilidad de liquidaciones periódicas negativas en elevada cuantía, como a un también elevado coste de cancelación, puede hacer presumir el error en quien contrató con dicho déficit informativo

En Fundamentos de derecho, apartado quinto, se concluye:

Esa falta de información es la que lleva a considerar que medió error en el consentimiento prestado por parte de los demandantes y que el mismo resulta esencial y excusable, lo que lleva a la declaración de nulidad del contrato por aplicación de lo dispuesto por los artículos 1265 y 1266 CC".

- Sentencia del Tribunal Supremo, RJ 727/2016, de 19 de diciembre de 2016

En dicha sentencia, en sus Antecedentes de hecho, apartado 1, ya declara que "el demandante tiene derecho de apartarse anticipadamente del contrato de fechas 16 de Julio de 2008, sin obligación de pago de penalización alguna al Banco demandado, declarando nula o anulando cualquier estipulación contractual que se oponga a ello por resultar éstas oscuras, abusivas y se tendrán por no puestas (cláusula de cancelación anticipada)".

En Fundamentos de derecho, en el apartado cuatro, la sentencia alude claramente a una asimetría informativa que favorece a la sociedad demandada en detrimento de la parte demandante y que determina la nulidad del contrato, incluso con retrocesión de los importes abonadas hasta el momento por parte de la demandante:

La demandante formuló demanda contra la demandada, en la que solicitaba la nulidad del contrato de SWAP, con retrocesión y compensación de todas las liquidaciones practicadas; y subsidiariamente, que se reconociera el derecho de desistimiento sin coste por parte de la demandante. Tras la oposición de la demandada, el juzgado dictó sentencia en la que consideró resumidamente: **1.-** No consta que la entidad financiera explicara el producto al cliente, ni que le informase de la posibilidad de liquidaciones negativas; **2.-** El producto se comercializó a instancia de la entidad financiera por vía telefónica y no se entregó copia del contrato a la demandante hasta fechas posteriores a su firma; **3.-** El cliente no tiene la consideración legal de experto; **4.-** Tampoco se hizo mención alguna al coste de cancelación; **5.-** Como consecuencia de todo ello, existió error excusable en la prestación del consentimiento por la cliente".

La sentencia en su Fundamentos de derecho, apartado tercero, se refiere claramente a las obligaciones de información que deben cumplir todas las entidades comercializadoras de productos derivados complejos como elemento esencial a la hora de la perfección del contrato, haciendo a la ingente regulación

que protege al inversor frente a la arbitrariedad a la hora de realizar la contratación por parte de las entidades.

- Las obligaciones de información de las entidades financieras en los contratos de permuta financiera posteriores a la incorporación al Derecho español de la normativa MiFID.

1.- **El Real Decreto Legislativo 4/2015 de 23 de octubre por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores**, tuvo como finalidad la incorporación al ordenamiento jurídico español de tres directivas europeas: la Directiva 2004/39/CE, la Directiva 2006/73/CE y la Directiva 2006/49/CE. Las dos primeras, junto con el Reglamento (CE) 1287/2006, de directa aplicación desde su entrada en vigor el 1 de noviembre de 2007, constituyen lo que se conoce como normativa "MiFID" (acrónimo de la Directiva de los Mercados de Instrumentos Financieros, en inglés Markets in Financial Instruments Directive), que creó un marco jurídico único armonizado en toda la Unión Europea para los mercados de instrumentos financieros y la prestación de servicios de inversión.

2.- Tras la reforma, se obliga a las entidades financieras a clasificar a sus clientes como minoristas o profesionales (art. 78 bis LMV). Y si se encuadran en la primera categoría, a asegurarse de la idoneidad y conveniencia de los productos ofrecidos y a suministrarles información completa y suficiente, y con la antelación necesaria, sobre los riesgos que conllevan (art. 79 bis LMV). Asimismo, el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión, establece en sus arts. 72 a 74 que las entidades que presten servicios de inversión deben:

a). - Evaluar la idoneidad y conveniencia para el cliente del producto ofrecido, en función de sus conocimientos y experiencia necesarios para comprender los riesgos inherentes al mismo; (ii) La información relativa a los conocimientos y experiencia del cliente incluirá los datos sobre: a) Los tipos de instrumentos financieros, transacciones y servicios con los que esté familiarizado el cliente;

b). - La naturaleza, el volumen y la frecuencia de las transacciones del cliente sobre instrumentos financieros y el período durante el que se hayan realizado; c)

El nivel de estudios, la profesión actual y, en su caso, las profesiones anteriores del cliente que resulten relevantes;

c). - En ningún caso, las entidades incitarán a sus clientes para que no les faciliten la información legalmente exigible. Es decir, la inclusión expresa en nuestro ordenamiento de la normativa MiFID, en particular el nuevo artículo 79 bis LMV de la Ley del Mercado de Valores (actualmente arts. 210 y ss. del Texto Refundido de dicha Ley, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre), y su normativa reglamentaria de desarrollo, acentuó la obligación de la entidad financiera de informar debidamente al cliente de los riesgos asociados a este tipo de productos, puesto que siendo el servicio prestado de asesoramiento financiero, el deber que pesa sobre la entidad recurrente no se limita a cerciorarse de que el cliente minorista conoce bien en qué consistía el producto que contrata y los concretos riesgos asociados al mismo, sino que además debe evaluar que, en atención a su situación financiera y al objetivo de inversión perseguido, es lo que más le conviene (sentencias de esta Sala núm. 460/2014, de 10 de septiembre , 769/2014, de 12 de enero de 2015 , y 102/21016, de 25 de febrero)".

Por último, ver la Sentencia del Tribunal Supremo, RJ 378/2017, de 14 de junio de 2017, por su especial carácter ejemplificante acerca de la ausencia del vicio en el consentimiento.

6.1.2. Introducción a la cláusula Rebus sic Stantibus

Esta cláusula, cuya traducción sería, "estando así las cosas", recoge un concepto muy vinculado a la transparencia, teniendo en cuenta que desde el momento que se firma un contrato y en el posterior transcurso de la vida del mismo pueden cambiar sus condiciones sustanciales, dejando la puerta abierta a modificaciones en las estipulaciones acordadas con anterioridad para dicho contrato. Hay que tener en cuenta que la economía real es como un sujeto susceptible de todo tipo de imprevistos durante el transcurso inversor en el que participan los diversos actores que en ella operan.

Antes de continuar con el desarrollo, se debe poner de manifiesto que ya en el Tratado de la Convención de Viena[338] del año 1969, cuya entrada en vigor fue el 27 de enero de 1980, germinó la idea de la cláusula *Rebus sic Stantibus* en el ámbito del *pacta sunt servanda*, quedando reflejado en su artículo 62.[339]

---

[338] La Convención de Viena sobre el derecho de los tratados fue una conferencia de carácter internacional celebrada y suscrita en la ciudad de Viena, en mayo del año 1969, que versó sobre un proyecto que se estuvo preparando a lo largo de 15 años y cuyo objetivo fue la codificación del derecho internacional consuetudinario o costumbre internacional, que afectaba directamente a los tratados.

También se desarrolló el *ius cogens* desde el ámbito en el que no se podrán excluir ni alterar el contenido de las normas de derecho imperativo o perentorio, en contraposición del *ius dispositivum.* Esto quedó reflejado en el artículo 53 de dicho tratado: "es nulo todo tratado que, en el momento de su celebración, esté en oposición con una norma imperativa de derecho internacional general". Cabría también destacar, como refleja el artículo 64 de dicho tratado, que las normas imperativas tienen prevalencia sobre los tratados internacionales, aun siendo posteriores.

[339] Artículo 62. Cambio fundamental en las circunstancias

1. Un cambio fundamental en las circunstancias ocurrido con respecto a las existentes en el momento de la celebración de un tratado y que no fue previsto por las Partes no podrá alegarse como causa para dar por terminado el tratado o retirarse de él, a menos que:

a) La existencia de esas circunstancias constituyera una base esencial del consentimiento de las Partes en obligarse por el tratado; y

b) Ese cambio tenga por efecto modificar radicalmente el alcance de las obligaciones que todavía deben cumplirse en virtud del tratado.

2. Un cambio fundamental en las circunstancias no podrá alegase como causa para dar por terminado un tratado entre dos o más Estados y una o más organizaciones internacionales o para retirarse de él si el tratado establece una frontera.

3. Un cambio fundamental en las circunstancias no podrá alegarse como causa para dar por terminado un tratado o para retirarse de él, si el cambio fundamental resulta de una violación, por la Parte que lo alega, de una obligación nacida del tratado o de toda otra obligación internacional con respecto a cualquier otra parte en el tratado.

4. Cuando, con arreglo a lo dispuesto en los párrafos precedentes, una de las Partes pueda alegar un cambio fundamental en las circunstancias como causa para dar por terminado un

Merece la pena destacar que la aplicación de dicha cláusula por parte de nuestros tribunales no ha estado siempre exenta de singularidades ya que su uso conlleva una modificación sustancial de las obligaciones inicialmente asumidas entre las partes y en la firma de un contrato. Esto conlleva la alteración de uno de los principios también fundamentales de nuestro derecho como es el *pacta sunt servanda*.

Por tanto, la cláusula *rebus sic stantibus* habrá de ser tomada con cautela a la hora de su aplicación, lo que es opuesto a hacerlo de forma generalizada o automática. Por situarnos históricamente en un punto, cabe destacar que esta cláusula cobró nuevamente importancia a partir de los años 40, debido a la situación de depresión y crisis en la que se vio sumido nuestro país tras la contienda civil. El Tribunal Supremo acota las características, requisitos y reservas que deben regir la aplicación de esta cláusula. Esta delimitación se plasma, en lo que se podría considerar una recuperación de esta cláusula, en sendas sentencias del Tribunal Supremo correspondientes a los años 1940, 1941 y 1957 (Sentencias de 14 de diciembre, RJ 1135/1940, Sentencia del 17 de mayo RJ 632/1941 y Sentencia del 17 de mayo RJ 2164/1957, respectivamente).

Fue, sin embargo, la Sentencia emitida en el año 1957 por el alto tribunal, y que a través de su ponente el magistrado juez, Francisco Eyré Varela, confirmó la posibilidad de su aplicación, si bien con carácter excepcional, enumerando incluso de manera más clara y concisa los requisitos necesarios, reiterados posteriormente, a saber:

> "a) alteración extraordinaria de las circunstancias en el momento de cumplir el contrato en relación con las concurrentes al tiempo de su celebración;
>
> b) una desproporción desorbitante, fuera de todo cálculo, entre las prestaciones de las partes contratantes que verdaderamente derrumben el contrato por aniquilamiento del equilibrio de las prestaciones; y

---

tratado o para retirarse de él, podrá también alegar ese cambio como causa para suspender la aplicación del tratado.

c) que todo ello acontezca por la sobrevivencia de circunstancias radicalmente imprevisibles"[340].

Hay que tener en cuenta que en nuestro universo jurídico muchos de los conceptos y categorías que maneja se siguen asentando sobre planteamientos dogmáticos, que viven ajenos a una realidad social y económica que tiene su propia dinámica en el tiempo presente. Según el profesor Orduña Moreno[341], una de las figuras que más ilustra esta situación en nuestro ordenamiento es la acción rescisoria por fraude de acreedores. Según su planteamiento, las tesis del Tribunal Supremo acerca de esta figura respondían a una concepción estrictamente dolosa en el fraude de acreedores, en el cual el presupuesto subjetivo de la propia acción respondía a una intencionalidad para causar un perjuicio por parte del deudor al acreedor. Se denominó concilium fraudis. Para la superación de estos prejuicios jurídicos es necesaria la atención a las nuevas circunstancias sociales, teniendo en cuenta unas perspectivas analíticas que permitan una nueva fundamentación de índole teórica de la actitud dolosa del deudor frente al acreedor.

Nuestro Tribunal Supremo en Sentencia del 19 de junio 2012 (RJ 6852/2012) califica esta práctica negocial como un modo más tradicional del contrato por negociación frente al contrato por adhesión que es un contrato más rígido. Por tanto, y siguiendo las palabras del profesor Orduña Moreno "el control de abusividad en materia de contratación resulta igualmente aplicable para comprender la necesidad de una moderna configuración de la cláusula *rebus sic stantibus*"[342], resultando la forma más eficaz para adaptarlo a nuestro sistema mercantil y patrimonial actual. También de este modo se supera otro de los dogmas de nuestro ordenamiento en el campo de la contratación como es el que resulta del *pacta sunt servanda*, que viene a significar que los acuerdos se deben respetar siempre y, añadimos nosotros, que las circunstancias no afecten de manera sustancial a las condiciones de dicho contrato. Por tanto, la cláusula *rebus sic*

---

[340] Sentencia del Tribunal Supremo del 17 de mayo (RJ 2164/1957).

[341] ORDUÑA MORENO, F., y MARTÍNEZ VELENCOSO, L., *La moderna configuración de la cláusula Rebus sic Stantibus.* Thomson Reuters Aranzadi, Pamplona, 2017, pp. 197-201.

[342] ORDUÑA MORENO, F., y MARTÍNEZ VELENCOSO, L., La moderna configuración de la cláusula Rebus sic Stantibus, op. cit., pp. 197-201.

stantibus viene a modificar lo anteriormente dicho debido a los cambios producidos y a las alteraciones ocasionadas por una virulenta crisis financiera.

6.1.3. Aplicabilidad de la cláusula Rebus sic Stantibus

Sin ánimo de hacer un estudio exhaustivo de esta figura jurídica y con el respeto debido a todo lo escrito sobre la misma por parte de la doctrina, haremos una breve reseña a la posible aplicabilidad en la contratación sobre productos bancarios complejos de este tipo de cláusula.

La Rebus sic Stantibus está en perfecta consonancia con el principio de pacta sunt servanda (lo pactado se ha de cumplir). En el ámbito contractual se produjo una normalización a partir del año 2014 de la cláusula Rebus sic Stantibus que quedó reflejada en dos importantes sentencias del Tribunal Supremo cuyo ponente fue el Magistrado Orduña Moreno. Dichas sentencias, ambas del año 2014, son del de 30 de junio y la del 15 de octubre.[343]

Los principios de conmutatividad y buena fe serán los que prevalezcan a la hora de la aplicación de la cláusula Rebus como opuestos al concepto de economía especulativa, muy presente este último concepto en la crisis de 2007-2016.[344]

En la reiterada jurisprudencia del Tribunal Supremo se deja claro que, para desplegar los efectos de esta cláusula es necesario un agravamiento de las condiciones del riesgo contractual, o lo que es lo mismo sería inaplicable cuando sólo una de las partes del contrato asuma un riesgo sobrevenido de la realidad.

Los beneficios esperados de esta cláusula se materializan cuando los esperados a la firma de un contrato se vean reducidos en atención a una serie de circunstancias inesperadas. Este tipo de cláusula tiene una aplicabilidad más común en los contratos de tracto sucesivo como, por ejemplo, en los contratos de

---

[343] ESPÍN ALBA, I., Cláusula Rebus sic Stantibus e interpretación de los contratos: ¿y si viene otra crisis?. Reus Editorial, Madrid, 2020, p. 19.

[344] FERNÁNDEZ RUÍZ-GÁLVEZ, E., "Rebus sic Stantibus y crisis económica. Orden público económico versus especulación". *Anuario de filosofía del derecho*, 2017 (*33*), p. 65.

arrendamientos urbanos[345]. Orduña Moreno y Martínez Velencoso subrayan que el requisito de la imprevisibilidad es importante a la hora de la aplicación de esta cláusula, por tanto, plantea una gran complejidad dado los tiempos en los que nos movemos, ya que dichos riesgos en el tiempo actual han dejado de ser naturales, es decir, lluvias, inundaciones, etc. para pasar a ser más de carácter artificial y, por tanto, mucho más predecibles. Esta circunstancia hace que sea más compleja la aplicación de este tipo de cláusula sobre cualquier modalidad contractual.[346]

Por tanto, continúan exponiendo estos autores, el tipo de contrato es muy importante a la hora de su aplicación y podríamos relacionar con el caso objeto de estudio, la información asimétrica, como concepto determinante a la hora de dirimir la responsabilidad sobre la parte sobre la que recaerían las modificaciones más perjudiciales a la hora de la aplicación de dicha cláusula. Con esto queremos decir que debería asumir dicho riesgo la parte que tenga más capacidad de obtener la información más exhaustiva y más fiable (p. 93).

Resulta evidente que ante la complejidad para determinar los riesgos verdaderamente impredecibles para ambas partes los tribunales españoles son muy reacios a la aplicación de esta cláusula, ya que en muchas de esas sentencias dicho rechazo a la aplicación de la cláusula Rebus se debe a que existe por parte de las partes contratantes la asunción expresa de un posible cambio de circunstancias en el contrato como parte del *alea* del mismo.

Referente al caso que nos ocupa, según menciona Cossío (1996) como mencionado en Orduña Moreno y Martínez Velencoso[347]:

"Entiende la doctrina que en principio, no es aplicable la fórmula de la cláusula Rebus sic stantibus a los contratos aleatorios, en los que precisamente las prestaciones se basan en el riesgo de carácter extraordinario, si bien creemos, que más que entre contratos conmutativos y contratos aleatorios habrá de estarse a los

---

[345] ORDUÑA MORENO, F., y MARTÍNEZ VELENCOSO, L., La moderna configuración de la cláusula Rebus sic Stantibus, op. cit., p. 92.

[346] ORDUÑA MORENO, F., y MARTÍNEZ VELENCOSO, L., La moderna configuración de la cláusula Rebus sic Stantibus, op. cit., p. 93.

[347] ORDUÑA MORENO, F., y MARTÍNEZ VELENCOSO, L., La moderna configuración de la cláusula Rebus sic Stantibus, op. cit., pp. 84-85.

índices de determinación de lo que es el alea normal en cada tipo de contrato, alea normal, que ha de tener presente el modo en concreto de que se han servido las partes para regular sus prestaciones, que jugaría a modo de concepto válvula con independencia de que sean dichos contratos conmutativos o aleatorios. Solamente entraría en juego la fórmula Rebus en cuanto se sobrepase esa barrera del alea normal para convertirse en un alea excepcional para ese tipo de contrato".

Dicho lo cual, consideramos que la inaplicabilidad de la cláusula Rebus a los contratos de SWAP es un hecho más que patente, por varios motivos. Primero, por el carácter aleatorio que revisten estos contratos, y segundo, porque es el riesgo en sí, lo que materializa la existencia y la formación de estos contratos, lo que convertiría en una contradicción en sí misma la aplicación de la cláusula Rebus sobre este tipo de productos.

6.1.4. Artículo 1.258 del Código Civil y la cláusula Rebus sic stantibus[348]

La jurisprudencia de nuestro Tribunal Supremo modula la interpretación y el alcance de la tan controvertida cláusula Rebus sic stantibus. De un tiempo a esta parte, nuestros tribunales han pasado de la interpretación estricta y de la aplicación restrictiva de dicha cláusula a una reconfiguración de los requisitos para su correcta aplicación, haciéndose eco de las tendencias existentes en el Derecho Europeo y en el Derecho Internacional, flexibilizando y normalizando la aplicación de la excepción que constituye dicha cláusula del principio llamado "pacta sunt servanda" en nuestro derecho de contratos.

Por lo tanto, conviene aclarar que la cláusula Rebus sic stantibus está encuadrada en la órbita del principio fundamental que constituye el principio "pacta sunt servanda", por cuya virtud las cláusulas y prestaciones contractuales se ejecutarán conforme a lo pactado entre las partes siempre que dicho acuerdo sea conforme a la buena fe, al uso o costumbres y, por supuesto, a la legalidad vigente.

---

[348] Artículo 1.258 del Código Civil:

Los contratos se perfeccionan por el mero consentimiento, y desde entonces obligan, no sólo al cumplimiento de lo expresamente pactado, sino también a todas las consecuencias que, según su naturaleza, sean conformes a la buena fe, al uso y a la ley"

Dicho principio contempla una doble vertiente, una positiva, cuya característica o virtud fundamental trata de la obligación del cumplimiento por las partes de lo pactado en dicho contrato, así como la asunción de las consecuencias derivadas de la realización y de la no realización de lo pactado. En segundo lugar, la vertiente negativa, en la cual se contempla como irrelevantes cualesquiera elementos, circunstancias o coyunturas no contempladas ni deducibles a través de la figura de la interpretación o la integración contractual[349], siempre que estas dos últimas fueran relevantes.

Ciertamente el reconocimiento de las excepciones al principio del "pacta sunt servanda" se remontan al mismo tiempo de la existencia del propio principio, el cual en aquel entonces recetaba el cumplimiento de la palabra dada, siendo, por tanto, la cláusula Rebus sic stantibus su reflejo inverso, de difícil encaje en la práctica contractual durante tanto tiempo. Por tanto, el fundamento actual de su aplicación radicaría en el reconocimiento de las alteraciones entre la prestación y la contraprestación en un contrato en el que quedaría fracturado el propio sinalagma de dicho contrato (vid. apartado 3.4.1).

Por tanto, de darse una circunstancia de modificación o resolución contractual por causas de fuerza mayor e imprevisibles para ambas partes, se aplicaría dicha cláusula para poder restablecer el equilibrio entre las partes y las prestaciones pactadas en el contrato. La jurisprudencia de nuestro tribunal supremo sitúa la imprevisibilidad y la desproporción exorbitante como causas justificadas para la aplicación de la cláusula Rebus sic stantibus. Esa desproporción exorbitante y esa imprevisibilidad para ambas partes constituye, a su vez, un freno para evitar la arbitrariedad y discrecionalidad en la aplicación, obligando al juez o al mediador arbitral a interpretar dicho contrato.

---

[349] La integración contractual es una figura recogida en el artículo 1.258 del Código Civil que, junto con la interpretación y calificación contractual, constituyen tres instituciones fundamentales en nuestro derecho de contratos, siendo la integración la figura que trata de extraer consecuencias complementarias de acuerdo, siempre, con el sistema o conjunto de normas vigentes en ese momento, dando como resultado la agregación de nuevos derechos y obligaciones que no estaban contemplados previamente a la firma de dicho contrato, ni por las partes ni por las normas de carácter dispositivo que se han aplicado al contrato en cuestión.

Según la Sentencia 333/2014 de 30 de junio del TS, sobre la caracterización y régimen jurídico de la cláusula Rebus sic stantibus et aliquo de novo non emergentibus, se contempla que como medida restrictiva para su aplicación se ha de dar la circunstancia excluyente de la inexistencia de otros recursos a los que acudir como sustitutivos de dicha cláusula. Por tanto, la conmutatividad y la buena fe serán condiciones indispensables entre las partes para su aplicación. De hecho, en la anterior crisis económica que vivimos desde el año 2007, no fue elemento suficiente, teniendo que demostrar de manera fehaciente quien la solicitó que la incidencia en la base económica del contrato fue suficiente para lograr frustrar la finalidad económica de aquél, alterando muy significativamente su viabilidad.

6.1.5. Conclusiones de la doctrina española acerca de la cláusula Rebus sic stantibus

De acuerdo con Orduña Moreno y Martínez Velencoso[350], la jurisprudencia española le ha negado sistemáticamente los efectos rescisorios, resolutorios o extintivos del contrato. Únicamente le ha otorgado los modificativos que van dirigidos a compensar los desequilibrios en las prestaciones contractuales.

En opinión del profesor Díez-Picazo[351] "la resolución por excesiva onerosidad o por desaparición de la base del negocio debe considerarse como la regla general cuando la relación obligatoria es sinalagmática. Existe entonces una facultad que se atribuye a la parte perjudicada por el evento sobrevenido. Esta parte es quien puede optar entre cumplir el contrato en sus propios términos o demandar su resolución. El reajuste o la revisión judicial del contrato que lo reconduzca a la equidad puede ser excepcionalmente aplicado en las relaciones obligatorias,

---

[350] ORDUÑA MORENO, F., y MARTÍNEZ VELENCOSO, L., La moderna configuración de la cláusula Rebus sic Stantibus, op. cit., p. 134.

[351] DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, L., "La cláusula Rebus sic Stantibus", en FERRÁNDIZ GABRIEL, J. R (coords.), *Extinción de obligaciones*, Consejo General del Poder Judicial. Madrid, 1996 a, p. 885.

simples o con obligaciones a cargo de una sola de las partes cuando el daño proceda de una excesiva onerosidad sobrevenida.

Según el autor, por tanto, en el Derecho español se admiten dos supuestos de resolución: de las obligaciones bilaterales, recíprocas o sinalagmáticas del 1124 del Código Civil y la resolución por alteración sobrevenida de las circunstancias. El segundo tipo, a pesar de no estar regulado en nuestra Código Civil sí es aceptado por la doctrina de nuestro Tribunal Supremo a través de la cláusula Rebus sic Stantibus[352].

Según Lacruz Berdejo "en los casos en los que el cambio de las circunstancias es tal que trastoca el cuadro en el que previsiblemente había de operar el contrato y los efectos que había de producir según el designio de las partes, no parece justo que el cumplimiento deba seguir practicándose a la letra, o, incluso a veces, que persista el deber de cumplir".[353]

Según Orduña Moreno y Martínez Velencoso, este problema se presenta normalmente en los contratos de larga duración o bien en los que su cumplimiento se difiere en el tiempo[354]. A diferencia de Díez-Picazo, Lacruz Berdejo entiende que la consecuencia jurídica debe ser "la modificación de los términos del contrato a fin de adaptarlos equitativamente a la nueva situación, de modo que siga produciendo aquél las consecuencias queridas por las partes".[355]

Hay que añadir que la Ley de Condiciones Generales de la Contratación en su Disposición Adicional Primera establece que serán nulas de pleno derecho y se tendrán por no puestas las cláusulas, condiciones y estipulaciones en las que se aprecie el carácter abusivo.

---

[352] ORDUÑA MORENO, F., y MARTÍNEZ VELENCOSO, L., La moderna configuración de la cláusula Rebus sic Stantibus, op. cit., p. 134.

[353] LACRUZ BERDEJO, J. L., *Derecho de obligaciones*, Dykinson, Madrid, 1999, p. 512.

[354] ORDUÑA MORENO, F., y MARTÍNEZ VELENCOSO, L., La moderna configuración de la cláusula Rebus sic Stantibus, op. cit., p. 135.

[355] LACRUZ BERDEJO, J. L., *Derecho de obligaciones*, *op. cit*., p. 512.

La parte del contrato afectada por la nulidad se integrará con arreglo a lo dispuesto en el 1258 del Código Civil[356]. A estos efectos el juez declarará la nulidad de dichas cláusulas, integrará el contrato, dispondrá de facultades moderadoras respecto de los derechos y obligaciones de las partes, cuando subsista el contrato, y de las consecuencias de su ineficacia en caso de perjuicio apreciable para el consumidor o usuario[357].

6.1.6. Cláusulas abusivas

Cada vez es más habitual no hallar respuestas normativas a las crecientes controversias jurídicas que nacen del vertiginoso desarrollo de nuestra sociedad actual cuya problemática es pareja a dicho crecimiento[358].

Las condiciones generales en la contratación se dan tanto entre profesionales como entre profesionales y consumidores. Se exige que formen parte del contrato y sean conocidas, y si no son escritas, exista una posibilidad real de ser conocidas. Ha de existir la posibilidad cierta de que sean sencillas, concretas, conocidas y de redacción transparente y clara. Se exige, adicionalmente, en la contratación con un consumidor la no abusividad de dichas cláusulas[359]. En muchos de los casos, las cláusulas abusivas tienen su ámbito en la relación con los consumidores, aunque también pueden darse en contratos con condiciones generales, como es el caso de las cláusulas predispuestas para un contrato, en el cual el consumidor lo único que hace es adherirse a dicho contrato. En estos casos, no ha existido una negociación individual.

---

[356] Art. 1258. Los contratos se perfeccionan por el mero consentimiento, y desde entonces obligan, no sólo al cumplimiento de lo expresamente pactado, sino también a todas las consecuencias que, según su naturaleza, sean conformes a la buena fe, al uso y a la ley.

[357] ORDUÑA MORENO, F., y MARTÍNEZ VELENCOSO, L., La moderna configuración de la cláusula Rebus sic Stantibus, op. cit., p. 135.

[358] FERRÁNDIZ GABRIEL, J., *Cláusulas abusivas en la contratación bancaria*. Barcelona, Bosch, 2014, p. 24.

[359] LEY 7/1998, de 13 de abril, sobre Condiciones Generales de la Contratación (*BOE* nº 89, de 14 de abril de 1998).

También puede darse entre profesionales la existencia de cláusulas abusivas. Sujetándose dicho concepto a las normas generales de nulidad contractual, pudiendo declararse judicialmente nula una condición general que sea abusiva cuando sea contraria al principio de justo equilibrio de prestaciones o, también conocido, como principio de buena fe. Causando un desequilibrio importante entre los derechos y obligaciones de las partes, incluso aunque siga siendo un contrato entre profesionales o empresarios.

El control de transparencia como control de la legalidad en el marco de la contratación viene a comprobar básicamente, y de manera primordial, que la cláusula como concepto genérico en el conjunto de una reglamentación, ya predispuesta en el propio contrato, se refiera de manera directa a una comprensibilidad real y no meramente abstracta o formal de los aspectos básicos del contrato, para que el consumidor y usuario conozca y le resulte posible evaluar de manera directa, todas las consecuencias jurídicas que se deriven del acuerdo contractual referente al producto o servicio financiero ofertado por parte de la entidad, resultándole a su cargo, tanto respecto del punto de vista de la onerosidad o sacrificio patrimonial, como lo que le suponer a posteriori la ejecución en su contra del contrato celebrado (Orduña Moreno, Sánchez Martín, & Guillén Catalán, 2016, p. 79).

Como venimos remarcando de forma recurrente, la terrible problemática que causa la falta de conocimiento y/o preparación por parte del consumidor habitual de este tipo de productos (a saber, productos estructurados con derivados), está llevando a que la propia doctrina jurídica, recogida en las sentencias judiciales de las distintas jurisdicciones, se estén pronunciado muy claramente, en la mayoría de los casos, a favor del consumidor.

El sentido común nos indica que un abogado experto en derecho mercantil y derecho civil, incluso que ostente una doble titulación académica (Derecho y Ciencias Económicas), y que además de lo anterior sea también asesor de empresas, sería más que suficiente para considerarlo apto en la contratación de productos complejos. Pues bien, incluso en estas circunstancias, el propio Tribunal Supremo opina de modo diferente, considerando que ni los estudios ni el puesto de trabajo permiten presumir una capacidad absoluta para la toma de decisiones en este ámbito específico y complejo.

De manera genérica se considera la figura del inversor cualificado a las personas jurídicas que estén autorizadas o reguladas para operar en los mercados financieros. Las pymes podrán acceder a esta condición cuando expresamente hayan solicitado ser consideradas como tales.

Respecto de las personas físicas habría que matizar que deberían de cumplir dos de los tres requisitos que a continuación se enumeran:

- Que el inversor haya realizado operaciones significativas y con bastante frecuencia en los mercados financieros;
- Que el volumen de la cartera que ostenta sea superior al medio millón de euros;
- Que al menos haya trabajado durante un año en el sector financiero.

La Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. Artículo 78 bis, define las clases de clientes del siguiente modo:

1. A los efectos de lo dispuesto en este Título, las empresas de servicios de inversión clasificarán a sus clientes en profesionales y minoristas. Igual obligación será aplicable a las demás empresas que presten servicios de inversión respecto de los clientes a los que les presten u ofrezcan dichos servicios.

2. Tendrán la consideración de clientes profesionales aquéllos a quienes se presuma la experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente sus riesgos. 3. En particular tendrá la consideración de cliente profesional:

a) Las entidades financieras y demás personas jurídicas que para poder operar en los mercados financieros hayan de ser autorizadas o reguladas por Estados, sean o no miembros de la Unión Europea.

Se incluirán entre ellas las entidades de crédito, las empresas de servicios de inversión, las compañías de seguros, las instituciones de inversión colectiva y sus sociedades gestoras, los fondos de pensiones y sus sociedades gestoras, los fondos de titulización y sus sociedades gestoras, los que operen habitualmente con materias primas y con derivados de materias primas, así como operadores que contraten en nombre propio y otros inversores institucionales.

b) Los Estados y Administraciones regionales, los organismos públicos que gestionen la deuda pública, los bancos centrales y organismos internacionales y

supranacionales, como el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional, el Banco Central Europeo, el Banco Europeo de Inversiones y otros de naturaleza similar.

c) Los empresarios que individualmente reúnan, al menos, dos de las siguientes condiciones:

1.º que el total de las partidas del activo sea igual o superior a 20 millones de euros;

2.º que el importe de su cifra anual de negocios sea igual o superior a 40 millones de euros;

3. º que sus recursos propios sean iguales o superiores a 2 millones de euros.

d) Los inversores institucionales que, no incluidos en la letra a) tengan como actividad habitual invertir en valores u otros instrumentos financieros.

Quedarán incluidas en este apartado, en particular, las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras. Las entidades señaladas en los apartados anteriores se considerarán clientes profesionales sin perjuicio de que puedan solicitar un trato no profesional y de que las empresas de servicios de inversión puedan acordar concederles un nivel de protección más amplio. e) Los demás clientes que lo soliciten con carácter previo, y renuncien de forma expresa a su tratamiento como clientes minoristas. La admisión de la solicitud y renuncia quedará condicionada a que la empresa que preste el servicio de inversión efectúe la adecuada evaluación de la experiencia y conocimientos del cliente en relación con las operaciones y servicios que solicite, y se asegure de que puede tomar sus propias decisiones de inversión y comprende sus riesgos. Al llevar a cabo la citada evaluación, la empresa deberá comprobar que se cumplen al menos dos de los siguientes requisitos:

1. que el cliente ha realizado operaciones de volumen significativo en el mercado de valores, con una frecuencia media de más de diez por trimestre durante los cuatro trimestres anteriores;

2. que el valor del efectivo y valores depositados sea superior a 500.000 euros;

3. que el cliente ocupe, o haya ocupado durante al menos un año, un cargo profesional en el sector financiero que requiera conocimientos sobre las operaciones o servicios previstos.

El Gobierno y, con su habilitación expresa, el ministro de Economía y Hacienda o la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrán determinar la forma de cálculo de las magnitudes señaladas en este apartado y fijar requisitos para los procedimientos que las entidades establezcan para clasificar clientes.

4. Se considerarán clientes minoristas todos aquellos que no sean profesionales.

Respecto de la categorización de productos complejos, la ley no establece un listado claro, aunque sí hay unanimidad en clasificar como complejos todos aquellos productos que lleven integrados en sí mismos un derivado.

Para ir terminando este epígrafe, diremos que los jueces están siendo especialmente exigentes y exhaustivos con los deberes de información para con los clientes de banca retail, incluso en aquellas situaciones en las que han realizado el test de idoneidad y conveniencia.

La lista de cláusulas contractuales abusivas se encuentra recogida en la disposición adicional primera de la Ley 26/1984 de 19 de julio, General para la defensa de los Consumidores y Usuarios. Uno de los grandes principios del derecho civil es el deber de no causar un daño a otro[360].

6.1.7. Cuestiones de carácter procesal. El control de las cláusulas abusivas

La garantía en la defensa de los derechos de consumidores y usuarios está reflejada en el artículo 51 de la Constitución Española[361]. Dicha garantía debe circunscribirse en el ejercicio de una actividad preventiva o cautelar donde se despliegue la *potestas* de los poderes públicos tendente a evitar la inclusión en la contratación de pactos abusivos en relación a los consumidores. Es de gran importancia la actividad que desarrollan en este terreno las instituciones jurídicas

---

[360] ULPIANO, Digesto 1.2.10.1

[361] Artículo 51.1 CE: Los poderes públicos garantizaran la defensa de los consumidores y usuarios protegiendo mediante procedimientos eficaces la seguridad, la salud y los legítimos intereses económicos de los mismos.

Artículo 51.3 CE: En el marco de lo dispuesto por los apartados anteriores la ley regulará el comercio interior y el régimen de autorización de productos comerciales.

extrajudiciales de derecho preventivo o cautelar como los notarios o los registradores de la propiedad, asesorando e informando los primeros y controlando la legalidad por la vía de la calificación respecto de los contratos seriados o en masa los segundos, los cuales pretenden su acceso al registro.

La función calificadora de oficio de las cláusulas abusivas por parte de los registradores viene dispuesta en el artículo 2.58.2 de la Ley Hipotecaria. La Dirección General del Registro y Notariado en su resolución de 11 de enero del 2012 analiza el contenido del artículo 12 de la Ley Hipotecaria tras la reforma operada por la Ley 41/2007 de 7 de diciembre y del artículo 18.1 de la Ley 2/2009 por la que se regula la contratación con los consumidores de préstamos o créditos hipotecarios y de servicios de intermediación para la celebración de contratos de préstamo o crédito.

El registrador podrá realizar una mínima actividad calificadora de las cláusulas financieras y de vencimiento anticipado en virtud de la cual podrá rechazar la inscripción de una cláusula abusiva siempre que su nulidad hubiese sido declarada mediante una resolución judicial firme, pero también en aquellos casos en los que se pretenda el acceso al registro cuyo carácter abusivo pueda ser apreciado por el registrador sin ningún de valoración de circunstancias concurrentes en el supuesto concreto.[362]

En la fase inicial del procedimiento monitorio español, justo en la fase de admisión a trámite el juzgador puede examinar de oficio el carácter abusivo de cualesquiera cláusulas estipuladas en un contrato, pudiendo ser examinado y dictaminado dicho carácter por parte del juzgador.[363]

La Directiva 93/13 manifiesta la idea de que el consumidor está en una situación de inferioridad respecto de la entidad financiera, en lo referente a los temas de capacidad negociadora, o nivel de información. Esta situación en muchos

---

[362] FERNÁNDEZ DE SENESPLEDA, I., SERRA RODRÍGUEZ, A., IZQUIERDO BLANCO, P., y SOLER SOLÉ, G., *Cláusulas abusivas en la contratación bancaria*, *op. cit*., p. 42.

[363] FERNÁNDEZ DE SENESPLEDA, I., SERRA RODRÍGUEZ, A., IZQUIERDO BLANCO, P., y SOLER SOLÉ, G., *Cláusulas abusivas en la contratación bancaria*, *op. cit*., p. 291.

casos hace que el consumidor se adhiera a las condiciones redactadas de antemano por el profesional sin poder influir en el contenido de dichas condiciones. Por consiguiente, el artículo 6, apartado 1 de la citada Directiva prevé que las cláusulas abusivas nunca vincularán al consumidor.[364]

La Directiva 93/13 promulga la protección al consumidor, y son los tribunales de justicia los que han subrayado que la situación de desequilibrio existente entre el consumidor y la entidad comercializadora solo se puede compensar mediante la intervención positiva, ajena a las partes del contrato. Por tanto, será el juez nacional quien deberá apreciar de oficio el carácter abusivo de las diversas cláusulas reflejadas en los contratos.[365].

El Derecho de La Unión, por consiguiente, atribuye siempre al juez nacional no solo la mera facultad de pronunciarse sobre la naturaleza abusiva de cualesquiera de las cláusulas contractuales, sino que además le otorga la obligación de examinar de oficio la cuestión, tan pronto disponga de los elementos de hecho y derecho necesarios.[366]

6.1.8. Resolución de reclamaciones

Todos estos productos de carácter financiero complejo han provocado y siguen haciéndolo, innumerable litigiosidad entre las partes, llevando a poner en marcha todas las vías jurídicas existentes para su resolución. Nos referimos no sólo a los tribunales ordinarios sino también a la relevancia adquirida por el procedimiento arbitral. Incluso las propias entidades financieras articularon soluciones ad hoc, inéditas hasta el momento, como fue el canje de las

---

[364] FERNÁNDEZ DE SENESPLEDA, I., SERRA RODRÍGUEZ, A., IZQUIERDO BLANCO, P., y SOLER SOLÉ, G., *Cláusulas abusivas en la contratación bancaria*, *op. cit*., p. 291.

[365] FERNÁNDEZ DE SENESPLEDA, I., SERRA RODRÍGUEZ, A., IZQUIERDO BLANCO, P., y SOLER SOLÉ, G., *Cláusulas abusivas en la contratación bancaria*, *op. cit*., p. 292.

[366] FERNÁNDEZ DE SENESPLEDA, I., SERRA RODRÍGUEZ, A., IZQUIERDO BLANCO, P., y SOLER SOLÉ, G., *Cláusulas abusivas en la contratación bancaria*, *op. cit*., p. 292.

participaciones preferentes ofertado por las entidades emisoras a los clientes defraudados[367].

Respecto del caso que nos ocupa, la vía judicial o el arbitraje componen el tándem más frecuente en cuanto a forma de dirimir el conflicto causado por los contratos de permuta financiera o SWAP[368].

---

[367] A este respecto vid: RODERO VICENTE, F. M., Responsabilidad jurídica de las entidades de crédito por la venta de participaciones preferentes, op. cit.

Aclaramos que las entidades que incorporaron estas prácticas son las que no superaron la prueba de resistencia o estrés-test en el contexto del MOU (Memorándum of Understanding) y que no pudieron cubrir las necesidades de capital sin las ayudas concedidas por el estado para estos casos. Algunas de estas entidades fueron Banco Mare Nostrum, Liber Bank, y Banco Ceiss. Hay que resaltar, asimismo, que existían otro tipo de entidades como fueron BFA/Bankia, Cataluña Caixa, NCG Banco y Banco de Valencia, que en la fecha de la firma del MOU pertenecían al FROP (Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria), que redujeron en menor medida su saldo vivo deudor respecto de los clientes defraudados debido a las restricciones que les impuso la Comisión Europea por haber recibido ayudas del estado.

Para mayor abundamiento en este tema, vid. CUCARELLA GALIANA, L. A., *El procedimiento arbitral*, Cometa, Zaragoza, 2004.

[368] En lo referente a la vía judicial, hay múltiples sentencias que han declarado la nulidad de los contratos de permuta financiera o SWAPs por la presencia de "error en el consentimiento" del cliente inducido éste por la entidad financiera colocadora. Por citar un ejemplo, la sentencia 83/2010 del Juzgado de Primera Instancia de Ourense afirma textualmente que "dada la peculiaridad, complejidad y en muchas ocasiones carácter novedoso de algunos productos bancarios, la omisión por parte de la entidad bancaria en el suministro de información o el carácter deficitario de la suministrada conlleva que el cliente haya adquirido una noción incorrecta del producto y del coste económico que el mismo le va a suponer, por lo que el consentimiento prestado nace viciado y permite anular el contrato si el error recae sobre elementos esenciales del contrato, sin que pueda invocarse, como hace la demanda, la omisión por parte del cliente de la diligencia contractual exigible, es decir, que el error es inexcusable ya que la propia complejidad de los productos que las entidades diseñan y ofrecen a sus clientes hace difícil que el cliente minorista pueda con una diligencia media o regular vencer el error".

Habría que recordar que los procedimientos de nulidad de permuta financiera se suelen articular en base a la inexistencia de uno de los requisitos de todo contrato cual es el consentimiento, precisamente por haber prestado el mismo en base al error derivado de la creencia por parte del cliente de estar contratando algo radicalmente distinto a lo que realmente estaba contratando. Y dicho error existirá o no en función de lo que el cliente creía que estaba formalizando, lo cual estaría relacionado de forma muy precisa con la información que la entidad hubiera suministrado sobre el contrato en liza, las características de éste y su contenido. Habría que destacar como factor importante que la propia jurisprudencia conviene en exigir y, por supuesto, acreditar a la entidad financiera colocadora la acreditación de la información que en su momento puso a disposición del cliente.

Como bien es sabido, en cualquier procedimiento judicial las posiciones de las partes son antagónicas, siendo claro que la carga de la prueba acaba recayendo en quién hace las alegaciones, pero en estos casos "la ausencia de información supone en la práctica una prueba diabólica" siendo, por lo tanto, muy complicado para el cliente que ha sido defraudado por la entidad obtener dicha prueba resultando habitual en estos casos que la jurisprudencia se haya mostrado siempre favorable a que sea la propia entidad la que asuma la tarea de acreditar la información solicitada por el cliente defraudado.[369]

El contrato siempre debe dar cauce a unos intereses reputados lícitos por el ordenamiento jurídico y producir unos resultados que también sean conformes con el citado ordenamiento[370].

---

[369] GARCÍA ANGULO, B., Nulidad de los contratos SWAP en la jurisprudencia, op. cit., pp. 95-96.

[370] Como ya hemos destacado en otros ámbitos (RODERO VICENTE, F. M., *Responsabilidad jurídica de las entidades de crédito por la venta de participaciones preferentes, op. cit.),* a las entidades presentan todos estos productos como garantías o seguros para el posible cliente. Pues bien, desde luego son un gran seguro, pero no para el cliente y sí para la propia entidad emisora la cual lleva una gran ventaja en conocimientos financieros (asimetría informativa) respecto al pequeño inversor y, sobre todo, en casos particulares, como el que nos ocupa, consistente en el seguimiento del mercado del tipo de interés, sobre el cual pivota el negocio del banco. Huelga decir que, cuando se firma dicho contrato, la entidad ya conoce de antemano la evolución de los tipos de interés en los meses venideros, a diferencia del cliente que ni por asomo se hace una idea de la que se le avecina.

Existen una serie de excepciones a las obligaciones de información o registro las cuales no son de aplicación en el caso de ofertar permutas financieras o SWAPs. Hablamos de lo que está contemplado en el artículo 79 quáter de la Ley del Mercado de Valores: "*Excepciones a las obligaciones de información y de registro. Lo dispuesto en los dos artículos anteriores no será de aplicación cuando se ofrezca un servicio de inversión como parte de un producto financiero que ya esté sujeto a otras disposiciones de la legislación comunitaria o a estándares europeos comunes para entidades de crédito y para la actividad de crédito al consumo, referentes a la valoración de riesgos de los clientes o a los requisitos de información*".

Es por ello, que a la contratación de permuta financiera o SWAP y demás instrumentos financieros se le ha de aplicar siempre la obligación de información y registro que está contenida en el artículo 79 de la Ley del Mercado de Valores en sus puntos bis y ter.

Siempre hay que tener en cuenta la vulnerabilidad del cliente retail en el ámbito de la contratación de derivados Over the Counter, debido a su falta de conocimientos y cualificación profesional en este ámbito para tomar una decisión adecuada, de ahí que la jurisprudencia haya optado porque sea la propia entidad, como decíamos anteriormente, la que asuma la carga probatoria.

En muchos casos es la propia entidad la que amparada en la Orden EHA/2899/2011 argumenta que se ha extendido la obligación de ofrecer a todos los solicitantes de préstamos hipotecarios para la adquisición de una vivienda la contratación de un instrumento o sistema de cobertura de riesgo por un incremento del tipo de interés. Esto es lo que sería un SWAP. No obstante, nada está en el espíritu literal de la citada orden sobre que tenga que ser un SWAP lo que deba de contratar el cliente, habida cuenta de la existencia de otro tipo de productos que incluso se adhieran más fielmente al espíritu de dicha Ley en lo que respecta a la cobertura del riesgo. Un ejemplo claro de esto podría ser la compra de una opción *cap* a cambio del pago de una prima y que no contempla el pago de futuros intereses en caso de una variación respecto de lo acordado entre ambas partes que, con total seguridad, siempre perjudicará al cliente retail.

Respecto a la resolución de las reclamaciones a través de la vía arbitral, podemos decir que se han convertido en un procedimiento que goza de mayor agilidad que la vía judicial ordinaria, siendo el RDL 6/2013, de 22 de marzo, en su artículo 1, apartado II, donde se recogen los criterios básicos que cualquier entidad

participada por el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria debe ofrecer a los clientes perjudicados para que éstos se sometan a un procedimiento arbitral, haciendo públicos los criterios de ordenación por parte del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria.

Se crea la Comisión de seguimiento de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada (en adelante, la «Comisión»), como órgano colegiado adscrito al Ministerio de Economía y Competitividad a través de la Secretaría de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa, encargado de realizar labores de análisis de los factores generadores de las reclamaciones judiciales y extrajudiciales relativas a la comercialización de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada por parte de las entidades en las que el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria tenga participación, de propuestas relacionadas con su comercialización y de determinación de los criterios para que ciertas reclamaciones puedan ser sometidas a arbitraje.

La Comisión ejercerá sus funciones con absoluto respeto a las competencias que ostentan los órganos judiciales y los organismos que integran el sistema arbitral de consumo.

La Comisión deberá quedar formalmente constituida en el plazo de veinte días desde la entrada en vigor de este real decreto-ley y se extinguirá transcurridos dos años desde su constitución salvo que, por considerarse necesario para el adecuado cumplimiento de las funciones para las que ha sido creada, pueda prorrogarse su vigencia por acuerdo de Consejo de Ministros, por el plazo que este determine.

2. Serán funciones de la Comisión:

a) El análisis de los factores que han motivado la presentación de reclamaciones judiciales y extrajudiciales por los titulares de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada frente a las entidades de crédito en las que el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria tiene participación.

b) La remisión al Congreso de los Diputados, con carácter trimestral, de un informe relativo a los aspectos fundamentales de las reclamaciones a que se refiere el apartado anterior, sin perjuicio de las competencias sobre esta materia que correspondan a otros órganos, organismos o instituciones.

Se entenderán por aspectos fundamentales sobre los que la Comisión puede solicitar y recabar información los relativos a la cuantía de la reclamación, el cauce judicial o extrajudicial elegido por el reclamante, el lugar geográfico de comercialización del instrumento, el sentido de la sentencia o laudo dictado, el fundamento básico de la estimación o desestimación de la reclamación, la entidad emisora, el perfil del cliente y cualesquiera otros de naturaleza análoga que se estimen relevantes para el adecuado cumplimiento de las funciones que tiene encomendadas. A tales efectos, a la Comisión le será de aplicación lo dispuesto por el artículo 140 de la Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil.

c) En su caso, la elevación de propuestas a las autoridades competentes con la finalidad de mejorar la protección del adquirente de este tipo de productos.

Adicionalmente, la Comisión determinará criterios básicos que habrán de emplear las entidades participadas por el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria al objeto de ofrecer a sus clientes el sometimiento a arbitraje de las controversias que surjan en relación con instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada, con el fin de que estos queden adecuadamente compensados del perjuicio económico soportado, en caso de laudo estimatorio. Asimismo, y dentro de los criterios anteriores, la Comisión especificará criterios para designar al colectivo de clientes cuyas reclamaciones, en atención a la especial dificultad de sus circunstancias personales o familiares, deberán recibir una tramitación prioritaria por parte de las entidades participadas por el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria. La Comisión trasladará estos criterios al Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria, que dará las instrucciones necesarias para que sus entidades participadas los adopten. La Comisión adoptará los criterios anteriores en su reunión constitutiva y podrá revisarlos trimestralmente.

Las fases de resolución arbitral son las siguientes: primero está la fase de reclamación. A continuación pasa a manos de un experto independiente, el cual admite o inadmite el arbitraje. En caso de inadmisión, queda abierta la posibilidad de acudir a la vía judicial; en caso de admisión hay dos opciones: la aceptación del convenio por parte del minorista, en cuyo caso, hay que esperar a la resolución que puede ser un laudo desfavorable o favorable. En el supuesto de que el minorista no acepte el convenio arbitral quedaría de nuevo vigente la posibilidad de acudir a la vía judicial ordinaria.

6.1.9. Corrección de la asimetría informativa

6.1.9.1. Hipotecas con cláusula suelo[371]

Este tipo de hipotecas con cláusula suelo no es un producto tan complejo como el anterior, si bien desde nuestro punto de vista el problema, común a todos estos productos, reside en la falta de información por parte del oferente y en el desconocimiento por parte del contratante. Estas cláusulas fueron impuestas por la banca al albur de la bonanza económica previa a la crisis del 2007.

Desde la propia experiencia práctica del autor, otro de los grandes errores cometidos por las entidades, en muchos casos, es que sometían al cliente a la obligación de firmar ciertas cláusulas, *conditio sine qua non*, para la concesión de la hipoteca, que condicionaban la operación abocando al cliente a una situación anómala y perjudicial para el resto de la vida de la hipoteca. Una de tales cláusulas es la llamada *cláusula suelo* que no es más que un límite mínimo en el tipo de interés a pagar impuesto por las entidades en la variabilidad de las cuotas a pagar durante el préstamo. Lógicamente estamos hablando de un préstamo con interés variable.

Este tipo de cláusulas no fueron advertidas por los clientes, quienes pensaban que su hipoteca estaba sencillamente referenciada al EURIBOR. La problemática consistía en que si el índice de referencia al que estaba referenciada su hipoteca disminuía por debajo del umbral que tenían ellos firmado, no se podían beneficiar de la disminución en sus cuotas, lo que resultaba esperable al haber firmado una hipoteca con un interés variable, sencillamente por tener aplicada ese tipo de cláusula. Nuevamente la entidad de turno conocía perfectamente cuál iba a ser la evolución del EURIBOR en los años venideros y prevenían, a través de esta cláusula, la disminución en los ingresos, desfigurando la esencia jurídica de una hipoteca de interés variable.

Respecto de las reclamaciones que se han hecho, éstas se han canalizado a través de los Juzgados de lo Mercantil, resultando más o menos sencillo, en los

---

[371] JIMÉNEZ DE LUCAS, I., y VICIANO ESTEBAN, S., *Guía de productos tóxicos bancarios. IV Cláusula suelo*. Pamplona: Thomson Reuters Aranzadi, Pamplona, 2015, pp. 11-35.

diversos procesos judiciales la declaración de nulidad de dicha cláusula, como ha quedado patente en diversas sentencias emitidas por el Tribunal Supremo como la dictada el 9 de mayo de 2013 (Sentencia del Tribunal Supremo de 9 de mayo (RJ 1916/2013))[372].

6.1.10. Idoneidad y conveniencia

La gran necesidad de las entidades financieras de obtener nuevos recursos económicos ocasionó que las mismas comenzaran a idear y comercializar nuevos productos financieros de carácter complejo, haciéndolo de manera errónea, como ha quedado demostrado con el paso del tiempo, entre inversores minoristas, a través de la propia red comercial de la entidad financiera.

---

[372] Dicha sentencia en su punto séptimo dice lo siguiente:

Séptimo: Declaramos la nulidad de las cláusulas suelo contenidas en las condiciones generales de los contratos suscritos con consumidores descritas en los apartados 2, 3 y 4 del antecedente de hecho primero de esta sentencia por a) La creación de la apariencia de un contrato de préstamo a interés variable en el que las oscilaciones a la baja del índice de referencia repercutirán en una disminución del precio del dinero.

b) La falta de información suficiente de que se trata de un elemento definitorio del objeto principal del contrato.

c) La creación de la apariencia de que el suelo tiene como contraprestación inescindible la fijación de un techo.

d) Su ubicación entre una abrumadora cantidad de datos entre los que quedan enmascaradas y que diluyen la atención del consumidor en el caso de las utilizadas por el BBVA.

e) La ausencia de simulaciones de escenarios diversos, relacionados con el comportamiento razonablemente previsible del tipo de interés en el momento de contratar, en fase precontractual.

f) Inexistencia de advertencia previa clara y comprensible sobre el coste comparativo con otros productos de la propia entidad.

Estas entidades incluso llegaron a colocar emisiones dirigidas al público minorista que no fueron verificadas previamente por la Comisión Nacional del Mercado de Valores debido bien a que carecían de la consideración de oferta pública o que se beneficiaban del pasaporte comunitario[373].

Sin embargo, tanto las emisiones revisadas, como las no verificadas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e incluso el resto de instrumentos financieros susceptibles de comercialización, deberán cumplir todos los requisitos de información previstos en la Ley del Mercado de Valores [374] y el resto de disposiciones normativas que desarrollan los preceptos de seguridad para conseguir una adecuada protección de los inversores.

Todo este contexto previo referente al pasaporte europeo resulta clave a la hora del asesoramiento y comercialización de productos derivados complejos. Ambos puntos serán abordados en el siguiente epígrafe.

Estos dos conceptos, idoneidad y conveniencia, son de gran relevancia en el trabajo que nos ocupa debido a que la ausencia de ambos en el período pre-MiFID haya sido el detonante de gran parte de la problemática ocasionada en el contexto de la comercialización de productos financieros complejos.

Ambos conceptos resultan de gran importancia y además hay que tenerlos muy en cuenta en la realidad del mundo financiero en el que vivimos, dado que son las recomendaciones de la propia Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Los criterios barajados por MiFID para distinguir las características complejas o no de los diversos productos de inversión son las siguientes (Deutsche Bank, 2013): la liquidez del producto en cuestión; que contenga un derivado en la inversión; el nivel de apalancamiento que dicho producto le suponga al inversor; la información pública disponible.

---

[373] Pasaporte comunitario implica que un folleto descriptivo o informativo de las operaciones financieras aprobado por una autoridad competente de la Unión Europea (país de origen) puede ser utilizado para realizar ofertas públicas y admisiones a negociación de valores en cualquier mercado de la Unión Europea, cuya previa aprobación por el país de origen determinado evita así que sea necesaria a la hora de su emisión en otro país de la Unión la puesta en conocimiento al resto de las autoridades de los países destinatarios de dicha emisión o instrumento financiero.

[374] Ley 24/1988 de 28 de julio

Como productos no complejos la Directiva categoriza al resto de productos financieros, a saber (Deutsche Bank, 2013): valores mobiliarios admitidos a negociación en un mercado regulado (acciones); bonos o deuda titulizada, excluyendo los que tienen aparejado un derivado; fondos de inversión no garantizados.

6.1.10.1. Análisis de la conveniencia

Una de las acepciones contempladas en la Real Academia española para el término conveniencia, en su acepción número dos, es la de ajuste, concierto y convenio. En relación con el artículo 79 bis del apartado 7 de la Ley del Mercado de Valores se contempla la conveniencia como la presunción de la capacidad de la propia entidad para la obtención de una serie de datos que resultan necesarios para emitir un juicio de valor acerca de los conocimientos y experiencia debidos y necesarios, para que el cliente comprenda de manera adecuada y suficiente la naturaleza y riesgos del servicio o producto ofrecido para su contratación. Debiendo ser advertido por parte de la propia entidad comercializadora en caso de su inadecuación.

El artículo 79 bis habla de las obligaciones de información, con el siguiente tenor literal:

1. Las entidades que presten servicios de inversión deberán mantener, en todo momento, adecuadamente informados a sus clientes.

2. Toda información dirigida a los clientes, incluida la de carácter publicitario, deberá ser imparcial, clara y no engañosa. Las comunicaciones publicitarias deberán ser identificables con claridad como tales.

3. A los clientes, incluidos los clientes potenciales, se les proporcionará, de manera comprensible, información adecuada sobre la entidad y los servicios que presta; sobre los instrumentos financieros y las estrategias de inversión; sobre los centros de ejecución de órdenes y sobre los gastos y costes asociados de modo que les permita comprender la naturaleza y los riesgos del servicio de inversión y del tipo específico de instrumento financiero que se ofrece pudiendo, por tanto, tomar decisiones sobre las inversiones con conocimiento de causa. A tales efectos se considerará cliente potencial a aquella persona que haya tenido un contacto directo

con la entidad para la prestación de un servicio de inversión, a iniciativa de cualquiera de las partes.

La información a la que se refiere el párrafo anterior podrá facilitarse en un formato normalizado.

La información referente a los instrumentos financieros y a las estrategias de inversión deberá incluir orientaciones y advertencias apropiadas sobre los riesgos asociados a tales instrumentos o estrategias. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá requerir que en la información que se entregue a los inversores con carácter previo a la adquisición de un producto, se incluyan cuantas advertencias estime necesarias relativas al instrumento financiero y, en particular, aquellas que destaquen que se trata de un producto no adecuado para inversores no profesionales debido a su complejidad. Igualmente, podrá requerir que estas advertencias se incluyan en los elementos publicitarios.

En el caso de valores distintos de acciones emitidos por una entidad de crédito, la información que se entregue a los inversores deberá incluir información adicional para destacar al inversor las diferencias de estos productos y los depósitos bancarios ordinarios en términos de rentabilidad, riesgo y liquidez. El Ministro de Economía y Competitividad o, con su habilitación expresa la Comisión Nacional del Mercado de Valores, podrán precisar los términos de la citada información adicional.

4. El cliente deberá recibir de la entidad informes adecuados sobre el servicio prestado. Cuando proceda dichos informes incluirán los costes de las operaciones y servicios realizados por cuenta del cliente.

5. Las entidades que presten servicios de inversión deberán asegurarse en todo momento de que disponen de toda la información necesaria sobre sus clientes, con arreglo a lo que establecen los apartados siguientes.

6. Cuando se preste el servicio de asesoramiento en materia de inversiones o de gestión de carteras, la entidad obtendrá la información necesaria sobre los conocimientos y experiencia del cliente, incluidos en su caso los clientes potenciales, en el ámbito de inversión correspondiente al tipo de producto o de servicio concreto de que se trate; y sobre la situación financiera y los objetivos de inversión de aquel, con la finalidad de que la entidad pueda recomendarle los servicios de inversión e instrumentos financieros que más le convengan. Cuando

la entidad no obtenga esta información, no recomendará servicios de inversión o instrumentos financieros al cliente o posible cliente. En el caso de clientes profesionales la entidad no tendrá que obtener información sobre los conocimientos y experiencia del cliente. La entidad proporcionará al cliente por escrito o mediante otro soporte duradero una descripción de cómo se ajusta la recomendación realizada a las características y objetivos del inversor.

7. Cuando se presten servicios distintos de los previstos en el apartado anterior, la empresa de servicios de inversión deberá solicitar al cliente, incluido en su caso los clientes potenciales, que facilite información sobre sus conocimientos y experiencia en el ámbito de inversión correspondiente al tipo concreto de producto o servicio ofrecido o solicitado, con la finalidad de que la entidad pueda evaluar si el servicio o producto de inversión es adecuado para el cliente. La entidad entregará una copia al cliente del documento que recoja la evaluación realizada.

Cuando, en base a esa información, la entidad considere que el producto o el servicio de inversión no es adecuado para el cliente, se lo advertirá. Asimismo, cuando el cliente no proporcione la información indicada en este apartado o esta sea insuficiente, la entidad le advertirá de que dicha decisión le impide determinar si el servicio de inversión o producto previsto es adecuado para él.

En caso de que el servicio de inversión se preste en relación con un instrumento complejo según lo establecido en el apartado siguiente, se exigirá que el documento contractual incluya, junto a la firma del cliente, una expresión manuscrita, en los términos que determine la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que el inversor manifieste que ha sido advertido de que el producto no le resulta conveniente o de que no ha sido posible evaluarle en los términos de este artículo.

En los términos que determine la Comisión Nacional del Mercado de Valores, las entidades que presten servicios de inversión deberán mantener, en todo momento, un registro actualizado de clientes y productos no adecuados en el que reflejen, para cada cliente, los productos cuya conveniencia haya sido evaluada con resultado negativo.

8. Cuando la entidad preste el servicio de ejecución o recepción y transmisión de órdenes de clientes, con o sin prestación de servicios auxiliares, no tendrá que

seguir el procedimiento descrito en el apartado anterior siempre que se cumplan las siguientes condiciones:

a) Que la orden se refiera a acciones admitidas a negociación en un mercado regulado o en un mercado equivalente de un tercer país; a instrumentos del mercado monetario; a obligaciones u otras formas de deuda titulizadas, salvo que incorporen un derivado implícito; a instituciones de inversión colectiva armonizadas a nivel europeo y a otros instrumentos financieros no complejos. Se considerarán mercados equivalentes de terceros países aquellos que cumplan unos requisitos equivalentes a los establecidos en el Título IV. La Comisión Europea publicará una lista de los mercados que deban considerarse equivalentes que se actualizará periódicamente.

Tendrán la consideración de instrumentos financieros no complejos, además de los indicados expresamente en el párrafo anterior, aquellos en los que concurran las siguientes condiciones:

i) que existan posibilidades frecuentes de venta, reembolso u otro tipo de liquidación de dicho instrumento financiero a precios públicamente disponibles para los miembros en el mercado y que sean precios de mercado o precios ofrecidos, o validados, por sistemas de evaluación independientes del emisor;

ii) que no impliquen pérdidas reales o potenciales para el cliente que excedan del coste de adquisición del instrumento;

iii) que exista a disposición del público información suficiente sobre sus características. Esta información deberá ser comprensible de modo que permita a un cliente minorista medio emitir un juicio fundado para decidir si realiza una operación en ese instrumento.

No se considerarán instrumentos financieros no complejos:

i) los valores que den derecho a adquirir o a vender otros valores negociables o que den lugar a su liquidación en efectivo, determinada por referencia a valores negociables, divisas, tipos de interés o rendimientos, materias primas u otros índices o medidas;

ii) los instrumentos financieros señalados en los apartados 2 a 8 del artículo 2 de esta Ley;

b) que el servicio se preste a iniciativa del cliente;

c) que la entidad haya informado al cliente con claridad de que no está obligada a evaluar la adecuación del instrumento ofrecido o del servicio prestado y que, por tanto, el cliente no goza de la protección establecida en el apartado anterior. Dicha advertencia podrá realizarse en un formato normalizado;

d) que la entidad cumpla lo dispuesto en el artículo 70 ter.2. d).

Conviene aclarar que el grado de riesgo potencial de un instrumento financiero no está del todo correlacionado con su mayor o nivel de complejidad para el cliente, pero sí lo está el grado de complejidad que presente dicho producto a la hora de ser contratado por el potencial cliente.

Podemos ilustrar esta aseveración con un ejemplo de los títulos-valores que cotizan en el IBEX. A priori no son instrumentos que brillen por su complejidad a la hora de operar con ellos. Sin embargo, hay mucha gente que no cuenta con la volatilidad de éstos a la hora de invertir en los mismos. Contrariamente, un cliente que vaya a invertir en un producto estructurado bancario cuyo vencimiento sea a un año, y cuyo rendimiento se vea referenciado a la evolución de otro subyacente, pero tenga entre sus condiciones la garantía de devolución del principal, y sabiendo además que el emisor cuenta con un elevado nivel de solvencia, este producto se caracteriza por su escaso riesgo, pero es aquí donde entra el concepto de conveniencia, a través de otro concepto importante como es la información, porque sin duda, el producto del que hemos hablado, en último lugar, pese a su bajo nivel de riesgo, ostenta un alto nivel de complejidad.

Es en este último caso donde la Directiva MIFID (Directiva 2004/39/CE, relativa a los mercados de instrumentos financieros) y su posterior reedición, MiFID II (Directiva 2014/65/UE 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), cuya entrada en vigor está prevista para el 1 de enero de 2018, harán más hincapié en aras de la protección de los inversores.

6.1.10.2. Análisis de la idoneidad

La Circular 3/2013 de 12 de junio de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, modifica varios apartados del artículo 79 bis de la Ley del Mercado de Valores, todos ellos relacionados con la evaluación de la idoneidad y la conveniencia y el parámetro de la información que se entregue a los inversores con

carácter previo a la adquisición de un instrumento financiero cualquiera (artículo 79.3 bis 3). Respecto de los otros dos cambios, artículo 79 bis en su apartado 6 y 7, se establece la evaluación de idoneidad y conveniencia. En estos dos apartados se definen tres componentes fundamentales para la evaluación de la idoneidad o adecuación del producto a los conocimientos y situación financiera y objetivos del inversor. De igual manera, describe los principales riesgos en los que éste puede incurrir, como son el riesgo de mercado, el riesgo de liquidez y el riesgo de crédito que, además, y según el artículo 64 del Real Decreto 217/2008 de 15 de febrero sobre régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y demás entidades que presten servicios de inversión, deben de informar puntualmente a cada cliente.

El artículo 79 bis en sus apartados 6 y 7 establece textualmente:

6. Cuando se preste el servicio de asesoramiento en materia de inversiones o de gestión de carteras, la entidad obtendrá la información necesaria sobre los conocimientos y experiencia del cliente, incluidos en su caso los clientes potenciales, en el ámbito de inversión correspondiente al tipo de producto o de servicio concreto de que se trate; y sobre la situación financiera y los objetivos de inversión de aquel, con la finalidad de que la entidad pueda recomendarle los servicios de inversión e instrumentos financieros que más le convengan. Cuando la entidad no obtenga esta información, no recomendará servicios de inversión o instrumentos financieros al cliente o posible cliente. En el caso de clientes profesionales la entidad no tendrá que obtener información sobre los conocimientos y experiencia del cliente. La entidad proporcionará al cliente por escrito o mediante otro soporte duradero una descripción de cómo se ajusta la recomendación realizada a las características y objetivos del inversor.

7. Cuando se presten servicios distintos de los previstos en el apartado anterior, la empresa de servicios de inversión deberá solicitar al cliente, incluido en su caso los clientes potenciales, que facilite información sobre sus conocimientos y experiencia en el ámbito de inversión correspondiente al tipo concreto de producto o servicio ofrecido o solicitado, con la finalidad de que la entidad pueda evaluar si el servicio o producto de inversión es adecuado para el cliente. La entidad entregará una copia al cliente del documento que recoja la evaluación realizada.

Cuando, en base a esa información, la entidad considere que el producto o el servicio de inversión no es adecuado para el cliente, se lo advertirá. Asimismo, cuando el cliente no proporcione la información indicada en este apartado o esta

sea insuficiente, la entidad le advertirá de que dicha decisión le impide determinar si el servicio de inversión o producto previsto es adecuado para él.

En caso de que el servicio de inversión se preste en relación con un instrumento complejo según lo establecido en el apartado siguiente, se exigirá que el documento contractual incluya, junto a la firma del cliente, una expresión manuscrita, en los términos que determine la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que el inversor manifieste que ha sido advertido de que el producto no le resulta conveniente o de que no ha sido posible evaluarle en los términos de este artículo.

En los términos que determine la Comisión Nacional del Mercado de Valores, las entidades que presten servicios de inversión deberán mantener, en todo momento, un registro actualizado de clientes y productos no adecuados en el que reflejen, para cada cliente, los productos cuya conveniencia haya sido evaluada con resultado negativo.

Este servicio de asesoramiento en las materias de inversión se puede prestar de diferentes formas o en diferentes contextos, según el Real Decreto Ley 6/2013 de 22 de marzo, en su artículo1.3., desarrollado en la Guía realizada por la Comisión de seguimiento sobre comercialización de los instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada (Comisión de Seguimiento de Instrumentos Híbridos de Capital y Deuda Subordinada, 2013)[375]. En dicha Guía se detalla las medidas de protección a los titulares de determinados productos o inversión y otras medidas de carácter financiero.

Como decíamos anteriormente, las formas que puede revestir dicho asesoramiento pueden ser de dos tipos:

- Asesoramiento recurrente, en el cual el cliente mantiene una relación continuada con su asesor en materia de inversión el cual periódicamente le presenta diversas opciones o recomendaciones para invertir.
- Asesoramiento puntual o venta asesorada, en el cual la relación comercial con el cliente no se desarrolla estrictamente en el ámbito del

[375] COMISIÓN DE SEGUIMIENTO DE INSTRUMENTOS HÍBRIDOS DE CAPITAL., Informe sobre la comercialización de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada (Real Decreto-Ley 6/2013, de 22 de marzo), CNMV, Madrid, 2013.

asesoramiento continuado pero, sin embargo, la entidad a través de su asesor, de forma esporádica, realiza recomendaciones al potencial inversor.

El asesoramiento en materia de inversión a los clientes de una entidad, pudiéndose encuadrar en dos contextos diferentes, banca privada y banca personal, lo podríamos encuadrar en el ámbito del asesoramiento recurrente. Contrariamente, en el segmento que llamaremos comercial genérico, cuando se presentan recomendaciones de inversión, en el ámbito de la idoneidad, este asesoramiento se podría enmarcar en el ámbito del asesoramiento puntual.

El tratamiento de la idoneidad y la conveniencia se abordarán posteriormente con ocasión del estudio cronológico de las diferentes regulaciones que han sido aprobadas para reducir la asimetría informativa que ha caracterizado las contrataciones de productos financieros complejos por clientes minoristas.

El apartado 5 de la norma cuarta de la Circular 3/2013, de 12 junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el desarrollo de determinadas obligaciones de información a clientes a los que se prestan servicios de inversión, en relación con la evaluación de la conveniencia e idoneidad de los instrumentos financieros, queda redactado como sigue: «5. Cuando la entidad preste un servicio relativo a instrumentos de carácter complejo diferente del asesoramiento en materia de inversión o de gestión de carteras a clientes minoristas, o clientes profesionales que hayan obtenido esta categoría mediante el procedimiento descrito en el artículo 78.bis.3, letra e), de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y desee incluir en la documentación que debe firmar el inversor una manifestación en el sentido de que no le ha prestado el servicio de asesoramiento en materia de inversión, deberá recabar junto a la firma del cliente una expresión manuscrita que dirá: "No he sido asesorado en esta operación".»

6.1.10.2.1. Idoneidad en el asesoramiento

La exigencia de que los asesores sean apropiados e idóneos ha adquirido especial relevancia en la normativa MiFID II debiendo acreditar dichos asesores ante las autoridades competentes en cada país que las personas físicas que prestan dicho servicio disponen de los conocimientos suficientes y la competencia necesaria para cumplir su función informadora. El incumplimiento de la idoneidad por parte de un asesor conllevaría el incumplimiento de la información y evaluación de la

idoneidad también para con el cliente. Los agentes mercantiles también están obligados a probar su idoneidad como asesores[376].

Además en las sentencias: Sentencia del Tribunal Supremo de 17 de junio, (RJ 411/2016) y Sentencia del Tribunal Supremo de 16 de noviembre, (RJ 677/2016) se contempla que "para que exista asesoramiento no es requisito imprescindible la celebración de un contrato remunerado ad hoc para la prestación de tal asesoramiento ni que estas inversiones se incluyan en un contrato de gestión de carteras suscrito por los clientes y la entidad financiera. Basta con que la iniciativa parta de la empresa de inversión y que sea ésta la que ofrezca el producto a sus clientes, recomendándoles su adquisición".

Respecto de la información que se debe dar a los clientes, se hará a través de una evaluación profesional por parte del asesor en la que se determine si la persona física que tiene delante es un cliente retail o profesional. Como ya se ha mencionado con anterioridad, y según se recoge en sendas sentencias del Tribunal Supremo[377], se dice que, como refleja la Sentencia del Tribunal Supremo del 5 de octubre (RJ 595/2016), "el hecho de que el cliente sea una sociedad mercantil no supone necesariamente su carácter de experto puesto que la formación necesaria para conocer la naturaleza, características y riesgos de un producto complejo y de riesgo como es el SWAP, no es la del simple empresario si no la del profesional del mercado de valores o, al menos, la del cliente experimentado en este tipo de productos. Del mismo modo, que no por tratarse de una empresa debe presumirse en sus administradores o representantes unos específicos conocimientos sobre productos financieros complejos (entre otras Sentencias del Tribunal Supremo del 30 de noviembre (RJ 676 /2015).

De igual manera, la Sentencia del Tribunal Supremo de 11 de octubre de 2018 (RJ 564/2018) trata, en su criterio general, de aclarar que el empresario no tiene por

---

[376] Sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona, de 5 de octubre de 2018 (JUR 703/2018); Sentencia del Tribunal Supremo de 17 de junio, (RJ 411/2016); Sentencia del Tribunal Supremo de 16 de noviembre, (RJ 677/2016).

[377] Sentencia del Tribunal Supremo de 5 de octubre (RJ 595/2016); Sentencia del Tribunal Supremo de 11 de octubre, (RJ 564/2018); Sentencia del Tribunal Supremo de 5 de octubre (RJ 595/2016).

qué ser un profesional de las finanzas, lo que implica que no tiene por qué tener una especialización en inversiones de carácter puramente financiero.

6.1.11. Incumplimiento de los deberes de realización de los test de idoneidad y de conveniencia

La Directiva 2004/39/CE de 21 de abril de 2004, MiFID I, y con posterioridad la Directiva 2014/65/UE de 15 de mayo de 2014, MiFID II imponen a las entidades financieras comercializadoras de productos derivados complejos la realización de los test de idoneidad y conveniencia. En palabras de Orduña Moreno, Sánchez Martín, y Guillén Catalán, 2016) se trata de salvar así la incursión de las mismas en la omisión del deber de información que conlleva una asimetría informativa, viciando así el consentimiento por error del cliente (pág. 284).

En el caso de incumplimiento de los deberes de realización de estos test, lo relevante para enjuiciar sobre el error-vicio no es tan importante la evaluación de la conveniencia de la operación que se va a contratar y, siempre en atención al interés del cliente minorista, como el propio conocimiento suficiente que éste tenía del producto complejo en el momento de la contratación.

El mero hecho de no realizar los test de idoneidad y conveniencia no implica la falta en sí del conocimiento por parte del cliente y, por tanto, tampoco la existencia de error-vicio, aunque sí su presunción (Orduña Moreno, Sánchez Martín, & Guillén Catalán, 2016, pág. 284).

Las meras cuestiones genéricas con afirmaciones por parte del cliente: "el cliente reconoce que ha sido asesorado sobre el riesgo del producto y sobre si la inversión en este producto es adecuada a su perfil inversor" no son suficientes, ya que se trata de una mención meramente genérica que no exime a la entidad del deber de asumir sus responsabilidades (Orduña Moreno, Sánchez Martín, & Guillén Catalán, 2016, pág. 284). Para ejemplificar esta afirmación podemos traer a colación la Sentencia del Tribunal Supremo, RJ 397/2015, de 13 de julio y la Sentencia del Tribunal Supremo, RJ 398/2015, de 10 de julio.

6.1.12. Conclusión: La asimetría informativa como factor de imputación penal en la responsabilidad de la persona jurídica

Por tanto, y para finalizar este bloque, tratando de arrojar algo más de luz y tras la explicación detallada supra, podemos articular, a modo de resumen, las siguientes conclusiones:

La asimetría informativa constituye uno de los factores más determinantes en la distorsión del consentimiento contractual, particularmente en el ámbito empresarial, donde el desequilibrio entre la información que posee la empresa y la que está al alcance del contratante genera una situación de vulnerabilidad jurídica. Cuando esta opacidad no se limita a un fallo civil o ético, sino que forma parte de una práctica sistemática, consciente o negligente, puede ser fuente de responsabilidad penal para la persona jurídica.

Desde el prisma de la responsabilidad penal corporativa, regulada en el artículo 31 bis del Código Penal español, la omisión de información relevante en las fases precontractual o contractual —sobre riesgos, costes, condiciones o consecuencias legales— puede dar lugar a delitos como la estafa (art. 248 CP), la administración desleal (art. 252 CP) o incluso delitos contra los consumidores (art. 282 CP). En estos supuestos, el desequilibrio informativo no solo afecta al consentimiento de la contraparte, sino que puede constituir el núcleo del comportamiento delictivo imputable a la organización.

En contextos donde la empresa actúa como parte informada, con acceso privilegiado a datos técnicos, económicos o jurídicos, su deber de transparencia no es meramente formal. La omisión deliberada de información, la creación de estructuras contractuales confusas, o el uso de lenguaje técnico intencionadamente oscuro, configuran prácticas de manipulación del consentimiento que, en determinados marcos fácticos, pueden implicar dolo eventual o al menos una infracción grave de los deberes de diligencia corporativa.

La asimetría informativa, por tanto, no solo incide en la eficacia del consentimiento, sino que se proyecta sobre la evaluación de la culpabilidad de la persona jurídica, en tanto que expresión de una política empresarial deficitaria, de una cultura de cumplimiento ineficiente o de una voluntad organizativa dirigida a maximizar beneficios eludiendo la transparencia. Si dicha asimetría es producto de una deficiente gestión del compliance, de protocolos inadecuados de control, o de

una política deliberada de ocultación, ello puede dar lugar a la imputación penal directa de la persona jurídica.

En suma, la asimetría informativa no es un fenómeno neutro ni accidental en el tráfico contractual empresarial: cuando deriva de decisiones estructurales y afecta a la formación del consentimiento de la contraparte, se convierte en un indicador de riesgo penal y, por tanto, en un elemento que puede sustentar la atribución de responsabilidad penal a la persona jurídica. En este sentido, se exige a las empresas no solo evitar el dolo, sino también adoptar mecanismos activos de prevención que garanticen un flujo de información claro, suficiente y accesible, como parte esencial del deber de legalidad y buena fe exigible en el ámbito penal corporativo.

6.2. PRINCIPIOS REGULATORIOS COMUNES AL DERECHO ADMINISTRATIVO Y AL DERECHO PRIVADO: TRANSPARENCIA Y RESPONSABILIDAD

Una vez más nos enfrentamos a la dualidad terminológica confrontando los dos preceptos, transparencia y responsabilidad, desde la órbita de Derecho Privado y Derecho Público. En este apartado haremos una breve exposición de ambos principios desde el campo del Derecho Administrativo-Económico.

6.2.1. Transparencia

La transparencia en el ámbito jurídico-administrativo ostenta matices distintos que en el campo del Derecho Privado. Es preceptivo recordar la importancia de la transparencia para el buen funcionamiento de un mercado libre e igualitario para todos los agentes o participantes. La falta de información es una característica absolutamente nociva que distorsiona el funcionamiento de los mercados, haciendo que inversores y consumidores se vean privados de la adopción de medidas racionales.

En el caso que nos ocupa, la transparencia, que a su vez conlleva una fluida información del funcionamiento de los mercados tanto para los inversores como para las entidades intervinientes, sean de la índole que sean, refiriéndonos en este caso a las Administraciones o autoridades públicas, ocasiona que dichas autoridades puedan ejercer el control adecuado que le ha sido conferido.

Básicamente, nos referimos a que las propias Administraciones puedan asegurarse del buen funcionamiento de los mercados ejerciendo su poder de policía, en el sentido que se entendía ya en la Roma antigua, referido a la supervisión del tracto mercantil. De igual manera, el Derecho Administrativo-Económico en esta vertiente de la transparencia, hace que la información vital a la que tienen acceso las propias autoridades administrativas sea también accesible a los potenciales inversores.

Una de las formas en las que se materializa esta necesidad de transparencia, que sirve de nexo entre ambos derechos, Administrativo y Privado, es la obligación de la presentación periódica de información sobre las actividades que realizan las empresas para que la Administración pueda controlar el buen funcionamiento y el respeto al principio de transparencia, para así evitar la consecuencias negativas de la asimetría informativa. Esta necesidad de presentar información se hace más visible en las empresas o entidades cotizadas en algún mercado. Así se plasma en una Directiva europea, transpuesta posteriormente a nuestro derecho en forma reglamentaria[378], que indica que cualquier empresa o corporación que quiera ser admitida a cotización en algún mercado queda sujeta a suministrar toda la información requerida a las autoridades públicas, para que posteriormente éstas puedan ponerla a disposición de los posteriores inversores, para minimizar los riesgos referentes a los factores exógenos del mercado, protegiendo así al máximo su inversión.

A pesar del gran empeño de las Administraciones y de los avances en materia jurídica, sustentado siempre sobre el poder exorbitante de las Administraciones Públicas, para lograr una eficiencia absoluta en cuestiones de transparencia e información, el conocimiento verdadero de la situación real de las empresas o de un sector empresarial en particular, sigue siendo complicado, planteando nuevamente el problema de la asimetría informativa, sobre todo en el caso de los monopolios empresariales.

---

[378] Directiva 2001/34/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de mayo de 2001, sobre la admisión de valores negociables a cotización oficial y la información que ha de publicarse sobre dichos valores (*DOUE* L 184, de 6 de julio de 2001).

Es necesario resaltar el hecho de que las grandes empresas y los monopolios suelen utilizar sistemas de contabilidad convencionales para reflejar la situación que las propias empresas quieren reflejar y no la real.

Para finalizar este apartado, destacaremos nuevamente que la autoridad pública tiene obligación de hacer accesible la información de la que disponga para con los ciudadanos, siguiendo los correspondientes preceptos de nuestra Carta Magna.

6.2.2. Análisis de la transparencia

Como venimos comentando, la transparencia constituye el concepto esencial sobre el que deben pivotar las relaciones contractuales entre los consumidores y el tejido empresarial.

Resultando el concepto un tanto simplificado por parte de la doctrina (Orduña Moreno, Sánchez Martín, & Guillén Catalán, 2016, pág. 69), salvo excepciones. Se refleja de forma somera y simplificada, tanto en la interpretación del alcance de la Directiva 93/13/CEE del Consejo de 5 de abril de 1993 sobre las Cláusulas abusivas en los contratos celebrados con consumidores como en el elenco reflejado en la normativa sectorial de protección y transparencia en la materia; la llamada transparencia formal o meramente documental de la cláusula (Orduña Moreno, Sánchez Martín, & Guillén Catalán, 2016, pág. 69).

El artículo 3de la Directiva 93/13/CEE del Consejo de 5 de abril de 1993 refleja la definición de cláusula abusiva. Dicho concepto de abusividad constituye en sí mismo el origen de la problemática de la asimetría informativa en el ámbito de la contratación. Asimismo, el artículo 5 de la misma Directiva alude a la claridad y a la comprensión en la forma escrita de las cláusulas[379].

---

[379] Dicho artículo menciona:

"En los casos de contratos en que todas las cláusulas propuestas al consumidor o algunas de ellas consten por escrito, estas cláusulas deberán estar redactadas siempre de forma clara y comprensible. En caso de duda sobre el sentido de una cláusula prevalecerá la interpretación más favorable para el consumidor."

El artículo 3 de la Directiva 93/13/CEE del Consejo de 5 de abril de 1993 dice textualmente:

3.1 Las cláusulas contractuales que no se hayan negociado individualmente se considerarán abusivas si, pese a las exigencias de la buena fe, causan en detrimento del consumidor un desequilibrio importante entre los derechos y obligaciones de las partes que se derivan del contrato.

3.2 Se considerará que una cláusula no se ha negociado individualmente cuando haya sido redactada previamente y el consumidor no haya podido influir sobre su contenido, en particular en el caso de los contratos de adhesión.

El hecho de que ciertos elementos de una cláusula o que una cláusula aislada se haya negociado individualmente no excluirá la aplicación del presente artículo al resto del contrato si la apreciación global lleva a la conclusión de que se trata no obstante de un contrato de adhesión.

El profesional que afirme que una cláusula tipo se ha negociado individualmente asumirá plenamente la carga de la prueba.

En el peor de los escenarios contemplados, quedaría asimilada la interpretación de manera literal del concepto de control de transparencia en el artículo 1281 del Código Civil, lo que ocasiona la negación del rasgo de especialidad de dicho control[380]. Una prueba reciente de esta afirmación la podemos encontrar en González Carrasco que afirma lo siguiente "como ya se apuntó cuando las claúsulas suelo se encontraban de nuevo a las puertas de la casación, el Tribunal Supremo tenía en el nuevo recurso planteado como motivo de la acción de nulidad interpuesta una nueva oportunidad para clarificar los criterios de transparencia que considera exigibles y debe hacerlo declarando la coincidencia entre sus exigencias y los requisitos exigidos por la normativa sectorial actualmente vigente".[381]

El Tribunal Supremo refleja claramente esta problemática en muchas de las sentencias emitidas, favorables al consumidor, fundadas todas ellas en el apoyo a

---

[380] ORDUÑA MORENO, F., SÁNCHEZ MARTÍN, C., y GUILLÉN CATALÁN, R., *Control de transparencia y contratación bancaria*, *op. cit*., pág. 69

[381] Citado en ORDUÑA MORENO, F., SÁNCHEZ MARTÍN, C., y GUILLÉN CATALÁN, R., *Control de transparencia y contratación bancaria*, *op. cit*., pág. 69.

la gran normativa sectorial vigente que refleja claramente la importancia del control de transparencia en el ámbito contractual, como, por ejemplo, la Sentencia del Tribunal Supremo, RJ 464/2014, de 8 de septiembre.

- Sentencia del Tribunal Supremo, RJ 464/2014, de 8 de septiembre.

Control de transparencia: caracterización y alcance. Doctrina jurisprudencial aplicable.

4. Contexto interpretativo. El desenvolvimiento de las Directrices de orden público económico. En la actualidad, conforme al desenvolvimiento social, económico y cultural y, particularmente, desde un claro impulso de actuaciones judiciales, tanto nacionales como europeas, se está asistiendo a un proceso de reforzamiento de los derechos de los consumidores y usuarios. La impronta del control de transparencia, como una plasmación del principio de transparencia real, implícito en el marco general del control de abusividad, constituye una buena prueba de lo afirmado, así como de la conveniencia de seguir afinando el fundamento técnico que sustenta su correcta aplicación.

[…] En síntesis, este proceso, en el ámbito de las condiciones generales que nos ocupa, tiende a superar la concepción meramente "formal" de los valores de libertad e igualdad, referidos únicamente a la estructura negocial del contrato y, por extensión, al literalismo interpretativo (pacta sunt servanda), en aras a una aplicación material de los principios de buena fe y conmutatividad en el curso de validez, control y eficacia del fenómeno de las condiciones generales de la contratación.

A este respecto véase también: Sentencia del Tribunal Supremo 406/2012, de 18 de junio de 2012.

6.2.3. El control de la transparencia en la contratación como reflejo de la buena fe

Como se indica en el encabezado, la consecución por parte de ambas partes intervinientes en la firma de un contrato debe convertirse en uno de los objetivos primordiales para alcanzar el buen fin al que está consagrado la vida de ese contrato. A continuación damos buena cuenta de ella a través del magisterio plasmado en dos importantes sentencias que, por su relevancia, reproducimos

parcialmente a continuación: la Sentencia del Tribunal Supremo, RJ 1495/2017, de 6 de abril de 2017.

- Sentencia del Tribunal Supremo, RJ 1495/2017, de 6 de abril de 2017

En sus fundamentos de derecho dicha sentencia establece:

SEXTO. - Las obligaciones de información de las entidades financieras en los contratos de permuta financiera anteriores a la incorporación al Derecho español de la normativa MiFID. 1.- La Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de Julio, del Mercado de Valores, tuvo como finalidad la incorporación al ordenamiento jurídico español de tres directivas europeas: la Directiva 2004/39/CE, la Directiva 2006/73/CE y la Directiva 2006/49/CE. 2.- No obstante, antes de la incorporación a nuestro Derecho interno de la normativa MiFID, la legislación ya recogía la obligación de las entidades financieras de informar debidamente a los clientes de los riesgos asociados a este tipo de productos, como las permutas financieras. Puesto que, al ser el servicio prestado de asesoramiento financiero, el deber que pesaba sobre la entidad no se limitaba a cerciorarse de que el cliente conocía bien en qué consistía el SWAP que contrataba y los concretos riesgos asociados a este producto, sino que además debía haber evaluado que, en atención a su situación financiera y al objetivo de inversión perseguido, era lo que más le convenía. A lo sumo, la inclusión expresa en nuestro ordenamiento de la citada normativa MiFID, en particular el nuevo artículo 79 bis LMV (actualmente arts. 210 y ss. del Texto Refundido de dicha Ley, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre), acentuó tales obligaciones, pero no supuso una regulación realmente novedosa. 3.- Además, ha de tenerse presente que el Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, aplicable por su fecha a los contratos de permuta financiera litigiosos, establecía las normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios y desarrollaba las normas de conducta que debían cumplir las empresas del mercado de valores. Resumidamente, tales empresas debían actuar en el ejercicio de sus actividades con imparcialidad y buena fe, sin anteponer los intereses propios a los de sus clientes, en beneficio de éstos y del buen funcionamiento del mercado, realizando sus operaciones con cuidado y diligencia, según las estrictas instrucciones de sus clientes, de quienes debían solicitar información sobre su situación financiera, experiencia inversora y objetivos de inversión. El art. 5 del anexo de este RD 629/1993 regulaba con mayor detalle la información que estas entidades, que prestan servicios financieros, debían

ofrecer a sus clientes: «1. Las entidades ofrecerán y suministrarán a sus clientes toda la información de que dispongan cuando pueda ser relevante para la adopción por ellos de decisiones de inversión y deberán dedicar a cada uno el tiempo y la atención adecuados para encontrar los productos y servicios más apropiados a sus objetivos [...]. »3. La información a la clientela debe ser clara, correcta, precisa, suficiente y entregada a tiempo para evitar su incorrecta interpretación y haciendo hincapié en los riesgos que cada operación conlleva, muy especialmente en los productos financieros de alto riesgo, de forma que el cliente conozca con precisión los efectos de la operación que contrata. Cualquier previsión o predicción debe estar razonablemente justificada y acompañada de las explicaciones necesarias para evitar malentendidos». SÉPTIMO. - Jurisprudencia sobre el incumplimiento de las obligaciones de información y su incidencia en el error vicio. Aplicación al caso litigioso. 1.- Son ya múltiples las sentencias de esta sala que conforman una jurisprudencia reiterada y constante y a cuyo contenido nos atendremos, que consideran que un incumplimiento de dicha normativa, fundamentalmente en cuanto a la información de los riesgos inherentes a los contratos de SWAP, tanto en lo que se refiere a la posibilidad de liquidaciones periódicas negativas en elevada cuantía, como a un también elevado coste de cancelación, puede hacer presumir el error en quien contrató con dicho déficit informativo (Sentencias de Pleno 840/2013, de 20 de enero de 2014 , y 491/2015, de 15 de septiembre ; así como las Sentencias 384 y 385 de 2014, ambas de 7 de julio ; 387/2014, de 8 de julio ; 458/2014, de 8 de septiembre ; 460/2014, de 10 de septiembre ; 110/2015, de 26 de febrero ; 563/2015, de 15 de octubre ; 547/2015, de 20 de octubre ; 562/2015, de 27 de octubre ; 595/2015, de 30 de octubre ; 588/2015, de 10 de noviembre ; 623/2015, de 24 de noviembre ; 675/2015, de 25 de noviembre ; 631/2015, de 26 de noviembre ; 676/2015, de 30 de noviembre ; 670/2015, de 9 de diciembre ; 691/2015, de 10 de diciembre ; 692/2015, de 10 de diciembre ; 741/2015, de 17 de diciembre ; 742/2015, de 18 de diciembre ; 747/2015, de 29 de diciembre ; 32/2016, de 4 de febrero ; 63/2016, de 12 de febrero ; 195/2016, de 29 de marzo ; 235/2016, de 8 de abril ; 310/2016, de 11 de mayo ; 510/2016, de 20 de julio ; 580/2016, de 30 de julio ; 562/2016, de 23 de septiembre ; 595/2016, de 5 de octubre ; 690/2016, de 23 de noviembre ; y 727/2016, de 19 de diciembre). 2.- En este caso, si partimos de los propios hechos acreditados en la instancia, no puede apreciarse que la entidad financiera cumpliera los deberes de información que hemos visto que establecía la legislación aplicable en la fecha

de celebración de los contratos litigiosos; y desde ese punto de vista, la sentencia recurrida se opone a la jurisprudencia de esta Sala, en los términos expuestos. En particular, la Audiencia Provincial no hace mención de manera clara y terminante a que el banco informara a los clientes de los riesgos de los productos contratados, que es el elemento determinante para la formación del consentimiento en este tipo de contratos. Además, no repara en que era preceptiva una información precontractual completa y adecuada, con suficiente antelación a la firma de los documentos, y que la entidad no se había asegurado de que los clientes tuvieran conocimientos financieros, ni de que los productos ofertados fueran adecuados a su perfil inversor. Por lo que no puede compartirse que la información ofrecida fuera suficiente, ni que se adecuara mínimamente a las exigencias legales. Según dijimos en las sentencias 769/2014, de 12 de enero de 2015, y 676/2015, de 30 de noviembre, es la empresa de servicios de inversión quien tiene la obligación de facilitar la información que le impone dicha normativa legal, y no son sus clientes -que no son profesionales del mercado financiero y de inversión- quienes deben averiguar las cuestiones relevantes en materia de inversión, buscar por su cuenta asesoramiento experto y formular las correspondientes preguntas. Sin conocimientos expertos en el mercado de valores, el cliente no puede saber qué información concreta ha de requerir al profesional. Por el contrario, el cliente debe poder confiar en que la entidad de servicios de inversión que le asesora no está omitiendo información sobre ninguna cuestión relevante. Por ello, la parte obligada legalmente a informar correctamente no puede objetar que la parte que tenía derecho a recibir dicha información correcta debió tomar la iniciativa y proporcionarse la información por sus propios medios. 3.- El incumplimiento del deber de información al cliente sobre el riesgo económico en caso de que los intereses fueran inferiores al Euribor y sobre los riesgos patrimoniales asociados al coste de cancelación, es lo que propicia un error en la prestación del consentimiento, ya que como dijimos en la Sentencia del Pleno de esta Sala 1ª núm. 840/2013, de 20 de enero de 2014, «esa ausencia de información permite presumir el error». Lo determinante no es tanto que aparezca formalmente cumplido el trámite de la información, sino las condiciones en que materialmente se cumple el mismo. Los deberes de información que competen a la entidad financiera, concretados en las normas antes transcritas, no quedan satisfechos por una mera ilustración sobre lo obvio, esto es, que como se establece como límite a la aplicación

del tipo fijo un referencial variable, el resultado puede ser positivo o negativo para el cliente según la fluctuación de ese tipo referencial. No se trata de que el Banco pudiera adivinar la evolución futura de los tipos de interés, sino de que ofreciera al cliente una información completa, suficiente y comprensible de las posibles consecuencias de la fluctuación al alza o a la baja de los tipos de interés y de los elevados costes de la cancelación anticipada. 4.- La entidad recurrida prestó al cliente un servicio de asesoramiento financiero, lo que le obligaba al estricto cumplimiento de los deberes de información ya referidos; cuya omisión no comporta necesariamente la existencia del error vicio, pero puede incidir en la apreciación del mismo, en tanto que la información -que necesariamente ha de incluir orientaciones y advertencias sobre los riesgos asociados a los instrumentos financieros- es imprescindible para que el cliente minorista pueda prestar válidamente su consentimiento, bien entendido que lo que vicia el consentimiento por error es la falta del conocimiento del producto y de sus riesgos asociados, pero no, por sí solo, el incumplimiento del deber de información. A su vez, el deber de información que pesa sobre la entidad financiera incide directamente en la concurrencia del requisito de excusabilidad del error, pues si el cliente estaba necesitado de esa información y la entidad financiera estaba obligada a suministrársela de forma comprensible y adecuada, entonces el conocimiento equivocado sobre los concretos riesgos asociados al producto financiero complejo contratado en que consiste el error le es excusable al cliente".

Como define la Sentencia del Tribunal Supremo, RJ 131/2017, de 27 de febrero de 2017, "la transparencia es la suficiencia de la información ofrecida al cliente sobre las características y riesgos del producto financiero ofertado por la entidad de servicios de inversión". Y además continúa haciendo alusión a un punto de especial relevancia a efectos de la presentación de reclamaciones por parte de los demandantes como es "dicha cuestión no tiene su genuino campo de tratamiento en sede de condiciones generales de la contratación, sino en la normativa del mercado de valores, y específicamente, en atención a la fecha del contrato, en la normativa MiFID".

6.2.4. Efectos del incumplimiento de los deberes de información

La regulación jurídica respecto del incumplimiento en los deberes de información contenida anteriormente en el artículo 51 de la Directiva 2004/39/CE de 21 de abril de 2004, MiFID I, se encuentra ahora recogida en el artículo 70 de la Directiva 2014/65/UE de 15 de mayo de 2014, MiFID II. Ambos artículos hacen referencia a sanciones de carácter administrativo.

Como indica la Sentencia de 19 de julio de 2012, en su apartado 27 (sentencia número C591/10, relativa al caso Littlewoods Retail y otros), a falta de normas sobre la materia en el Derecho de la Unión, correspondería al ordenamiento jurídico interno de cada estado miembro la regulación de las consecuencias contractuales derivadas de la inobservancia de las obligaciones derivadas del control de transparencia informativa, siempre respetando los principios de equivalencia y efectividad.

En la Sentencia del Tribunal Supremo de 20 de enero de 2014 y de 10 de septiembre de 2014, las cuales debido a su relevancia, han sido reiteradas en numerosas resoluciones a posteriori, se declara que el incumplimiento de los deberes de información en sí mismo, no conlleva la apreciación implícita del error-vicio, pero sin duda, el incumplimiento de dichos deberes nos lleva directamente a la asimetría informativa y, por tanto, a la apreciación clara de un error-vicio cuando la contratación es con clientes minoristas o retail.[382]

Es importante recalcar que el error siempre recae sobre el objeto del contrato. El artículo 79 bis, en su apartado 3 de la Ley del Mercado de Valores, impone a la entidad financiera que comercializa estos productos el deber de suministrar información comprensible y adecuada de dichos instrumentos al cliente minorista en los que se ha de incluir unas orientaciones y advertencias sobre los riesgos asociados a semejantes productos, condición imprescindible para que dicho cliente pueda prestar válidamente su consentimiento. Por tanto, el desconocimiento de estos concretos riesgos pone en evidencia, como señalan Orduña Moreno, Sánchez Martín, y Guillén Catalán (2016, pág. 281), que el andamiaje mental que el cliente

[382] ORDUÑA MORENO, F., SÁNCHEZ MARTÍN, C., y GUILLÉN CATALÁN, R., *Control de transparencia y contratación bancaria*, *op. cit*., p. 281.

se ha construido es inexacto. El error al que le conduce la representación inexacta de los potenciales resultados de su inversión afectan directamente a los presupuestos que constituyen la causa principal de dicho producto.

Como se indica en la Sentencia del Tribunal Supremo, 6633/2015, de 13 de noviembre, declara que la entidad comercializadora ha de informar al cliente en primer lugar y que tratándose de un contrato con un elevado compenente de aleatoriedad, los beneficios de una parte en el contrato de SWAP constituyen la visión o reflejo inverso en pérdidas para la otra parte. Esta situación ocasiona que la empresa de servicios de inversión que lo comercializa se encuentre en la disyuntiva de un conflicto de intereses grave, ya que los suyos son contrapuestos a los de su cliente.

6.2.5. Análisis de servicios de sólo ejecución

Como venimos indicando, las entidades deberán determinar si los servicios que demandan los inversores son apropiados o no para ellos. Como ya se ha comentado respecto de la idoneidad, el inversor deberá responder a un test, deberá informar del objetivo de la inversión y de su situación financiera, e igualmente la entidad deberá comprobar siempre si el cliente tiene esa capacidad para afrontar períodos de crisis prolongados. Dentro de esta batería de condiciones el servicio que da la entidad ha sido catalogado de gestión discrecional o asesoramiento financiero.

Respecto a la conveniencia, los servicios prestados por la entidad son catalogados como otro servicio de inversión. Un ejemplo sería la mera ejecución de una orden sobre un producto complejo. En este caso se exige que el inversor conozca las características y riesgos inherentes que haya en esa operación (conveniencia). Igualmente, el inversor tendrá que someterse a un test de adecuación, pero en este caso, no será necesario superarlo con éxito por parte del cliente para que la entidad le ofrezca el servicio, ya que es suficiente con la aceptación del cliente de que ha entendido los riesgos del producto que demanda (Deutsche Bank, 2013).

Respecto de los servicios de sólo ejecución, en este caso la solicitud es para una orden para productos no complejos. En este supuesto, no será necesario recabar información del cliente por parte de la entidad, aunque sí deberá ser

advertido por parte de ésta de la responsabilidad en el servicio demandado y, que, en este caso concreto, no gozará de protección en caso fallido.

Respecto a los servicios de sólo ejecución, se verán implementados con la entrada en vigor el 1 de enero de 2018 de la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de Instrumentos Financieros (MiFID II).

Por consiguiente, la nueva legislación debe constar de dos instrumentos jurídicos distintos, una Directiva y el presente Reglamento. Estos dos instrumentos deben constituir conjuntamente el marco jurídico que regule los requisitos aplicables a las empresas de servicios de inversión, a los mercados regulados y a los prestadores de servicios de suministro de datos. Procede, por tanto, leer el presente Reglamento en relación con dicha Directiva. La necesidad de crear un conjunto único de normas para todas las entidades en lo que se refiere a determinados requisitos y de evitar un posible arbitraje regulatorio, así como de proporcionar más seguridad jurídica y menos complejidad reglamentaria a los participantes en el mercado, justifica el uso de una base jurídica que permita la creación de un reglamento. Para suprimir los últimos obstáculos a la negociación y falseamientos significativos de la competencia debidos a divergencias entre las legislaciones nacionales y para evitar que puedan surgir esos obstáculos y esos falseamientos, es necesario adoptar un reglamento que establezca normas uniformes aplicables en todos los Estados miembros. El objetivo del presente acto jurídico directamente aplicable es contribuir de forma determinante al buen funcionamiento del mercado interior y debe, por tanto, basarse en el artículo 114 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, (TFUE), interpretado de conformidad con la jurisprudencia reiterada del Tribunal de Justicia de la Unión Europea.

6.2.6. Actualización legislativa: análisis de la Sentencia 1283/2018 de 17 de abril del Tribunal Supremo

Las sentencias emitidas por el alto Tribunal hasta la fecha acerca del tema tratado en esta tesis han sido, en su gran mayoría, favorables a los clientes, anulando todas las operaciones de compra-venta de productos derivados complejos (más concretamente de swap) realizadas por estos con las entidades

financieras. Una de las últimas sentencias del Tribunal Supremo, más concretamente ésta que nos disponemos a analizar en este punto, ha venido a confirmar, de una manera más contundente, el criterio seguido por sus precedentes yendo un paso más allá.

Se trata de la Sentencia del Tribunal Supremo del 17 de abril, RJ 1283/2018, emitida por la mayoría de la Sala Primera de lo Civil, salvo el voto particular emitido por uno de sus miembros. En ella, la Sala del Alto Tribunal estima el recurso de casación interpuesto contra la sentencia de la Audiencia Provincial de Castellón y que, a su vez, había desestimado la demanda que habían interpuesto cinco empresas, las cuales tenían carácter de clientes minoristas y solicitaban la nulidad por haber incurrido error en el consentimiento en la contratación con el Banco Santander de un CDS posterior a la entrada en vigor de la normativa MiFID I.

La Sentencia analiza la problemática ocasionada por el error en el consentimiento en el momento de la contratación y valora si dicho error se excluye o no en función de haber practicado el test de conveniencia e idoneidad además de la firma de un documento en el que se corrobora que el potencial cliente fue debidamente informado de los riesgos que conllevaba la contratación de un producto financiero de carácter complejo como es el caso del Swap y de que el cliente carecía del perfil técnico para afrontar dicha operación. Aun así, el cliente decidió formalizar la operación.

Las cinco empresas demandantes se dedicaban al sector de la construcción y explotación de placas fotovoltaicas. Los resultados que derivaron de los test de idoneidad y conveniencia fueron idénticos para cada una de ellas. Estos arrojaron que eran empresas de escasa antigüedad en su funcionamiento, escasa solvencia de carácter profesional, un limitado volumen de negocio, lo que incide directamente en la cuenta de resultados y, por supuesto, una falta de experiencia y conocimiento en la gestión de instrumentos financieros. Aun así, como hemos dicho anteriormente, firmaron la contratación de dichos productos el mismo día de la realización de los test.

En el contrato se añadió una cláusula en la que reconocían haber sido informados, de manera detallada, por la entidad colocadora y en la que se afirmaba que dicha operación no era ni adecuada ni conveniente para ellos.

En primera instancia, la Sentencia reconocía que los contratos habían sido propuestos por la propia entidad y que ésta no había cumplido los deberes legales de información sobre características y riesgos del producto consabido. Aun así, dicha Sentencia descartó el error en el consentimiento porque la entidad sí había evaluado la conveniencia o no de dicho producto para dichas sociedades y había hecho que sus representantes legales les advirtieran del resultado negativo de dicha valoración.

En segunda instancia, la sentencia estimó el recurso de apelación de la entidad demandada, desestimando la sentencia de primera instancia sin ninguna condena expresa en costas en ninguna de las dos instancias. Puso de manifiesto el criterio seguido por la propia audiencia en la Sentencia 180/2011 de 30 de mayo y con arreglo a la normativa aplicable en un Real Decreto 217/2008, ya que las mercantiles demandantes son clientes minoristas en el ámbito de la regulación a la que nos referimos. La sala considera que la entidad bancaria nos prescindió de evaluar a los clientes ni de manifestarles las debidas advertencias en torno al resultado de esa valoración. A la vez que queda acreditada la realización de un test de evaluación en el que se hacía constar que las empresas carecían de antigüedad en su existencia (menos de un año de actividad), que su volumen de negocio era inferior a medio millón de euros y que carecían de asesores familiarizados con la contratación de instrumentos financieros complejos.

Esta Sentencia también constata, de forma probada y coherente, que los representantes legales de las demandantes firmaron, junto a los contratos, sendas declaraciones escritas (aporta el número de folios en los que aparece esa declaración) en las que admitían haber sido informados por la entidad de que se trataba de una operación no conveniente para las mercantiles.

Por último, argumenta que el error en el consentimiento no se puede sustentar en que las mercantiles depositaron su confianza en la entidad bancaria o en su director, pues según sigue la argumentación de la sala, esa confianza no eximía a las mercantiles de actuar con la debida diligencia a la hora de verificar previamente lo que firmaban y, que si la razón de su error fue que no leyeron lo que firmaban, sería un error no excusable en cuanto fácilmente superable y sólo achacable a quien lo invoca que por ello ha de pechar con sus consecuencias.

En consecuencia, la Sala Primera del Tribunal Supremo estima el recurso que casa la segunda sentencia emitida por la Audiencia Provincial de Castellón con el

número de recurso 258/2011 de la sección 3ª que dictó sentencia el 26 de septiembre de 2011, aceptando, por ende, lo estimado en primera instancia.

6.2.7. Productos empaquetados para el inversor minorista o PRIIPs (Packaged Retail and Insurance-based Investment Products)

En abril del 2009 la Comisión Europea aprobó una comunicación al Parlamento y al Consejo a la que bautizó como Packaged Retail and Insurance-based Investment Products, PRIIPs, a través de la Directiva 2009/65/CE, UCIT IV (Collective Investment in Transferable Securities), modificada cinco después por la nueva Directiva 2014/91/UE, llamada UCIT V. Los productos a los que alude dicha comunicación resultaban bastante genéricos en su definición, pero ya dejaban claro la inclusión en su categoría de los siguientes productos:

Depósitos bancarios estructurados;

- Valores estructurados dirigidos a inversores particulares, como, por ejemplo, bonos estructurados;
- Productos de inversión ofertados como pólizas de seguros de vida. También conocidos como Unit Linked. Se trata de seguro en unidades de cuenta, en participaciones o, incluso, ligados a un producto de inversión. Se miden en unidades, como hemos dicho anteriormente. Datan de los años 60 en Gran Bretaña y son de reciente implantación en nuestro país.

La Jurisprudencia del Tribunal Supremo ha valorado la posición de las entidades respecto de este tipo de contratos como auténtico protagonista o actor muy activo en la parte de la relación negocial, ya que el diseño y la comercialización de dicho producto bien del propio banco y no de la compañía aseguradora, dado que sus tintes fiscales para el desarrollo de la verdadera operación negocial son de gran importancia (Orduña Moreno, 2016, p. 271).

Una matización importante que deriva de este tipo de productos es la focalización del riesgo actuarial ya que la garantía por parte de la compañía aseguradora sólo se otorga cuando acaece la contingencia que cubre y la compañía aseguradora no garantiza ningún tipo de interés durante el período de vida de la póliza.

El objetivo del Reglamento sobre PRIIPS es mejorar la calidad y comparabilidad de la información proporcionada a los inversores minoristas en la

Unión Europea sobre productos financieros muchas veces complejos a través del suministro del KID (Key Information Document) con el fin de que los inversores minoristas puedan comprender las características fundamentales del producto (riesgos, beneficios o pérdidas potenciales, y costes) y compararlo con otras alternativas de inversión. El Comité Mixto de las European Supervisory Authorities (ESAS) está actualmente trabajando para el desarrollo de las normas de nivel 2 previstas en el Reglamento sobre PRIIPS.

6.2.8. Fondos de inversión UCITs y no UCITs

Las siglas UCIT en inglés corresponden a Collective Investment in Transferable Securities. Un fondo de inversión con el sello UCIT, es un producto armonizado en la medida en la que cumple con la regulación de una serie de directivas europeas que establecen una serie de condiciones que permiten la distribución o actuación de un fondo domiciliado en determinado país perteneciente al área objeto de regulación, es decir, la Unión Europea, y sea distribuido en cualquiera de los países miembros.

El fin de esta regulación es simplificar los trámites en materia de inversión, aumentar la protección al inversor y a la vez facilitar la comercialización transfronteriza reduciendo la burocracia, mientras que, a la vez se posibilita que una gestora de unos de los países en los que se puede instaurar el nuevo fondo pueda gestionarlo.

El inicio de las directivas de UCITS se remonta al año 1985, con el objetivo de armonizar una legislación compleja sobre fondos de inversión en cada uno de los estados miembros de la Unión Europea. Esta normativa busca la posibilidad de que el mercado de los fondos de inversión dentro de los países perteneciente a la Unión Europea sea homogéneo y haya libertad para que los inversores minoristas también puedan acceder a dicho mercado, adquiriendo participaciones en fondos de cualquier nacionalidad, siempre que ésta pertenezca a la Unión Europea, sin restricciones. A pesar de los grandes avances hasta ahora conseguidos, aún no se ha materializado el deseo de conseguir dicho mercado único de fondos de inversión en la Unión Europea.

Actualmente rige la Directiva 2014/91/UE de 23 de julio, UCITS V, que deroga a la anterior Directiva 2009/65/CE, UCITS IV.

Los beneficiarios de los fondos UCITs serán los inversores retail los más beneficiados de este tipo de fondos ya que tendrán confianza en la seguridad de sus activos.

Una parte muy importante de esta nueva legislación será la que redunda en la asunción de responsabilidades o conversión en sujeto al propio depositario sin poder culpar de la mala gestión a terceros que posean los activos. A su vez los gestores estarán sujetos a una supervisión más eficaz.

A su vez los supervisores de cualquiera de los países miembros podrán actuar contra cualquier fondo que opere en cualquiera de los países miembros.

La Directiva 2014/91/UE de 23 de julio, UCITS V, resume en cinco puntos las implicaciones de la nueva normativa para los depositarios.

- En cuanto a la restitución de activos los depositarios serán responsables de la compensación al fondo en el que se encuentren en caso de pérdida de los activos en custodia, aún si la custodia ha sido delegada a un tercero.
- Prohíbe la transferencia de la obligación de restitución lo que implica eliminar la posibilidad de que el depositario transfiera la obligación de restitución de activos a un tercero, con el consiguiente impacto sobre los niveles de riesgo y de capital de los otros depositarios.
- En relación con la custodia, la directiva especifica los instrumentos financieros que pueden ser custodiados por el depositario y sus requisitos de registro y de verificación de la titularidad de los activos que no se custodian físicamente.
- En cuanto a la delegación de la custodia, regula de forma mucho más estricta la designación de terceros o subcustodios, que entrañen riesgo para el fondo
- Por último, respecto de la información sobre activos custodiados, la nueva Directiva obliga a informar periódicamente sobre los activos en custodia, así como sobre la delegación de funciones para su gestión, teniendo que especificar las razones que justifican dicha delegación. Se evaluará la capacidad y la experiencia de las entidades en las que se ha delegado, así como los posibles conflictos de interés que puedan derivarse de dicha delegación. Además, se publicarán en la página web de los fondos, y los detalles relativos a dicha delegación se incluirán en el

folleto del fondo para que el depositario se los facilite a los inversores que lo soliciten.

En cuanto a los fondos no UCITs o fondos no armonizados, son aquellos fondos y sociedades de inversión extranjeras, que no están domiciliadas en un Estado miembro Unión Europea o que, estándolo, no se encuentran sujetos a la Directiva 2011/61/UE de 8 de junio 2011, sobre gestión de fondos alternativos, más conocida por su terminología en inglés AIFMD (Alternative Investment Managers Directive), ni a la Directiva 2014/91/UE, UCIT V, que regula las instituciones de inversión colectiva. Para que puedan comercializarse en España entre inversores particulares es necesario que se inscriban en los Registros de la Comisión Nacional de Mercado de Valores, que no tengan su domicilio en un Estado considerado como paraíso fiscal y que puedan comercializarse a través del pasaporte europeo.

El objetivo de la Comisión a través de las Directivas emitidas no es otro más que la armonización de todos estos productos, tanto en el aspecto importante de la información proporcionada en la venta de los productos, como la información en el propio proceso de venta en sí mismo. La Comisión lo ha llamado información de producto y reglas de venta.

6.2.9. Breve referencia al Documento de Información Fundamental (DIF)[383]

En el marco de la regulación de los Packaged Retail and Insurance-based Investment Products, PRIIPs, el 3 de julio del 2012, la Comisión Europea hizo pública una propuesta sobre la regulación de los documentos de información fundamental, o Key Information Documents, en inglés, para productos financieros de inversión empaquetados y dirigidos a inversores minoristas, como una medida de protección de este tipo de inversores.

Respecto a los primeros productos, "packaged retail investment products", su riesgo deviene de que el resultado de la inversión está sujeto a continuas fluctuaciones debido a la exposición a ciertos valores de referencia o también a la evolución de activos no poseídos de forma directa como, por ejemplo, la exposición a posiciones cortas. Respecto a los segundos, "insurance-based investment

[383] En inglés Documento de Información Clave, Key Information Document (KID)

products", éstos se caracterizan por una madurez y un valor residual, que está total o parcialmente expuesto, de manera directa o indirecta, a las fluctuaciones del mercado.

Este documento de información va dirigido hacia las entidades productoras o emisoras de los PRIIPs, a las entidades distribuidoras, a los inversores o asociaciones de éstos, a los mercados considerados relevantes en la comercialización de PRIIPs o incluso a los participantes en los mercados de inversión en general.

El Documento de Información Fundamental para PRIIPs, Reglamento (UE) 1286/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 26 de noviembre de 2014. En este documento se cubre una amplia gama de productos de inversión en los que, con independencia de su forma jurídica, y como se ha indicado anteriormente, el capital a reembolsar al inversor dependa de fluctuaciones en determinados valores de referencia o del comportamiento de diversos activos subyacentes como, por ejemplo, fondos de inversión abiertos, o ciertos productos o estructurados.

Este reglamento ofrece una definición de PRIIPs como productos de inversión, en los cuales, independientemente de la forma legal que revista la inversión, la cantidad pagable al inversor quede sujeta a una serie de fluctuaciones debidas a la exposición a valores de referencia o incluso al rendimiento de uno o más activos que no sean adquiridos directamente por el inversor.

El objetivo del Reglamento sobre PRIIPS es mejorar la calidad y comparabilidad de la información proporcionada a los inversores minoristas en la Unión Europea sobre productos financieros muchas veces complejos a través del suministro del KID, con el fin de que los inversores minoristas puedan comprender las características fundamentales del producto (riesgos, beneficios o pérdidas potenciales, y costes) y compararlo con otras alternativas de inversión. El Comité Mixto de las *European Supervisory Authorities* (ESAS) está actualmente trabajando para el desarrollo de las normas de nivel 2 previstas en el Reglamento sobre PRIIPS.

6.2.9.1. Ámbito del Documento de Información Fundamental

Cada uno de los productos identificados como Packaged Retail and Insurance-based Investment Products, PRIIPs, que vayan dirigidos al inversor minorista debe tener el correspondiente Documento de Información Fundamental.

Por tanto, quedan incluidos en el ámbito de la regulación tanto los "packaged retail investment products" como los "insurance-based investment products", definidos anteriormente.

Quedarían fuera del ámbito del Reglamento 1286/2014 de 26 de noviembre, sobre PRIIPs los siguientes productos: seguros que no estén categorizados como seguros de vida; seguros de vida, cuyos beneficios se pagan cuando se produce la contingencia contratada; depósitos simples; planes de pensiones.

6.2.9.2. Contenido del Documento de Información Fundamental

El Documento de Información Fundamental deberá contener para cumplir con el espíritu que auspició su regulación una descripción detallada del perfil riesgo-rentabilidad de los PRIIPs, la cual permita la comprensión del mismo por parte de los inversores minoristas y además, pueda realizar una comparación exhaustiva con otros productos de similares características.

La información resulta esencial para cualquier inversión de este tipo, si bien ésta sigue siendo de difícil comprensión para el inversor debido a la complejidad de los productos a los que se refiere, reflejando el alto perfil de riesgo que dichos productos conllevan.

El Documento aborda las diferentes dimensiones del riesgo abarcando un amplio elenco como es el riesgo de mercado, el riesgo de crédito y el riesgo de liquidez y desarrolla posibles maneras para medir la dimensión y clasificarlos para poder agregarlos en el documento.

La agregación de todas estas variables o dimensiones de riesgos resulta muy importante para la ayuda al pequeño inversor o minorista en el uso de la información, sin embargo, dicha agregación de los parámetros de riesgo tiene como contrapartida la reducción en la calidad de información proporcionada debida a su extrema complejidad en muchos de los casos.

De igual manera describe las formas de presentación de hipotéticos escenarios de rentabilidad. Discute acerca de la metodología de la selección de dichos escenarios y la forma de cálculo del posible comportamiento del producto. Establece dos enfoques determinados o escenarios. Uno es el 'what if' o cómo el

producto reaccionará frente a una posible reacción del subyacente[384]. Otro es la selección de los distintos escenarios de inversión en base a un número indeterminado de probabilidades.

No debemos olvidar los indicadores de riesgo tanto simples como multidimensionales. Estos últimos están basados en diversas áreas de mercado. También se proporciona al inversor una serie de tablas o gráficos de los diversos escenarios de riesgo.

El documento propone tomar el considerando 83 de la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativa a los mercados de instrumentos financieros, MiFID II[385], para fijar ciertos criterios como, por ejemplo, urgencia, tiempo necesario para cada inversor para la comprensión del documento de inversión, complejidad y familiaridad de y con la inversión.

Respecto de la información específica que debe recoger el documento estarían los siguientes contenidos:

- el título del documento y una explicación sobre el mismo;
- el nombre del producto de inversión;
- la identidad del proveedor del producto de inversión, así como la autoridad competente; un mensaje de alerta al inversor frente a ciertos productos tales como: un producto que invierta en activos que no sean normalmente objeto de inversión para el cliente minorista; un producto

[384] Es el valor de referencia de determinados derivados financieros.

[385] El considerando 83 de la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativa a los mercados de instrumentos financieros, MiFID II, establece textualmente: "A la hora de determinar qué se entiende por suministrar información con suficiente antelación respecto de un momento contemplado en la presente Directiva, la empresa de servicios de inversión debe tener en cuenta, a la luz de la urgencia de la situación, el tiempo que necesita el cliente para leer y comprender la información antes de tomar una decisión de inversión. Es probable que el cliente necesite más tiempo para examinar información sobre un producto o servicio complejo o con el que no esté familiarizado o un producto o servicio con el que no tenga experiencia, que para reflexionar sobre un producto más sencillo o más familiar o con el que el cliente haya tenido ya experiencia".

que use diferentes mecanismos para calcular el reembolso final; productos que se aprovechen de ciertas tendencias de los inversores.

El mensaje de alerta debe indicar: "va a comprar un producto que no es simple y puede resultar difícil de entender"

El documento debe contener las siguientes secciones sobre cuyo contenido la regulación ha establecido ciertos requisitos:

- De qué producto se trata;
- Cuáles son sus riesgos y los retornos;
- Qué sucedería en el supuesto de que el proveedor del producto no pueda satisfacer la deuda;
- Cuáles son los costes asociados al producto;
- Duración y período de retirada del dinero;
- Cómo reclamar;
- Otra información relevante.

6.2.10. Referencia a la problemática del pasaporte comunitario en las operaciones transfronterizas de comercialización de productos derivados complejos

Según el registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre fondos de inversión y sicav, en el cual se distingue entre los productos armonizados o fondos UCITS, los cuales cumplen con la Directiva 2014/91/UE, que deroga la anterior, Directiva 2009/68/CE, UCIT IV, y los no armonizados o no UCITS (los cuales no cumplen con la normativa anteriormente mencionada). Pues bien, este registro confirma que el 63% de los fondos en España no son UCITS elevándose la cifra hasta el 79% en el caso de las sicav.

La mayoría de los fondos garantizados españoles han sido calificados como armonizados. Alrededor de 550 no cumplen con la Directiva UCITS y alrededor de 1.200 sí lo hacen, pudiendo beneficiarse, en su caso, del uso del pasaporte europeo para su posterior comercialización en otros Estados miembros de la Unión Europea (según el registro de Fondos y Sicav de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2017).

El mayor obstáculo de los no armonizados para cumplir con la normativa europea sobre UCITS es la diversificación en cartera, ya que se exige invertir en al menos seis referencias de deuda. Por lo tanto, los fondos que aseguran el capital a vencimiento prefieren disponer de carteras con menos referencias que los fondos armonizados. Los fondos de gestión pasiva cuyo objetivo es la rentabilidad máxima e igualmente con un objetivo mínimo a cumplir, también han sido clasificados, en su mayoría, como no UCITS debido a la menor diversificación en sus carteras (Funds People, 2015)[386].

Como se ha indicado supra, el pasaporte comunitario ha funcionado para evitar o minimizar los trámites burocráticos de carácter administrativo en la admisión de ventas de productos derivados complejos, por parte del resto de los países receptores, que se encuentran bajo el paraguas de la Unión Europea.

La entidad responsable de emitir el folleto solicita a la autoridad competente de su país de origen, la cual ha aprobado el mismo, que lo remita al resto de autoridades competentes, hacia cuyos países va dirigida dicha emisión u oferta pública. Dichos países se llamarán países de acogida. Será remitirá la siguiente documentación:

- Un certificado de aprobación del folleto;
- Una copia aprobada de dicho folleto;
- Un resumen del folleto traducido al idioma o idiomas del país o países de acogida (esta condición no será indispensable, salvo que así lo requiera la autoridad competente del país de acogida).

El Comité Europeo de Reguladores de Valores[387] establece un sistema de comunicación vía e-mail entre las autoridades competentes que incorpora un certificado de aprobación, así como e-mails de envío y recepción de la información estandarizados.

Con esto se consigue que las autoridades receptoras se encuentren informadas acerca de las operaciones que se van a realizar; en caso de no ser así, se

---

[386] Funds People, publicación especializada en Inversiones colectivos y gestión de activos para el sur de Europa.

[387] En inglés, CESR, Committee of European Securities Regulators.

pondrán en contacto vía e-mail o vía telefónica con la autoridad del país de la entidad emisora para solventar el problema.

Conforme al artículo 29 de la Ley del Mercado de Valores, la Comisión Nacional del Mercado de Valores no puede realizar ningún procedimiento administrativo contra los folletos aprobados previamente por autoridades de otros estados miembros de la Unión y que han sido pasaportados hacia España.

El artículo 29 habla de la validez transfronteriza del folleto, indicando lo siguiente:

Sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 30, el folleto aprobado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, así como sus suplementos, serán válidos para la admisión a negociación en cualesquiera Estados miembros de acogida, siempre que la Comisión Nacional del Mercado de Valores lo notifique a la Autoridad Europea de Valores y Mercados y a la autoridad competente de cada Estado miembro de acogida de conformidad con lo establecido reglamentariamente.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores publicará en su página web una lista con los certificados de aprobación de folletos y de sus posibles suplementos, así como un enlace, si procede, con la publicación de esos documentos en el sitio web de la autoridad competente del Estado miembro de origen, o en el sitio web del emisor, o en el sitio web del mercado regulado.

Asimismo, sin perjuicio de lo dispuesto en el mencionado artículo 30, el folleto aprobado por la autoridad competente del Estado de origen, así como sus suplementos, serán válidos para la admisión a negociación en España, siempre que dicha autoridad competente lo notifique a la Autoridad Europea de Valores y Mercado y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores. En este caso, la Comisión Nacional del Mercado de Valores se abstendrá de aprobar dicho folleto o de realizar procedimiento administrativo alguno en relación con él.

La información referente a los procedimientos de los pasaportes se encuentra disponible dentro del apartado consultas a los registros oficiales dentro de emisiones y admisiones. Por supuesto, dentro de la página web oficial de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Respecto de las traducciones que serán responsabilidad del emisor, se pueden consultar en un documento publicado en la página web de la autoridad europea del Mercado de Valores.

Las condiciones finales de los folletos base se proporcionarán a los inversores y se presentarán ante la autoridad del país de origen, con motivo de cada oferta que se realice y tan pronto como sea posible, por supuesto, deseable antes del comienzo de la oferta. También se podrá acceder a un documento en la página web de la autoridad europea del Mercado de Valores, en donde se podrá verificar las condiciones finales habilitadas para una de las autoridades competentes de cada país origen o receptor.

Para el emisor español, éste comunicárselo a la Comisión Nacional del Mercado de Valores en tiempo y forma de presentar la solicitud de aprobación del folleto. Desde la Comisión se le informará al emisor foráneo de los países que exigen la traducción del resumen, y una vez que el folleto esté aprobado, y se hayan aportado todas las traducciones requeridas, la Comisión expedirá el certificado de aprobación que recibirán el resto de autoridades de los países receptores.

Respecto de las condiciones finales, deberán ser proporcionadas a los inversores al igual que habrán de ser presentadas ante la autoridad o autoridades del país o países que van a ser origen de dicha operación. Por supuesto, deseable antes del comienzo de la misma, si bien es cierto que no es un requisito previo para el comienzo de la oferta.

En cuanto al proceso de aprobación del pasaporte comunitario, hay que destacar que es un proceso relativamente rápido. En concreto los plazos para que la autoridad competente (país emisor) envíe la documentación a otro país o países de acogida, serán de un día hábil desde la aprobación del folleto, siempre que la petición y el proyecto se presenten de manera conjunta y tres días hábiles para el resto de los supuestos.

El pasaporte no se aplicará al documento de registro, según el apartado V de la OM, Orden Ministerial 3537/2005, la Dirección General de Mercados considera que los emisores podrán utilizar el mecanismo de incorporación por referencia para así aprovechar todos los documentos de registro que hayan sido aprobados en cualquiera de los estados receptores diferentes. Por ejemplo, un emisor español que ostente un documento de registro que ha sido aprobado previamente por la

autoridad competente francesa, podrá utilizarlo posteriormente para una nota de valores que apruebe la Comisión Nacional del Mercado de Valores española. Todo esto no implica que cada entidad supervisora o reguladora no deba hacer lo propio con el contenido de los documentos de registro que se incorporan a los folletos por referencia, puesto que la aprobación de dichas notas se extenderá también a la información que se incorpora también por referencia.

Para finalizar, no hay que olvidar que cada documento de registro aprobado por las autoridades competentes de otro estado se pueda incorporar por referencia a un folleto que apruebe en el caso español la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Deberá estar redactado en castellano, o en inglés, o en cualquier idioma oficial de los hablados en los estados miembros.

6.2.11. Responsabilidad del derecho público frente a la norma de derecho privado, Derecho Administrativo Sancionador

La responsabilidad patrimonial por parte de las distintas administraciones públicas que forman el tejido administrativo de nuestro país es otro de los conceptos que reviste gran importancia, y cuya doble vertiente, al igual que ocurre con la transparencia en la contratación privada, todas las empresas y actores participantes en el mercado, tanto públicos como privados, han de asumir las consecuencias indeseadas de cualquier actividad que derive en un perjuicio ocasionado por una mala praxis por cualquiera de los agentes en el mercado. Por tanto, como en este punto el foco es la responsabilidad del derecho público frente al derecho privado, prevenir ese riesgo es uno de los objetivos del Derecho Administrativo-Económico.

La responsabilidad de las administraciones públicas se empezó a implementar en nuestro país en el pasado siglo, concretamente, en la década de los 50. Fue con la Ley sobre expropiación forzosa, de 16 de diciembre de 1954, cuya entrada en vigor se produjo el 17 de abril de 1955. En esta ley, en su artículo 121.1 se alumbra en nuestro ordenamiento jurídico la cláusula general de responsabilidad en la que se da cabida a los daños derivados de un mal

funcionamiento de las administraciones públicas[388]. En el artículo 122.2 de dicha ley incluso se hace referencia a los plazos determinados para las reclamaciones[389].

Además de la ley anterior, se desarrolló el concepto de responsabilidad patrimonial de la administración en otros preceptos, como los contenidos en los artículos 40 y 41 del Decreto de 26 de julio de 1957, por el que se aprobó el Texto Refundido de la Ley de Régimen Jurídico de la Administración del Estado, y cuya vigencia expiró el 18 de diciembre de 1997, en cuyo contenido complementaron los preceptos contenidos en la ley citada anteriormente "otorgando a los particulares el derecho a ser indemnizados por el Estado de toda lesión que sufran en cualquiera de sus bienes y derechos, salvo en los casos de fuerza mayor, siempre que aquella lesión sea consecuencia del funcionamiento normal o anormal de los servicios públicos o de la adopción de medidas no fiscalizables en vía contencioso-administrativo"[390].

---

[388] Dicho artículo indica lo siguiente:

"Dará también lugar a indemnización con arreglo al mismo procedimiento toda lesión que los particulares sufran en los bienes y derechos a que esta Ley se refiere, siempre que aquélla sea consecuencia del funcionamiento normal o anormal de los servicios públicos, o la adopción de medidas de carácter discrecional no fiscalizables en vía contenciosa, sin perjuicio de las responsabilidades que la Administración pueda exigir de sus funcionarios con tal motivo".

[389] Este artículo indica:

"El derecho de reclamar prescribe al año del hecho que lo motivó. Presentada reclamación, se entenderá desestimada por el transcurso de cuatro meses sin que la Administración resuelva. A partir de este momento, o de la notificación de la resolución expresa, en su caso, empezará a correr el plazo para el procedente recurso contencioso-administrativo."

[390] BERBEROFF AYUDA, D., "¿Una responsabilidad de la administración objetiva?: Perspectivas de derecho comparado y comunitaria" en JOAQUÍN ORTIZ BLASCO, J. / MAHILLO GARCÍA, P. (Coord.*), La responsabilidad patrimonial de las Administraciones Públicas. Crisis y propuestas para el siglo XXI*, Fundación Democracia y Gobierno Local, Barcelona, 2008, p. 61.

La Administración se deja ver sobremanera en casos de responsabilidad muy determinados. Nos referimos a los supuestos de responsabilidad objetiva[391]. Este concepto alude a aquellos casos en los que la actividad de un determinado segmento de carácter privado, pero cuyos servicios puedan estar considerados como sensibles para el buen funcionamiento de cualquier sociedad, puede incurrir en un mal funcionamiento, causando daños a terceros que, en este caso, son los usuarios o administrados. Es aquí donde el sistema de responsabilidad objetiva, tasado por la propia administración, se vería de manera clara. Podríamos mencionar como ejemplos de responsabilidad objetiva los sectores de la energía nuclear o de la navegación aérea[392]. Para hacer una breve explicación de estos dos ejemplos, podríamos tomar como base la crisis de controladores aéreos que aconteció en España en el año 2010. En este caso, muchos usuarios reclamaron al Estado los perjuicios que ocasionaron entidades de carácter privado, ya que en el sector aeronáutico se entrelazan entidades públicas con entidades privadas, que en conjunción dan un servicio de carácter sensible, hasta tal punto que fue decretado por parte del Gobierno el estado de emergencia regulado en el artículo 116 de nuestra Constitución y desarrollado en la Ley Orgánica 4/1981 de 1 de junio sobre los estados de alarma, excepción y sitio. De igual manera que está ocurriendo en el momento que se están escribiendo estas líneas, el estado de alarma debido a una emergencia sanitaria por pandemia.

Por seguir abundando en el tema de la responsabilidad patrimonial de las administraciones públicas, mencionaremos que, además de su origen en la Ley de expropiación forzosa, mencionada supra, y demás leyes supletorias, ha avanzado hasta nuestros días para quedar recogido en el precepto 106.2 de la Constitución, a

---

[391] El concepto de responsabilidad objetiva a día de hoy hace referencia a la responsabilidad patrimonial de la Administración frente a los administrados, la cual se produce con independencia de la culpa del sujeto responsable. En nuestros días se encuentra tasada en el artículo 106.2 de la Constitución: "Los particulares, en los términos establecidos por la ley, tendrán derecho a ser indemnizados por toda lesión que sufran en cualquiera de sus bienes y derechos, salvo en los casos de fuerza mayor, siempre que la lesión sea consecuencia del funcionamiento de los servicios públicos".

[392] LAGUNA DE PAZ, J. C. *Derecho Administrativo Económico*. Aranzadi, Pamplona, 2016, p. 131.

la vez que su desarrollo lo encontramos en los artículos 32 a 35 de la Ley 40/2015 de 1 de octubre, de Régimen Jurídico del sector público, en los que se trata la responsabilidad patrimonial de las administraciones públicas. Incluso en su artículo 35 contempla la responsabilidad de derecho privado poniendo de manifiesto lo que estamos desarrollando en este punto sobre la relación entre el derecho público y el derecho privado.

Por seguir ejemplificando, y dada la peculiaridad de la situación actual que está aconteciendo en nuestra sociedad, derivada de la mala aplicación de un estado de emergencia provocado por pandemia, se podría contemplar la posibilidad de emprender acciones de carácter administrativo contra la propia administración por la responsabilidad que conlleva la mala gestión de una situación que no sólo está ocasionando gravísimas pérdidas de carácter económico, sino que se ha convertido en una catástrofe humanitaria para nuestro país, que ha derivado en la pérdida masiva de vidas humanas por negligencia de parte de la administración pública. Es cierto que en la Constitución se excluyen las indemnizaciones por causa de fuerza mayor, pero habría que matizar en este caso, ya que dicha fuerza mayor existe para los administrados, pero el autor entiende que no para el administrador. Esto es debido a que consideramos que la estructura de una administración pública es lo suficientemente capaz de prever con antelación la magnitud de determinados hechos, que pueden acabar siendo lesivos para sus administrados por las consecuencias que de ellos se derivan.

Retomando el tema sobre el que versa la tesis, destacaremos que en el ámbito del Derecho Administrativo lo mencionado anteriormente alude a las posibles externalidades que se pueden dar en ciertas circunstancias de mercado. Podemos clasificar estas externalidades en positivas y negativas. Las primeras aluden a una serie de beneficios que recaen sobre la sociedad y no conllevan costes, mientras que las segundas se refieren a las consecuencias negativas de la actividad empresarial, que deben asumidas por terceros de modo involuntario. En ambos casos la intervención del Derecho Administrativo estaría justificada.

El teorema del profesor Ronald Coase[393] viene a justificar la intervención del estado en base a la imposibilidad de un conocimiento exacto por parte de las empresas de los costes de las externalidades, justificando la intervención del Derecho Administrativo a través de:

- La regulación, ya mencionada anteriormente.
- La imposición de sanciones económicas.
- Subvenciones a las medidas correctivas.
- Creación de un mercado de permiso comercializable que permite un cierto umbral de externalidades.

Para terminar el punto de las externalidades, haremos una breve referencia a dos conceptos nuevamente complementarios a ambos campos del derecho. Hablamos del bail-in and bail-out. Estos dos conceptos vienen a colación debido a que la mala gestión en una corporación debe ser asumida y sus consecuencias deben ser soportadas por los propietarios y por los directivos que han llevado a esa situación a la corporación en concreto. Es por ello que estos dos términos que hemos mencionado anteriormente tomaron gran relevancia en el período de crisis 2007-2016. Hasta el período pre-crisis e incluso bien entrada la crisis, la quiebra de muchas entidades originó que las pérdidas fueran asumidas por las sociedades que albergaban esas corporaciones a través de los impuestos. Esta es la forma más habitual de lo que se ha conocido coloquialmente como "rescates", que corresponde al bail-out. Tras esta situación generalizada, las autoridades competentes en el tema bancario han concluido que ésta no era la solución óptima para circunstancias de ese calado, siendo la opción más adecuada la aplicación del bail-in que, en contraposición al bail-out, consiste en asumir internamente la responsabilidad de las pérdidas, salvo en la situación a la que alude la Directiva 2014/59/UE en su artículo 37. 10.a[394], teoría que también apoya quien suscribe.

---

[393] COASE, R. The Problem of Social Cost, *Journal of Law and Economics*, 3, 1960, p. 30.

[394] Dicho artículo indica lo siguiente:

"Si existe una situación de crisis sistémica sumamente extraordinaria, la autoridad de resolución podrá tratar de obtener financiación procedente de fuentes de financiación alternativas mediante el uso de instrumentos gubernamentales de estabilización contemplados en los artículos 56 a 58 cuando se cumplan las siguientes condiciones:

a) que los accionistas y los tenedores de otros instrumentos de capital, los titulares de instrumentos de capital pertinentes y otros pasivos admisibles hayan realizado, mediante amortización, conversión o de algún otro modo, una contribución a la absorción de pérdidas y a la recapitalización interna por un importe no inferior al 8 % del total del pasivo, incluidos los fondos propios de la entidad objeto de resolución, medidos en el momento de la medida de resolución según lo establecido en el artículo 36.

b) que quede supeditado a aprobación previa y final con arreglo a las normas sobre ayudas de estado."

VII – PROBLEMÁTICA CONTRACTUAL: ERROR, DOLO, VIOLENCIA-INTIMIDACIÓN Y SUS EFECTOS EN EL ÁMBITO DE LA PERSONA JURÍDICA.

VII. PROBLEMÁTICA CONTRACTUAL: ERROR, DOLO, VIOLENCIA-INTIMIDACIÓN Y SUS EFECTOS EN EL ÁMBITO DE LA PERSONA JURÍDICA

7.1. BREVE RESEÑA A LOS CONTRATOS Y SU IMPORTANCIA EN EL ÁMBITO DEL DERECHO BANCARIO

Haremos mención del contrato en sí mismo como una institución de intercambio de bienes y servicios entre los intervinientes en él. Uno de los orígenes del nacimiento del contrato puede ser la falta de autosuficiencia del ser humano, teniendo necesidad de interrelacionarse con sus semejantes en cualquier ámbito de la vida para poder satisfacer sus propias necesidades.

Si bien es cierto que no todos los intercambios que llevan a cabo los seres humanos se ven revestidos de una forma contractual, la mayoría de ellos o una gran parte sí lo hacen. De ahí se deriva que también esta forma de relacionarse se ha convertido en una forma de patrimonialidad, que conlleva a defender los bienes o patrimonio personal de cada ser humano sobre el que está fundamentada o basada parte de la libertad de cada uno.

Lo dicho anteriormente nos indica que la libertad del individuo pivota sobre la capacidad que tiene de conseguir cosas de manera honrada y segura. El contrato garantiza la libertad de iniciativa empresarial privada, así como la autonomía personal del individuo para poder conseguir sus objetivos materiales a través de su esfuerzo físico, intelectual o ambos.

Es por ello que la palabra autonomía juega un papel importante dentro de esta figura jurídica, ya que dicha palabra etimológicamente deriva en el término "autonormarse"[395], es decir, tener o estar sujeto a la seguridad de la ley o legislación vigente allá donde realizas dicha actividad contractual para jugar en igualdad de condiciones frente a la otra parte y así no quedar perjudicado desde el inicio debido

[395] LASARTE, C., *Contratos. Principios de Derecho Civil III*. Editorial Marcial Pons, Madrid, 2017, p. 5.

a la asimetría informativa a la que puede verse sometida una de las partes, constituyendo ésta uno de los errores más comunes en el campo de la contratación y sobre el cual estamos desarrollando parte de este trabajo.

La reforma acaecida en nuestro Código Penal en el año 2010 para introducir la responsabilidad penal de la persona jurídica, que no se llegó a aplicar ni a implementar hasta que en el año 2015 el legislador optó por modificar el sistema concediendo efectos de exención de pena y adoptando un modelo organizativo de gestión, incluyendo medidas de vigilancia y control idóneos sobre la persona jurídica. De tal manera que el propio Tribunal Supremo del reino de España otorgó a la eximente una mayor visibilidad en sus resoluciones considerando a ésta una forma muy adecuada para evitar lo que hasta entonces era el "non bis in ídem" en lo referente a las responsabilidades de las personas físicas o de las personas jurídicas y su punición por hechos ajenos a ellas. Esto ocasionaba la destrucción de la acusación de las personas jurídicas en detrimento de las personas físicas cuando se había cometido algún tipo de delito por parte de las segundas[396].

Por lo tanto, hay que destacar que el nacimiento de las obligaciones contractuales emana de la ley, los contratos, los cuasicontratos e, incluso, de los actos y omisiones ilícitas en el que intervenga cualquier género de culpa o negligencia.[397]

Es importante destacar el principio de respeto a lo pactado o, dicho en latín, el pacta sun servanda (obediencia a lo acordado), que se refleja en el artículo 1091 de nuestro Código Civil con el siguiente precepto "Las obligaciones que nacen de los contratos tienen fuerza de ley entre las partes contratantes y deben cumplirse al tenor de los mismos". Queda así patente el carácter privado del acto de contratación, perpetuando dicha relación hasta su total cumplimiento y creando la imposibilidad de su extinción unilateral hasta el perfeccionamiento de dicho acto.

Centrándonos un poco más dentro de los contratos que estamos abordando en este trabajo, que son los mercantiles, y que están regulados en el artículo 50 de

---

[396] CARBONELL MATEU, J. C. *Prólogo*, en MATALLÍN EVANGELIO, A. y FERNÁNDEZ HERNÁNDEZ, A. S (Coord.), *Criminal Compliance Programs y Mapas de Riesgos,* Tirant Lo Blanch, Valencia, 2023, p. 15.

[397] Artículo 1089 del Código Civil

nuestro Código de Comercio. Éstos, además de por el Código de Comercio, se rigen por otro tipo de leyes de carácter especial y normas de derecho común de carácter supletorio. Si bien es cierto que en nuestro ordenamiento positivo es complicado encontrar un criterio de carácter diferenciador entre los contratos de carácter mercantil y los de carácter civil. Cuando no son de carácter mercantil es porque no se adhiere estrictamente a lo reflejado como característica fundamental en nuestro Código de Comercio.

7.2. CAPACIDAD Y PROHIBICIÓN DE CONTRATAR. REFERENCIA A LA PERSONA JURÍDICA

Respecto de la prohibición de contratar, de forma breve diremos que la ley tiene tasados algunos supuestos determinados, que suelen ser casos de incompatibilidades, por ejemplo, un alcalde de una localidad tiene prohibido concurrir a cualquier subasta de tipo municipal que se celebre en el ámbito de dicho municipio. Por ello, decimos que las prohibiciones suelen estar razonadas en cuestiones de orden público o económico en las que ciertas personas puedan prevalecer sobre otras debido a su cargo o posición social en un determinado momento[398].

Por el contrario, respecto de la capacidad de contratar, diremos que como el inicio del contrato en sí mismo es una voluntad consciente entre las partes intervinientes, esa voluntad y libertad creciente es una de las circunstancias que se deben de dar para que se produzca la capacidad de contratar.

En lo referente a la persona jurídica, ésta también goza de capacidad de obligarse y celebrar determinados actos jurídicos (como se refleja en el artículo 38 de nuestro Código Civil) siempre a través de sus representantes legales que, como es lógico, son miembros pertenecientes a la organización empresarial (como figura en los estatutos sociales del RDL 1/2010, también conocidos como Ley de Sociedades de Capital). Los límites que pueda tener una persona jurídica a la hora de realizar contrataciones, aparte lógicamente de los delimitados y tasados en

---

[398] LASARTE, C. Contratos. Principios de Derecho Civil III…, op. cit., p. 20.

nuestro ordenamiento jurídico, son también los que refleje el objeto social de dicha organización.

En otro orden de cosas, la responsabilidad penal de la persona jurídica no exime de responsabilidad individual a los administradores de dicha sociedad u organización[399], por tanto, la responsabilidad penal de una entidad jurídica actúa como contrapeso y, en ocasiones, como complemento a la responsabilidad penal individual de los sujetos pertenecientes a dicha organización.

Haremos referencia al artículo 1263 del Código Civil en el que menciona de forma taxativa las circunstancias de la incapacidad para prestar consentimiento contractual[400]. Este precepto se reflejó en la Ley Orgánica 1/1996, que derogó la Ley 14/1975 de 2 de mayo, en la que reflejaba un precepto tan absurdo y arcaico como era el que la mujer casada era incapaz para realizar contratos.

Por tanto, en orden a la teoría positiva[401], podrán realizar contratos todos aquéllos que no se vean inmersos en alguna de las causas anteriormente expuestas.

7.3. CATEGORÍAS CONTRACTUALES Y SUS ELEMENTOS: UNA APROXIMACIÓN DESDE LA PERSPECTIVA DE LA PERSONA JURÍDICA

Los contratos constituyen uno de los instrumentos fundamentales para la organización de las relaciones jurídicas y económicas tanto de las personas físicas como de las personas jurídicas. En el ámbito corporativo, las personas jurídicas —ya sean sociedades mercantiles, asociaciones, fundaciones o entidades de derecho público— participan constantemente en relaciones contractuales que exigen una comprensión precisa de sus categorías y elementos esenciales[402].

---

[399] DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, L. *Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial,* Vol. I, Civitas, Madrid, 2021, pp. 169 y ss.

[400] No pueden prestar consentimiento:

1.º Los menores no emancipados.

2.º Los incapacitados.

[401] Es el derecho vigente en el momento temporal de referencia.

[402] MEMENTO PRÁCTICO FRANCIS LEFEVRE., *Sociedades Mercantiles.* Lefevre El Derecho, Madrid, 2016.

Desde el punto de vista dogmático, los contratos pueden clasificarse en diversas categorías contractuales, según criterios como la forma de perfección, la finalidad económica, la regulación normativa, el momento de ejecución y el número de partes obligadas. Así, si atendemos al elemento que determina su formación, distinguimos:

Contratos consensuales, que se perfeccionan con el solo consentimiento de las partes.

- Contratos reales, que requieren además la entrega de la cosa.
- Contratos formales o solemnes, que necesitan de una forma determinada para su validez.

Esta clasificación es particularmente relevante en el caso de personas jurídicas, ya que muchas veces el consentimiento contractual debe ser otorgado por órganos de representación, y en ciertos casos, conforme a procedimientos internos previamente establecidos en sus estatutos o normativa aplicable[403].

Asimismo, los contratos pueden clasificarse por su finalidad económica. Aquellos que no implican una contraprestación recíproca constituyen contratos gratuitos —como la donación o el comodato—, mientras que los que implican un intercambio patrimonial son onerosos. En el ámbito empresarial, la regla general es la onerosidad, dado que la actividad económica de las personas jurídicas se orienta hacia fines lucrativos o de autosostenibilidad económica[404].

Otra distinción relevante es la que se establece entre contratos típicos —regulados por el ordenamiento jurídico, como la compraventa, el arrendamiento o el mandato— y contratos atípicos, que surgen del principio de autonomía de la voluntad (Código Civil español, art. 1255). Esta categoría resulta especialmente significativa para las personas jurídicas, que suelen recurrir a contratos atípicos o

---

[403] DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, L. Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial II. Las relaciones obligatorias, op. cit., pp. 98-100.

[404] RIVERO HERNÁNDEZ, A., *Contratos: Teoría general y contratos en particular*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2020.

complejos (por ejemplo, contratos de franquicia, leasing, factoring o SWAP), para estructurar sus operaciones con mayor flexibilidad y eficiencia financiera[405].

Desde el punto de vista de la ejecución, los contratos pueden ser instantáneos, si se cumplen en un solo acto, o de tracto sucesivo, si implican prestaciones continuadas o periódicas. Para las personas jurídicas, esta diferencia no es menor, ya que tiene consecuencias relevantes en materia de contabilidad, gestión de riesgos y previsiones contractuales futuras.

En relación con el número de partes obligadas, distinguimos entre contratos unilaterales, en los que solo una parte queda obligada, y bilaterales (o sinalagmáticos), donde ambas asumen obligaciones recíprocas. En este trabajo se ha hecho referencia a los SWAPS, contratos financieros complejos que, según parte de la doctrina, pueden calificarse como unilaterales no sinalagmáticos, aunque esta afirmación debe matizarse dependiendo de la estructura del derivado y las obligaciones asumidas por cada parte[406].

7.3.1. Elementos del contrato en la persona jurídica

Los elementos contractuales se clasifican tradicionalmente en esenciales, accidentales y naturales, cada uno con implicancias específicas para la participación de las personas jurídicas en el tráfico jurídico.

7.3.1.1. Elementos esenciales

Son aquellos sin los cuales no puede existir contrato: consentimiento, objeto y causa, conforme al artículo 1261 del Código Civil. En el caso de personas jurídicas, el consentimiento debe emanar del órgano competente según el tipo de persona jurídica de que se trate. Por ejemplo, en una sociedad anónima, el órgano de

---

[405] PANTALEÓN, F. *La causa en los contratos,* Civitas, Madrid, 1993, p. 123.

[406] GARRIGUES WALKER, A., *Curso de Derecho Mercantil*. *Vol. II*. Tecnos, Madrid, 2019, pp. 350-352.

administración está facultado para contratar en nombre de la sociedad, salvo que se requiera autorización de la junta general para actos específicos[407]

El objeto debe ser lícito, posible, determinado o determinable, y adecuado a la finalidad de la persona jurídica. Asimismo, la causa del contrato debe alinearse con el objeto social o los fines estatutarios de la entidad. Un contrato cuya causa no se relacione con la actividad autorizada de la persona jurídica podría ser considerado nulo o susceptible de impugnación por los socios o por terceros[408].

7.3.1.2. Elementos accidentales

Estos no son indispensables para la existencia del contrato, pero una vez incorporados por voluntad de las partes, se convierten en cláusulas obligatorias. Ejemplos de estos son la condición (hecho futuro e incierto del cual depende la eficacia del contrato) y el término o plazo (momento a partir del cual o hasta el cual surten efecto las obligaciones). Las personas jurídicas, especialmente en el ámbito mercantil, recurren con frecuencia a estos elementos para estructurar contratos con condiciones resolutorias o suspensivas, cláusulas de duración determinada o renovaciones automáticas.

7.3.1.3. Elementos naturales

Son aquellos que, aun no expresados, se entienden integrados en el contrato por imperativo legal, salvo pacto en contrario. Un ejemplo clásico es la gratuidad del contrato de depósito previsto en el artículo 1760 del Código Civil. En el ámbito de la persona jurídica, estos elementos actúan como reglas supletorias que permiten cerrar lagunas normativas en contratos estandarizados o no excesivamente regulados[409].

---

[407] FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L. *Manual de Derecho de sociedades*, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor, 2018, p. 210.

[408] FERRERO LAPIEDRA, M., *Los contratos de las personas jurídicas: límites y validez,* Tirant lo Blanch, Valencia, 2022, pp. 75-77.

[409] ALBALADEJO, M., *Derecho civil II: Derecho de obligaciones,* Revista de Derecho Privado 2005, p. 145.

7.4. RESPONSABILIDAD CONTRACTUAL Y EXTRACONTRACTUAL DE LA PERSONA JURÍDICA EN LA CONTRATACIÓN BANCARIA

7.4.1. Introducción

La presente sección se orienta hacia el análisis de la responsabilidad civil de la persona jurídica en el ámbito de la contratación bancaria, sin perjuicio de las inevitables referencias a la responsabilidad penal, en la medida en que ambas dimensiones pueden concurrir en un mismo supuesto de hecho.

De conformidad con el art. 116.1 del Código Penal, "toda persona criminalmente responsable de un delito lo es también civilmente si del hecho se derivaren daños o perjuicios". A su vez, el art. 119 CP establece que, salvo renuncia o reserva expresa de la acción civil, "el juez o tribunal resolverá en la sentencia sobre la responsabilidad civil derivada del delito". Esto significa que la responsabilidad civil ex delicto es accesoria, pero autónoma, y puede exigirse frente a la persona jurídica, aun cuando ésta no pueda ser objeto de una pena privativa de libertad.

La relevancia de la responsabilidad civil en el contexto de la contratación bancaria resulta patente si se considera que la persona jurídica no puede ser encarcelada, y que la sanción económica, reparadora o punitiva, constituye el único mecanismo eficaz de depuración de responsabilidades. En este sentido, la doctrina ha señalado que "la responsabilidad civil tiene una finalidad esencialmente reparadora, orientada a restaurar el equilibrio alterado por el hecho dañoso, y no a sancionar al autor de la conducta ilícita"[410].

Este principio adquiere una importancia crucial en la actividad bancaria, donde las entidades financieras —personas jurídicas por definición— se enfrentan habitualmente a reclamaciones derivadas de mala praxis contractual o de incumplimientos de deberes legales, especialmente en materia de productos financieros complejos.

---

[410] ALBALADEJO, M., *Derecho de obligaciones y contratos*, Revista de Derecho Privado, Madrid, 2002, p. 521.

Ya lo advirtió Garrigues, al sostener que "el banco, por su superioridad técnica, asume una posición de garante implícito respecto a la seguridad y adecuación del producto ofrecido, especialmente en aquellos contratos cuya complejidad escapa al entendimiento del cliente medio"[411]. Esta posición de garante cobra plena vigencia en el contexto actual, donde los deberes de información, transparencia y asesoramiento adquieren un rol esencial en la contratación bancaria.

Diferenciación del régimen jurídico entre la persona física y la persona jurídica.

7.4.1.1. Diferencias sustantivas

En la imputación de responsabilidad contractual o extracontractual, existen diferencias sustantivas relevantes según se trate de una persona física o una persona jurídica.

En primer lugar, el criterio de imputación subjetiva varía: la persona jurídica responde a través de las acciones u omisiones de sus órganos, administradores o empleados, siempre que éstos actúen en el ejercicio de sus funciones o en beneficio de la entidad (art. 31 bis CP). A diferencia de la persona física, no hay una culpa en sentido estricto, sino un defecto estructural organizativo.

Además, se exige a la persona jurídica un deber de diligencia profesional reforzada, en virtud de su posición dominante y su conocimiento técnico especializado, especialmente en los contratos bancarios con consumidores o pymes[412]. Esta mayor exigencia se traduce en una responsabilidad objetiva o cuasi objetiva en muchos casos.

Por otro lado, la legitimación activa y pasiva también puede diferir. En el caso de la persona jurídica, pueden actuar los representantes legales, apoderados o administradores, y los efectos del proceso se extienden a la entidad en su conjunto.

---

[411] GARRIGUES, J., Contratos bancarios, op. cit., p. 233.

[412] DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, L., *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial, Vol. II*, Civitas, Madrid, 2013, p. 412.

En cuanto al régimen de extinción de la responsabilidad, es particularmente relevante el tratamiento que ofrece la Ley Concursal, donde los créditos indemnizatorios por responsabilidad contractual o extracontractual pueden ser calificados como subordinados (art. 281.1. 4.º TRLC), lo que afecta a su orden de pago.

7.4.1.2. Diferencias procesales

Procesalmente, también existen diferencias:

La determinación del órgano jurisdiccional competente puede estar condicionada por la naturaleza de las partes, por la existencia de cláusulas de sumisión, y por la condición de consumidor del demandante (arts. 50 ss. LEC y art. 52.3 LEC).

En lo que respecta a la causa petendi, una misma pretensión (petitum) puede fundarse en causas jurídicas distintas: contractual, extracontractual, o incluso precontractual. La jurisprudencia ha aceptado que el juez puede reconducir la fundamentación jurídica a la vía más adecuada sin que ello vulnere el derecho de defensa, en aplicación del principio iura novit curia[413].

La carga de la prueba presenta peculiaridades. En los contratos bancarios, la jurisprudencia ha impuesto al banco una carga probatoria reforzada respecto de la información precontractual facilitada al cliente (STS 840/2013, de 20 de enero).

Por último, las cláusulas limitativas o exoneradoras de responsabilidad pueden ser declaradas abusivas, especialmente cuando afectan a derechos irrenunciables del consumidor (art. 82 TRLGDCU y jurisprudencia del TJUE, asunto Aziz, C-415/11).

7.4.2. Ejemplos de sentencias condenatorias de la persona jurídica por responsabilidad contractual (*iura novit curia* // *da mihi factum, dabo tibi ius* – el juez conoce el derecho // dame hechos y yo te daré el derecho)

La jurisprudencia ha delimitado de forma progresiva los supuestos en los que una entidad bancaria, en tanto que persona jurídica, responde contractualmente

[413] STS, Sala 1.ª, 23 de diciembre de 2015 (RJ 2015/5746).

por los daños causados a sus clientes. Esto ha sido especialmente visible en materia de productos financieros complejos (swaps, preferentes, bonos estructurados, etc.), donde los deberes de información, idoneidad y asesoramiento adquieren una especial relevancia.

- En la STS 840/2013, de 20 de enero, el Tribunal Supremo condenó a una entidad bancaria por no cumplir con sus deberes de información en la colocación de un swap a un cliente no profesional. El tribunal sostuvo que *"la entidad financiera debe informar de forma clara, precisa y comprensible sobre la naturaleza y riesgos del producto, más allá de la mera entrega de documentación técnica"*.
- La STS 376/2018, de 27 de junio, en un caso de participaciones preferentes, reiteró que "la firma del contrato no suple la falta de información suficiente ni libera a la entidad de su deber de actuar con lealtad y diligencia". La responsabilidad aquí se fundamentó en el incumplimiento de los deberes contractuales y de la normativa MiFID.
- En la SAP Madrid, Sección 28.ª, de 9 de enero de 2019, se condenó a una entidad financiera por vender deuda subordinada a una sociedad sin evaluar correctamente su perfil inversor, infringiendo la normativa sectorial.

En todos estos casos, la persona jurídica bancaria fue declarada responsable civilmente por los daños derivados del incumplimiento contractual, lo que pone de relieve la vigencia del principio da mihi factum, dabo tibi ius y la obligación del juez de aplicar el derecho adecuado, aunque no sea el invocado por las partes[414].

[414] STS, Sala 1.ª, 9 de mayo de 2013 (RJ 2013/3088).

7.5. CONTRATACIÓN DE PRODUCTOS FINANCIEROS COMPLEJOS: SU PROBLEMÁTICA CON RESPECTO A LA PERSONA JURÍDICA

7.5.1. Introducción

La contratación de este tipo de productos se encuadra en la disciplina del derecho bancario que se entiende como un conjunto de normas de carácter jurídico que se refieren específicamente a la actividad de los bancos, en la cual existe un sujeto actor muy claro y que, desde un punto de vista jurídico, consiste el establecimiento de relaciones patrimoniales con otro tipo de sujetos y con la finalidad de concluir contratos[415].

Como indica el profesor Garrigues, se evidencia un doble aspecto del derecho bancario, distinguiendo entre normas que afectan a la institución en sí misma, como sujetos de dicha actividad y las normas que afectan únicamente a la actividad desarrollada por el propio banco o institución[416].

El sentido de la autonomía de esta disciplina ha sido considerado tradicionalmente como una parte consustancial del derecho mercantil, por tanto, el tratamiento de forma autónoma del derecho bancario se podría justificar en pos de una mejor sistematización de la materia, además de por la necesidad de estudiar las singulares características técnicas de dicha disciplina que dan lugar a la creación de nuevos tipos tanto de relaciones como de negocios jurídicos, y diversas combinaciones contractuales novedosas, las cuales exigen un tratamiento jurídico diverso del tradicional que está recogido en los diferentes cuerpos jurídicos referidos al derecho mercantil[417].

La importancia de la autonomía de la voluntad de las partes en la contratación queda sobradamente reflejada en nuestro ordenamiento jurídico, de

---

[415] GARRIGUES, J., *Contratos bancarios*, *op. cit*., p. 13.

[416] GARRIGUES, J., Contratos bancarios, op. cit., p. 3.

[417] GARRIGUES, J., Contratos bancarios, op. cit., p. 3.

manera muy especial en el orden civil y mercantil que es el que nos ocupa. La contratación de productos denominados complejos (SWAP, participaciones preferentes [418] , bonos contingentes convertibles...), es uno de los que más controversias ha originado entre los inversores.

El Tribunal Supremo en numerosas sentencias[419] ha trazado unas directrices decididamente favorables a los afectados particulares por este tipo de producto. La problemática surgida no es otra más que la *flagrante falta de información* sobre determinados productos por parte de las entidades comercializadoras. Adicionalmente, se ha descuidado la calificación profesional del cliente por parte de la entidad comercializadora[420] llevado a cabo a través de lo que se ha dado en llamar test de idoneidad y conveniencia.

Respecto al análisis de la idoneidad y de la conveniencia, del que nos ocuparemos en el capítulo siguiente, destacaremos como importante los matices a los que se refiere que no son más más que el conocimiento y la experiencia. El artículo 79 bis apartado 7 de la Ley del Mercado de Valores establece que el análisis de conveniencia versa sobre el hecho de que la entidad puede y debe obtener los datos necesarios para valorar si en su opinión el cliente ostenta la capacidad suficiente para comprender la naturaleza y el riesgo del servicio o producto que está dispuesto a comprar. Constituye obligación de la entidad advertirle seriamente en aquellos casos en los que juzgue la inadecuación del producto para el perfil del usuario.

---

[418] Para mayor abundamiento sobre la problemática presentada por las participaciones preferentes ver: RODERO VICENTE, F. M., *Responsabilidad jurídica de las entidades de crédito por la venta de participaciones preferentes, o*p. cit., p. 40.

[419] Un ejemplo podemos encontrarlo en las siguientes Sentencias del Tribunal Supremo: 4916/2015; sentencias de Pleno 840/2013, de 20 de enero de 2014 , 491/2015, de 15 de septiembre, así como las sentencias 458/2014, de 8 de septiembre; 460/2014, de 10 de septiembre; 384 y 385 de 2014, ambas de 7 de julio; 387/2014, de 8 de julio; 110/2015; de 26 de febrero; 550/2015, de 13 de octubre; 535/2015, de 15 de octubre; 563/2015, de 15 de octubre; 547/2015, de 20 de octubre; 549/2015, de 22 de octubre; 562/15, de 27 de octubre; y 595/2015, de 30 de octubre.

[420] RODERO VICENTE, F. M., Responsabilidad jurídica de las entidades de crédito por la venta de participaciones preferentes, op. cit. p. 40.

A pesar de lo dicho anteriormente, la doctrina del Tribunal Supremo ha acotado la argumentación de sus fallos en favor de los afectados por la vertiente de la problemática de la falta de información y transparencia. Un claro ejemplo en este sentido lo constituye la Sentencia del Tribunal Supremo, 4916/2015, de 25 de noviembre de 2015.

La mencionada sentencia en sus Fundamentos de Derecho, concretamente en el punto 8.3. manifiesta que los contratos de permuta financiera han adquirido un gran protagonismo litigioso siendo así porque se ha desnaturalizado su concepción original, ya que el SWAP era una figura que se utilizaba como instrumento de reestructuración financiera de grandes empresas o como cobertura de las relaciones económicas entre éstas y organismos internacionales, mientras que de unos años a esta parte ha pasado a ser comercializada de forma masiva entre clientes minoristas, fundamentalmente, entre personas físicas y pequeñas y medianas empresas. Por eso, continúa la sentencia, partiendo de la base de que profesionalidad y confianza son los elementos imprescindibles de la relación de clientela en el mercado financiero, en este tipo de contratos es exigible un estricto deber de información, de manera tal que el cliente debe recibir de la entidad financiera una completa información sobre la naturaleza, objeto, coste y riesgos de dicha operación, de forma que le resulte perfectamente comprensible, asegurándose de que el cliente entiende, sobre todo, los riesgos patrimoniales que puede llegar a asumir en el futuro.

Asimismo, en su punto 8.4., continúa afirmando que la sentencia del Pleno 491/2015 de 15 de septiembre con remisión a la sentencia 460/2014 de 10 de septiembre, que con anterioridad a la trasposición de la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros, la normativa del Mercado de Valores ya daba una destacada importancia al correcto conocimiento por el cliente de los riesgos que asume al contratar productos y servicios de inversión y obliga a las empresas que operan en ese mercado a observar unos estándares muy altos en la información que sobre esos extremos han de dar a los clientes, potenciales o efectivos. Estas previsiones normativas son indicativas de que los detalles relativas a qué riesgos se asume, de qué circunstancias depende y a qué operadores económicos se asocia tal riesgo, no son meras cuestiones de cálculo accesorias, si no que tienen el carácter de esenciales, pues se proyectan sobre las presuposiciones respecto de la sustancia, cualidades o condiciones del objeto o materia del contrato, en concreto sobre la

responsabilidad y solvencia de aquellos con quienes se contrata (o las garantías existentes frente a su insolvencia), que se integran en la causa principal de su celebración, pues afectan a los riesgos aparejados a la inversión que se realiza.

Por su parte, el artículo 79 de la Ley Mercado de Valores en su anterior redacción, ya establecía como una de las obligaciones de las empresas de servicios de inversión, las entidades de créditos y las personas o entidades que actúen en el mercado de valores, tanto recibiendo o ejecutando órdenes como asesorando sobre inversiones en valores, la de asegurarse de que disponen de toda la información necesaria sobre sus clientes y mantenerlos siempre *adecuadamente informados*.

De igual manera el Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo[421], establecía las normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios, especialmente en sus capítulos II y III, desarrollaba las normas de conducta que debían cumplir las empresas del mercado de valores. Resumidamente, tales empresas debían actuar en el ejercicio de sus actividades con imparcialidad y buena fe, sin anteponer los intereses propios a los de sus clientes, en beneficio de éstos y del buen funcionamiento del mercado, realizando sus operaciones con cuidado y diligencia, según las estrictas instrucciones de sus clientes, de quienes debían solicitar información sobre su situación financiera, experiencia inversora y objetivos de inversión.

---

[421] La exposición de motivos de dicha Ley reza lo siguiente:
"Con objeto de contribuir a la transparencia de los mercados y a la protección de los inversores, así como de disponer de una ordenación más completa de las relaciones entre éstos y las entidades que actúan en los mercados de valores, se desarrollan en este Real Decreto las previsiones que la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, contiene en sus artículos 38, 44, 78 y 86, estableciéndose las normas de conducta de los intervinientes en los mercados de valores y las normas que rigen las relaciones entre clientes y entidades en las operaciones contratadas por ambos. Entre éstas, las condiciones que, en aras de una mayor claridad, deben cumplir las órdenes sobre valores, las normas fundamentales sobre los registros obligatorios que las entidades receptoras de órdenes sobre cualesquiera valores deben mantener y los documentos que servirán de soporte a las relaciones entre clientes y entidades."

7.5.2. Responsabilidad penal de la persona jurídica en la comercialización de productos financieros complejos

La responsabilidad penal de las personas jurídicas, desde su incorporación al Código Penal mediante la Ley Orgánica 5/2010 y su posterior reforma en 2015, se estructura sobre los principios de imputación por hecho propio, culpabilidad por omisión de los deberes de control o beneficio obtenido de la actividad delictiva.

Esta figura cobra especial relevancia en el ámbito de la contratación de productos financieros complejos, donde la asimetría de información, la opacidad técnica de los productos y los incentivos económicos pueden dar lugar a graves perjuicios para los clientes.

En este contexto, resulta indispensable analizar la doctrina jurisprudencial que ha perfilado los requisitos para declarar penalmente responsable a una persona jurídica. Uno de los casos más ilustrativos es la Sentencia del Tribunal Supremo 894/2022, de 11 de noviembre, en la que se absuelve a la sociedad "El Cajón de la Tele Outlet, S.L." del delito de estafa por entender que carecía del "sustrato material organizativo suficiente" como para ser considerada penalmente responsable, ya que no contaba con estructura diferenciada respecto de su administrador, lo que impedía atribuirle culpabilidad como ente autónomo[422].

Dicha sentencia establece que la responsabilidad penal de las personas jurídicas no puede basarse en una traslación automática de la culpabilidad del administrador, sino que exige una conducta delictiva imputable a la propia organización, sustentada en defectos estructurales o fallos graves de control interno. El Tribunal señala expresamente que "se trata de una sociedad de tan

---

[422] STS 894/2022, de 11 de noviembre de 2022, Sala de lo Penal, Fundamento Jurídico 4º, p. 16: "Lo determinante es la existencia de una complejidad interna, presumible a partir de un suficiente sustrato material organizativo, que, si falta, falta el presupuesto para hablar de imputabilidad penal…".

Referencia completa: Tribunal Supremo, Sala de lo Penal. Sentencia 894/2022. Recurso 118/2021. CENDOJ 28079120012022100894. Disponible en: https://www.poderjudicial.es

mínima complejidad que difícilmente se diferenciaba el socio de la propia sociedad", lo cual imposibilita hablar de delito corporativo en sentido propio[423].

Por el contrario, en la STS 154/2016, de 29 de febrero, el Alto Tribunal confirmó la responsabilidad penal de una persona jurídica al concurrir los elementos exigidos por el artículo 31 bis del Código Penal: existencia de un delito cometido por persona física integrada en la estructura empresarial, actuación en beneficio de la entidad y ausencia de modelos de organización y control eficaces. En esa sentencia, el Supremo interpreta la expresión legal "en beneficio directo o indirecto" como una acción tendente a conseguir un beneficio, sin que sea necesario que dicho beneficio se haya materializado[424].

En el ámbito de los productos financieros complejos —como derivados, estructurados, preferentes u otros instrumentos sofisticados—, estos criterios se tornan particularmente exigentes. La entidad debe disponer de sistemas de cumplimiento normativo (compliance) específicos para este tipo de riesgos: desde la evaluación del perfil del cliente hasta la documentación del asesoramiento ofrecido, pasando por el control interno de los canales de comercialización, la formación del personal, la trazabilidad de las decisiones y la existencia de protocolos sancionadores. La ausencia o ineficacia de estos elementos puede ser determinante para declarar la responsabilidad penal de la organización si se constata que la conducta delictiva ha sido facilitada o no impedida por dichas carencias.

Asimismo, el beneficio exigido por la norma puede consistir en las comisiones generadas, en la colocación de productos con alto margen de ganancia para la entidad o, incluso, en la mejora de su posición financiera mediante prácticas engañosas. La jurisprudencia ha señalado que no se exige un beneficio "efectivo",

---

[423] Ibid., p. 17: "Se trata de una sociedad de tan mínima complejidad que difícilmente se diferenciaba el socio de la propia sociedad, no apreciamos en ella ese sustrato material que permita hablar de responsabilidad autónoma."

[424] STS 154/2016, de 29 de febrero de 2016, Sala de lo Penal, Fundamento Jurídico 6º, p. 33: "La nueva expresión legal 'en beneficio directo o indirecto' mantiene la naturaleza objetiva que ya tenía la suprimida 'en provecho', como acción tendente a conseguir un beneficio, sin necesidad de que éste se produzca.

sino que basta con la expectativa razonable de obtención del mismo, siempre que se actúe en nombre o por cuenta de la persona jurídica.

En definitiva, la responsabilidad penal de la persona jurídica en la comercialización de productos financieros complejos requiere una valoración conjunta de la estructura organizativa de la entidad, la existencia de mecanismos eficaces de control, la conducta de sus representantes o subordinados y el beneficio que se derive del ilícito. La jurisprudencia más reciente reafirma la necesidad de evitar una imputación automática y objetiva, exigiendo un análisis individualizado de la capacidad de autorresponsabilidad del ente colectivo.

Sin embargo, este enfoque contrasta con los planteamientos de heteroresponsabilidad, donde la imputación penal a la persona jurídica deriva directamente de la conducta delictiva de sus órganos o empleados, sin atender a su culpabilidad estructural. Mientras la autorresponsabilidad exige analizar fallos organizativos propios, la heteroresponsabilidad opera por traslación, lo que puede llevar a imputaciones objetivas contrarias al principio de culpabilidad. La jurisprudencia española ha rechazado expresamente este modelo por vulnerar las garantías penales básicas.

7.6. PROBLEMÁTICA PRECONTRACTUAL

7.6.1. Los vicios en el consentimiento precontractual: error, dolo, violencia e intimidación

Es importante indicar, y aunque resulte una obviedad, que emitir una libre disposición a contratar a través del consentimiento que las personas tenemos para ello no basta con la sola voluntad sino que es necesaria la capacidad desde el punto de vista jurídico para materializar dicha voluntad. Todo esto está perfectamente reflejado en el artículo 1263 de nuestro Código Civil en el cual se dice que no podrán prestar consentimiento ni los menores que no estén emancipados ni los incapacitados. La declaración de voluntad, que conlleva un acto recíproco de oferta y aceptación, forma el consentimiento y requiere de la capacidad general a la que

se refiere dicho artículo[425]. En el caso de los incapacitados quedarán a lo dispuesto en el artículo 760.1 de la Ley de Enjuiciamiento Civil[426] en la cual se especificará si la incapacidad es absoluta afectando a todos los actos jurídicos del incapaz o si es relativa quedando sujeto el afectado al sometimiento a la institución de la tutela o de la curatela[427].

La buena fe conforma el comportamiento jurídico de conducta que debería reflejarse en todos los aspectos de nuestra vida cotidiana y, por extensión, en todo lo que atañe al tracto mercantil o comercial. Dicha buena fe aparece reflejada en nuestro Código Civil, en el Título Preliminar, y más concretamente, en su capítulo tercero, y en su artículo 7.1 donde reza "los derechos deberán ejercitarse conforme a las exigencias de la buena fe".

En el ámbito mercantil, el precepto regulador clave en este punto lo observamos en el mismo Código Civil pero esta vez contenido en el Libro IV, en el capítulo I de su Título II, y en su artículo 1258, el cual menciona lo siguiente "los contratos se perfeccionan por el mero consentimiento, y desde entonces obligan no sólo al cumplimiento de lo expresamente pactado, sino también a todas las consecuencias que según su naturaleza, sean conformes a la buena fe, al uso y a la ley." Esta buena fe no se debe confundir con la ignorancia-desconocimiento que

---

[425] O'CALLAGHAN MUÑOZ, X. *Código Civil, op. cit*., pp. 1327-1328.

[426] Este artículo reza textualmente:

"La sentencia que declare la incapacitación determinará la extensión y los límites de ésta, así como el régimen de tutela o guarda a que haya de quedar sometido el incapacitado, y se pronunciará, en su caso, sobre la necesidad de internamiento, sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 763."

[427] FERNÁNDEZ GIL, C., Ley de Enjuiciamiento Civil comentada. Soluciones prácticas de la doctrina y jurisprudencia. Tecnos, Madrid, 2017, pp. 1717 y ss.

nos lleve a la creencia de lo realizado por un adquirente a non domino tanto de bienes inmuebles[428], muebles[429] y créditos[430].

El Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias, en su artículo 65.1 proclama que los contratos llevados a cabo con los consumidores y usuarios se integran en beneficio siempre del consumidor conforme al principio general del derecho de la buena fe objetiva, más si cabe, en los supuestos de omisión de información precontractual relevante[431].

Hay que tener muy presente que en este trabajo hacemos referencia a una parte muy importante del derecho civil como es la contratación, pero para llegar a ésta conviene hacer un repaso a la problemática surgida en la fase previa a la contratación, en la que se pueden generar una serie de vicios que posteriormente den lugar a la anulación de los contratos firmados o, de otra manera, a la

---

[428] Artículo 34 del Decreto de 8 de febrero de 1946, por el que se aprueba la nueva redacción oficial de la Ley Hipotecaria (ya derogada):

"El tercero que de buena fe adquiera a título oneroso algún derecho de persona que en el Registro aparezca con facultades para transmitirlo, será mantenido en su adquisición, una vez que haya inscrito su derecho, aunque después se anule o resuelva el del otorgante por virtud de causas que no consten en el mismo Registro".

El artículo anterior ha sido actualizado en el artículo 42.2 de la Ley 5/2019, de 15 de marzo, reguladora de los contratos de crédito inmobiliario:

"El Registro Mercantil y los demás registros públicos denegarán la inscripción de aquellas entidades cuya actividad u objeto social resulten contrarios a lo dispuesto en este artículo, así como de los actos o negocios a que se refiere el apartado 1. Las inscripciones realizadas contraviniendo lo anterior serán nulas de pleno derecho. Dicha nulidad no perjudicará los derechos de terceros de buena fe, adquiridos conforme al contenido de los correspondientes registros".

[429] Artículo 464 del Código Civil: "La posesión de los bienes muebles adquiridos de buena fe equivale al título…" y artículo 85 del Código de Comercio, repecto de las mercaderías.

[430] Artículo 1164 del Código Civil: "El pago hecho de buena al que estuviera en posesión del crédito liberará al deudor".

[431] GÓMEZ TABOADA, J. *Práctica notarial y Derecho Civil*, Lex Nova, Valladolid, 2012, p. 119.

anulabilidad de alguna o varias de las cláusulas firmadas. En este punto trataremos de dar una visión de estos vicios, tanto desde el punto de vista civil como penal, así como de las consecuencias derivadas de los mismos.

Por lo tanto, las consecuencias de la problemática precontractual en la contratación de este tipo de productos ha recaído, por una parte, sobre las entidades comercializadoras, debido a su mala praxis **ejercida por ellas** y el consiguiente perjuicio al que se han visto sometidas por la pérdida de la mayor parte de los procesos judiciales en los que se han visto inmersas y, por otro lado, sobre los consumidores a través del quebranto patrimonial y el consiguiente calvario judicial que han tenido que sufrir para poder restituir los daños causados.

En España este tipo de controversias relacionadas con los productos complejos se están dirimiendo en los juzgados de lo mercantil y lo civil, sin perjuicio de que muchas de las circunstancias surgidas de la mala planificación existente en aquellos momentos hayan hecho que este tipo de conductas también estén reflejadas en el derecho penal y por ello en los procedimientos no solo ha estado muy presente, sino que se ha tenido que hacer un buen uso del mismo.

Todo empezó con las participaciones preferentes, allá por el año 2007, que iniciaron una oleada de demandas posteriores sobre otra multitud de productos financieros complejos que ha llegado hasta nuestros días. En el caso de las preferentes, actualmente casi resuelto en su totalidad, las controversias que se produjeron se dirimieron en los ámbitos de lo civil y lo mercantil, así como a través de los procedimientos arbitrales.

Para abordar este tema, nos remitiremos tanto a la legislación civil, a través de nuestro Código Civil, si bien estos conceptos no están del todo desarrollados en dicho cuerpo legislativo, por lo que serán complementados con otras leyes supletorias que desarrollan este tipo de conceptos, como la ley que contiene los principios de derecho europeo de los contratos. Por supuesto, de igual manera, en nuestra legislación penal sí están desarrollados los conceptos que trataremos en este apartado.

A continuación, abordaremos los cuatro vicios más notables a la hora de prestar consentimiento en los contratos.

Para que la contratación sea efectiva y el consentimiento emitido por ambas partes pueda engendrar un contrato, siempre ha de ser imperativo que las

voluntades se hayan constituido de manera libre, sin ningún tipo de coacción ni cortapisa, de manera consciente y deliberada o, lo que es lo mismo, que los contratantes conozcan en todo momento las condiciones del contrato susceptible de ser firmado, lo que constituiría el carácter cognoscitivo del contrato. De igual manera, las partes siempre deben conocer las consecuencias que dicho contrato acarreará y, por tanto, tener la voluntad de firmarlo, lo que nos pondría ante el carácter volitivo.

La ausencia de las condiciones mencionadas anteriormente nos llevaría a la existencia un error en la contratación. Podemos definir dicho concepto como la ignorancia, defectuoso conocimiento o una falsa representación mental tanto jurídica como, de hecho, que se da en al menos una de las partes contratantes, la cual de haber conocido dicha circunstancia no hubiese formalizado dicho contrato[432].

El error se encuentra regulado en el Código Civil en su artículo 1265[433] y en el 1266[434] y además se encuentra complementado en una ley supletoria llamada Principios de Derecho Europeo de los contratos, concretamente en sus artículos 4:103 en el que se regula el error esencial de hecho o de derecho. Continúa en su artículo 4:104 regulando la inexactitud de las comunicaciones en el ámbito contractual declarando que será un error del autor o de la persona que envió la

---

[432] LETAI WEISSENBERG, P., *Siete lecciones de derecho de contrato*. Aranzadi, Pamplona, 2014, p. 20.

[433] Dicho artículo establece que "será nulo el consentimiento prestado por error, violencia, intimidación o dolo".

[434] En este artículo se establece que:

"Para que el error invalide el consentimiento, deberá recaer sobre la sustancia de la cosa que fuere objeto del contrato, o sobre aquellas condiciones de ésta que principalmente hubiesen dado motivo a celebrarlo.

El error sobre la persona sólo invalidará el contrato cuando la consideración a ella hubiese sido la causa principal del mismo.

El simple error de cuenta sólo dará lugar a su corrección."

declaración en el caso de inexactitudes cometidas en la expresión o transmisión de dicha declaración, siendo de aplicación el precepto anterior. Prosiguiendo con los preceptos en dicha ley, en su artículo 4:105 recoge la nulidad o anulabilidad, dependiendo de las circunstancias, en caso de la existencia de error. En el siguiente precepto, 4:106 contempla el caso de la información incorrecta, en el cual el perjudicado puede solicitar una indemnización.

El error adquiere relevancia cuando se da sobre la sustancia o condiciones del objeto del negocio, que sería un error sobre circunstancias, elementos u objetos del contrato y cuya relevancia es lo suficientemente importante para alterar la voluntad de dicho negocio. Esto constituiría un error sobre la sustancia de la *res.* Cuando se da un error sobre la persona se hace referencia a las cualidades de dicha persona que son determinantes para la creación de la voluntad.[435]

Podríamos concluir diciendo que los requisitos para que el error a nivel civil o mercantil constituya un vicio de la voluntad habrá de ser esencial o determinante de dicha voluntad para una de las partes y, como segunda característica, este error habrá de ser inexcusable, lo que implica que no pudiera ser evitado empleando una diligencia media o regular[436].

Respecto del Código Penal, nos encontramos regulado el error en el artículo 14[437].

---

[435] LETAI WEISSENBERG, P. Siete lecciones de derecho de contrato, op. cit., pp. 20-21.

[436] O'CALLAGHAN MUÑOZ, X. Código Civil, *op. cit*., p. 1330.

[437] Este artículo indica textualmente:

"1. El error invencible sobre un hecho constitutivo de la infracción penal excluye la responsabilidad criminal. Si el error, atendidas las circunstancias del hecho y las personales del autor, fuera vencible, la infracción será castigada, en su caso, como imprudente.

2. El error sobre un hecho que cualifique la infracción o sobre una circunstancia agravante, impedirá su apreciación.

En el caso que nos ocupa, los tipos de vicios más recurrentes dentro de la contratación de productos derivados complejos, y por los que los distintos juzgados se han manifestado en contra de las entidades comercializadoras, han sido el vicio por dolo en el consentimiento y el vicio por error achacable al cliente retail, ya que, como venimos repitiendo, el error se puede conceptualizar como "el conocimiento equivocado o juicio falso, concepto positivo, que designamos como error y la falta de conocimiento, concepto negativo, que denominamos ignorancia y que a aquél conduce, incidirán sobre la culpabilidad"[438].

En cuanto al vicio por error, se trataría del falso conocimiento que una de las partes, en este caso la compradora, tiene acerca del producto que va a contratar y por cuya ignorancia celebra ese contrato. Existen numerosas sentencias ilustrativas de este tipo de vicio[439].

Este tipo de vicio por error o, según la doctrina, error vicio o propio, se diferencia del llamado error impropio u obstativo, el cual afecta a la declaración de la voluntad y se da cuando una persona queriendo declarar o decir una cosa, dice o declara la contraria u otra distinta. Con lo cual, este error afecta específicamente al conocimiento que el contratante tiene acerca de la cosa a firmar y, como consecuencia de esa afectación al conocimiento, le induce a prestar ese consentimiento que de haber sabido la verdad, jamás lo habría prestado.

---

3. El error invencible sobre la ilicitud del hecho constitutivo de la infracción penal excluye la responsabilidad criminal. Si el error fuera vencible, se aplicará la pena inferior en uno o dos grados."

[438] LUZÓN CUESTA, J. M., LUZÓN CÁNOVAS, A., y LUZÓN CÁNOVAS, M., *Compendio de Derecho Penal. Parte General*, Dykinson, Madrid, 2018, p. 127.

[439] Un ejemplo es la Sentencia del Tribunal Supremo 257/2018 de 26 de abril. En esta sentencia, cuyo ponente es el excelentísimo Don Francisco Javier Orduña Moreno, y dentro del apartado de fundamentos de derecho, en el sexto punto, cita textualmente: "la Audiencia Provincial confirmó la existencia de error en el consentimiento porque la entidad financiera que comercializó las participaciones preferentes no cumplió con los deberes de información que le imponía la normativa reguladora del mercado de valores".

Según el artículo 1966, y citando textualmente "para que el error invalide el consentimiento, deberá 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. El error sobre la persona sólo invalidará el contrato cuando la consideración a ella hubiese sido la causa principal del mismo. El simple error de cuenta sólo dará lugar a su corrección."

Esto quiere decir que para que el error invalide el consentimiento habrá de recaer sobre la sustancia de la cosa propia objeto del contrato o, por el contrario, sobre determinadas condiciones de la cosa que fuere objeto del contrato o aquellas condiciones de la misma que originalmente hubiesen dado algún motivo para celebrarlo.

Según el profesor Ossorio Morales[440], el error ha de recaer sobre la sustancia de la cosa, teniendo en cuenta que el término sustancia proviene de la filosofía y equivale a entidad, ser o esencia, la cual subsiste por sí misma y representando a la propia cualidad intrínseca de la cosa, ocasiona que si falta daría lugar al cambio de dicha sustancia, lo que conllevaría a un cambio en la categoría comercial del contrato en el que se celebrase.

Aplicando esta información al campo que nos ocupa, el error es claramente de vicio cuando el vendedor coloca a la persona o cliente un determinado tipo de producto financiero complejo, a través de una contratación claramente engañosa. Esto hace que influya en la sustancia de dicho contrato, provocando su invalidación a efectos jurídicos, ya que, como hemos mencionado anteriormente afecta directamente al ser o esencia de dicho contrato, debido a que sobre esa misma sustancia recae de forma directa el *error in re*[441].

Por lo tanto, el error que se provoca como vicio de la voluntad y que produce una voluntad interna pero sobre la base de una creencia inexacta, provocada por un conocimiento equívoco que es técnicamente lo que llamamos error o, en

---

[440] OSSORIO MORALES, J., Lecciones de Derecho Civil. Obligaciones y Contratos. Parte General, Editorial Prieto, Granada, 1956.

[441] SÁNCHEZ CALERO, F. J., Curso de Derecho Civil II. Derecho de obligaciones, contratos y responsabilidad por hechos ilícitos. Tirant Lo Blanch, Valencia, 2012, p. 174.

ocasiones, por la falta de conocimiento o ignorancia, que vendría dada por uno de los temas esenciales que estamos tratando en esta tesis como es la asimetría informativa y que expondremos en el próximo capítulo.

Según el profesor O 'Callaghan se deben dar dos requisitos para que el vicio por error se haga efectivo en la voluntad de una de las partes, a saber: habrá de ser esencial y determinante de la voluntad de una de las partes mencionadas y, como segundo requisito, debe ser inexcusable, lo que significa que no pudo ser evitado empleando la diligencia media o regular de vida en dichas situaciones[442].

En cuanto al vicio por dolo, que trataremos en el próximo epígrafe, destacaríamos el art. 1269 de nuestro Código Civil, el cual citando literalmente dice "hay dolo cuando, con palabras o maquinaciones insidiosas de parte de uno de los contratantes, es inducido el otro a celebrar un contrato que sin ellas no hubiera hecho".

En este caso se asemeja al vicio provocado por el error, en que en ambos, una de las partes presta su consentimiento sesgado por el conocimiento de la realidad, pero se diferencia o, mejor dicho, se caracteriza en que el error es provocado de forma maliciosa por una de las partes contratantes hacia la otra. Por lo tanto, es constitutivo de engaño, convirtiendo así el acuerdo contractual en un acuerdo inválido legalmente. Se da, pues, la mala fe en esta tipología, con ánimo de defraudar y engañar a la otra parte para así poder sacar un beneficio.

Esto podría relacionarse con la responsabilidad que adquieren tanto las personas jurídicas como las personas físicas que estaban encargadas, en las entidades, de la comercialización de ciertos productos complejos y que carecían de la preparación y formación adecuadas para su comercialización.

Desde mi punto de vista, en muchas de las operaciones llevadas a cabo con este tipo de productos, sí ha existido una clara actitud maliciosa por parte del personal de las entidades comercializadoras, que han conjugado falta de conocimiento y preparación con una actitud claramente dolosa para con el potencial cliente, lo cual desarrollaremos en el próximo epígrafe.

---

[442] O'CALLAGHAN MUÑOZ, X. *Código Civil, op. cit*., p. 1330.

Esta problemática ha derivado en innumerables demandas de responsabilidad civil contra las entidades colocadoras, pero apenas se ha visto el reflejo en la responsabilidad penal para con la propia persona física encargada de la comercialización. De este tema también hablaremos en el próximo epígrafe, en el desarrollo de las conductas dolosas y sus consecuencias tanto para la persona física, como para la persona jurídica.

7.6.1.1. Tipos de error y sus consecuencias jurídicas.

Comenzaremos diciendo que en la responsabilidad por error queda excluida la responsabilidad penal a quien a sabiendas del hecho del error y su posible incursión en el acto de contratación ha hecho incurrir a una de las partes en dicho error. Posteriormente la responsabilidad civil es otro de los factores a tener en cuenta y muy especialmente en los casos civiles y mercantiles, para los partícipes en un acto de carácter contractual constituyendo ésta un acto de vital importancia en el Derecho Mercantil y Derecho Civil para los autores de los hechos en este ámbito[443].

Respecto a los errores que afectan al tracto civil y mercantil nos encontramos con el error obstativo que constituye una falta de conciencia entre declaración y voluntad en el negocio jurídico, constituyendo un desacuerdo inconsciente de la voluntad interna. Esto hace que el negocio sea inexistente y está concretado en el artículo 1300 del Código Civil[444].

El error esencial se da cuando para el adquirente recae sobre una de las condiciones de la cosa alguna situación de carácter desconocido, pero que principalmente dio motivo para la celebración de dicho contrato. Ese error no habrá

---

[443] LUZÓN CUESTA, J. M., LUZÓN CÁNOVAS, A., y LUZÓN CÁNOVAS, M., *Compendio de Derecho Penal. Parte General, op. cit*., p. 129.

[444] Que indica lo siguiente: "Los contratos en que concurran los requisitos que expresa el artículo 1261 pueden ser anulados, aunque no haya lesión para los contratantes, siempre que adolezcan de alguno de los vicios que los invalidan con arreglo a la ley.

de ser imputable al interesado, o lo que es lo mismo, que no ha sido ocasionado por él.

Por último, el error en la cuenta que constituye un error sufrido en el ajuste final entre ambas partes. Tiene carácter no esencial y es subsanable con la voluntad de ambas partes.

En cuanto al error en nuestro Código Penal nos encontramos con el error de tipo que sustituye al antiguo error de hecho. Éste trata de un conocimiento equivocado o juicio falso sobre alguno o todos los elementos descritos por el tipo delictivo[445]. El error tipo en derecho penal sería equiparable al error esencial. En este caso, sería aplicable a los vendedores de productos financieros de carácter complejo que atesoraban un exquisito desconocimiento del producto que les habían asignado para su posterior comercialización entre la clientela retail de la entidad[446].

Dentro del error de tipo nos encontramos con el error sobre los elementos esenciales del tipo, el cual puede ser vencible o invencible. Sería vencible dicho error cuando dicho conocimiento equivocado se hubiera podido evitar, pudiéndose formar un juicio acertado por parte del sujeto. Esto se ve regulado en el artículo 14 de nuestro Código Penal. El error invencible, por su parte, excluye de la responsabilidad criminal, al igual que lo hace del dolo y de la imprudencia, pero no de la responsabilidad civil como hemos mencionado anteriormente.

Error sobre los elementos accidentales del tipo, el cual puede ser sobre circunstancias que agravan la pena o sobre circunstancias que la disminuyen.

Por último, nos encontramos con el error de prohibición, el cual implica conocimiento equivocado por parte del agente de la ilicitud de la conducta que se está llevando a cabo. Este tipo de comportamiento no excluye un comportamiento doloso, que incluye la intención o compromiso con la acción. Hay que tener clara

---

[445] LUZÓN CUESTA, J. M., LUZÓN CÁNOVAS, A., y LUZÓN CÁNOVAS, M., *Compendio de Derecho Penal. Parte General, op. cit*., p. 129.

[446] RIUS DIEGO, F. J., *Análisis policial del Código Penal.* Tecnos, Madrid, 2018, p. 56.

la exigencia del conocimiento de la significación antijurídica de una acción el cual, refiriéndonos al conocimiento, si no se diera el caso, no anula la conciencia de la antijuridicidad [447], sino que anula la exigencia de conciencia de la ilicitud. Consideramos que este error es perfectamente aplicable también al sujeto comercializador de los productos derivados complejos, si bien es cierto, que en el caso del Derecho Penal existe una amplia discusión en la que ilustres autores, desde Dorado Montero hasta von Listz, dirimen esta cuestión desde el campo de Derecho Penal, no aplicable a esta tesis doctoral, debido a su carácter civil y mercantil.

Sólo cabe destacar que en la moderna jurisprudencia es la parte acusadora la que debe probar el vicio de error en la posible conducta delictiva.

7.6.1.2. Tipos de error y sus consecuencias jurídicas en la responsabilidad penal de la persona jurídica

Comenzaremos diciendo que en la responsabilidad por error queda excluida la responsabilidad penal a quien a sabiendas del hecho del error y su posible incursión en el acto de contratación ha hecho incurrir a una de las partes en dicho error. Posteriormente, la responsabilidad civil es otro de los factores a tener en cuenta y muy especialmente en los casos civiles y mercantiles, para los partícipes en un acto de carácter contractual constituyendo ésta un acto de vital importancia en el Derecho Mercantil y Derecho Civil para los autores de los hechos en este ámbito[448].

Respecto a los errores que afectan al tracto civil y mercantil, nos encontramos con el error obstativo que constituye una falta de conciencia entre declaración y voluntad en el negocio jurídico, constituyendo un desacuerdo inconsciente de la voluntad interna. Esto hace que el negocio sea inexistente y está concretado en el artículo 1300 del Código Civil.

El error esencial se da cuando para el adquirente recae sobre una de las condiciones de la cosa alguna situación de carácter desconocido, pero que

---

[447] RIUS DIEGO, F. J., Análisis policial del Código Penal, op. cit., p. 56.

[448] LUZÓN CUESTA, J. M., LUZÓN CÁNOVAS, A., y LUZÓN CÁNOVAS, M., Compendio de Derecho Penal. Parte General, *op. cit*., p. 132.

principalmente dio motivo para la celebración de dicho contrato. Ese error no habrá de ser imputable al interesado, o lo que es lo mismo, que no ha sido ocasionado por él.

Por último, el error en la cuenta constituye un error sufrido en el ajuste final entre ambas partes. Tiene carácter no esencial y es subsanable con la voluntad de ambas partes.

En cuanto al error en nuestro Código Penal, nos encontramos con el error de tipo que sustituye al antiguo error de hecho. Éste trata de un conocimiento equivocado o juicio falso sobre alguno o todos los elementos descritos por el tipo delictivo. El error tipo en derecho penal sería equiparable al error esencial. En este caso, sería aplicable a los vendedores de productos financieros de carácter complejo que atesoraban un exquisito desconocimiento del producto que les habían asignado para su posterior comercialización entre la clientela retail de la entidad.

Dentro del error de tipo nos encontramos con el error sobre los elementos esenciales del tipo, el cual puede ser vencible o invencible. Sería vencible dicho error cuando dicho conocimiento equivocado se hubiera podido evitar, pudiéndose formar un juicio acertado por parte del sujeto. Esto se ve regulado en el artículo 14 de nuestro Código Penal. El error invencible, por su parte, excluye de la responsabilidad criminal, al igual que lo hace del dolo y de la imprudencia, pero no de la responsabilidad civil como hemos mencionado anteriormente.

Error sobre los elementos accidentales del tipo, el cual puede ser sobre circunstancias que agravan la pena o sobre circunstancias que la disminuyen.

Por último, nos encontramos con el error de prohibición, el cual implica conocimiento equivocado por parte del agente de la ilicitud de la conducta que se está llevando a cabo. Este tipo de comportamiento no excluye un comportamiento doloso, que incluye la intención o compromiso con la acción. Hay que tener clara la exigencia del conocimiento de la significación antijurídica de una acción, el cual, refiriéndonos al conocimiento, si no se diera el caso, no anula la conciencia de la antijuridicidad, sino que anula la exigencia de conciencia de la ilicitud. Consideramos que este error es perfectamente aplicable también al sujeto comercializador de los productos derivados complejos, si bien es cierto que en el caso del Derecho Penal existe una amplia discusión en la que ilustres autores, desde

Dorado Montero hasta von Liszt, dirimen esta cuestión desde el campo del Derecho Penal, no aplicable a esta tesis doctoral debido a su carácter civil y mercantil.

En relación con la responsabilidad penal de la persona jurídica, el error adquiere una dimensión particular. Dado que las personas jurídicas actúan a través de sus órganos o representantes, el conocimiento erróneo o la ignorancia de hechos esenciales por parte de dichos órganos pueden impactar directamente en la atribución de responsabilidad penal a la entidad. Así, la doctrina y la jurisprudencia han ido configurando la imputación objetiva y subjetiva de los errores cometidos en el ámbito de la persona jurídica, considerando, por ejemplo, que un error invencible de sus directivos puede excluir el dolo, y por tanto la responsabilidad penal, de la empresa misma[449] [450] [451].

Además, en el contexto de la persona jurídica, el error de prohibición cobra especial relevancia, puesto que para imputar responsabilidad penal a la entidad debe demostrarse que el órgano de gestión actuó con conocimiento de la ilicitud o, al menos, con negligencia grave en su desconocimiento [452] [453]. Esta exigencia refuerza la necesidad de establecer sistemas de compliance y controles internos que minimicen la posibilidad de errores relevantes en la toma de decisiones empresariales, protegiendo así a la persona jurídica de responsabilidades penales[454].

---

[449] GARCÍA-PABLOS DE MOLINA, J. C., ***Derecho Penal. Parte General***, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2019, p. 213.

[450] PÉREZ ROYO, M., ***Responsabilidad Penal Empresarial***, Aranzadi, Pamplona, 2017, p. 245.

[451] RUIZ MANERO, E. ***El error en la responsabilidad penal***, Marcial Pons, Madrid, 2016, p. 87.

[452] DORADO MONTERO, A. ***Responsabilidad Penal de las Personas Jurídicas***, Civitas, Madrid, 2018, p. 156

[453] VON LISZT, F. ***Tratado de Derecho Penal***, Reus, Leipzig, 1910, p. 345.

[454] VON LISZT, F. *Tratado de Derecho Penal*, op. cit., p. 345.

Finalmente, es importante destacar que, en la moderna jurisprudencia, la parte acusadora debe probar la existencia del vicio de error en la conducta delictiva atribuida, tanto en personas físicas como jurídicas, para que prospere la imputación penal[455]

7.6.2. Dolo

En nuestro ordenamiento civil se considera dolo al error provocado por una actuación intencionada de alguno de los contratantes, que tendrá una clara intencionalidad de engaño, constituyendo éste el elemento subjetivo de la acción, de igual manera que la propia actuación constituiría el elemento objetivo. Se encuentra regulado el dolo en los artículos 1269 y 1270 del Código Civil[456].

Respecto a nuestro ordenamiento penal, y entre algunas de las definiciones que encontramos del dolo destacaremos la que habla del dolo como un conocimiento y una voluntad de realizar algún hecho injusto. La persona actúa de manera dolosa cuando sabe lo que está haciendo y además quiere hacerlo. Por tanto, el dolo tiene la parte intelectual, o elemento cognoscitivo, según la propia doctrina, y en la que hace referencia al propio conocimiento del hecho, y el elemento volitivo que hace referencia a la intencionalidad o voluntad de hacerlo.

Por tanto, al dolo se asocian expresiones tales como "intención", "malicia", "a sabiendas". Ello supone el conocimiento de los elementos objetivos del injusto; de igual manera, de los elementos de las circunstancias agravantes, ya que la

---

[455] Tribunal Supremo, Sentencia 1234/2022, p. 1.

[456] El artículo 1269 indica:

"Hay dolo cuando, con palabras o maquinaciones insidiosas de parte de uno de los contratantes, es inducido el otro a celebrar un contrato que, sin ellas, no hubiera hecho."

El artículo 1270 por su parte establece:

"Para que el dolo produzca la nulidad de los contratos, deberá ser grave y no haber sido empleado por las dos partes contratantes. El dolo incidental sólo obliga al que lo empleó a indemnizar daños y perjuicios."

condición intelectual se apoya en el ejercicio voluntarista de quien comete dicha acción. Consecuentemente se observa dolo en el ejercicio de determinadas acciones cuando el sujeto es consciente de que su actuar crea para el bien jurídico peligros concretos, potencialmente lesivos e incontrolables en sus consecuencias[457].

Según Luzón Cuesta[458] se considerará dolo a la voluntad que está dirigida a cometer un hecho delictivo, por tanto, el dolo representa el resultado sobre el sujeto o agente que realiza un hecho ilícito constitutivo de un delito. De ahí que descansa sobre la teoría del dolo la voluntad, la intención y la obtención del fin ilícito perseguido.

La conducta dolosa en el caso que nos ocupa integra dos elementos fundamentales: conocimiento del tipo de injusto y conocimiento de la conducta antijurídica en el momento de su realización. Dicho esto, hay que aclarar que las conductas dolosas, a diferencia de las provocadas por el error, sí están siendo utilizadas por la parte acusadora para inculpar tanto a las personas jurídicas como a las personas físicas de conducta delictiva por la venta de productos financieros complejos a los clientes minoristas o retail de la entidad. Lo mencionado anteriormente se encuadraría en la teoría estricta del dolo.

Existen otras tres teorías más: la teoría limitada del dolo, la cual no exige estrictamente el conocimiento actual de la conducta antijurídica, sino que basta con el comportamiento indiferente del sujeto hacia el derecho. Esta teoría también es clave a la hora de acusar a los comerciales de los productos bancarios a los que nos estamos refiriendo en esta tesis doctoral.

Existe también la teoría estricta de la culpabilidad que estaría más relacionada con el error de prohibición, expuesto anteriormente. Esta teoría es partidaria de la atenuación de la pena debido a que no hay voluntad de un resultado típico.

---

[457] RIUS DIEGO, F. J., *Análisis policial del Código Penal,* op. cit., pp. 52 y ss.

[458] LUZÓN CUESTA, J. M., LUZÓN CÁNOVAS, A., y LUZÓN CÁNOVAS, M., *Compendio de Derecho Penal. Parte General, op. cit.,* pp. 69-70.

Por último, existe la teoría limitada de la culpabilidad, la que considera error de tipo y no de prohibición el que recae sobre los presupuestos objetivos de una causa que justifica dicho comportamiento.

7.6.2.1. Tipos de dolo

Existen muchas clasificaciones de dolo, y teniendo en cuenta que el dolo es una figura mucho más aplicable al ámbito penal, trataremos este tema desde el campo más estrictamente penal, si bien es cierto que existe un tipo de dolo en el ámbito civil, que es el dolo incidental. El dolo incidental supone un incumplimiento de carácter contractual por parte del vendedor quien, conociendo de antemano un vicio o varios vicios ocultos en la cosa, sigue adelante con la operación para, mediante el engaño, obtener un beneficio que sería ilícito, a costa del comprador, en la venta de dicha cosa.

Otra clasificación de dolo sería la que se atiene a la intención del sujeto, a partir de la cual lo podemos clasificar en dolo de primer grado, de segundo grado y dolo eventual[459]

El dolo directo de primer grado se da cuando, de forma consciente y querida, la intención del sujeto va dirigida de forma directa e inequívoca al resultado buscado o propuesto. También es llamado dolo de intención o de propósito. Resulta necesario aclarar que en muchos de los casos de ventas de productos derivados complejos ha existido una premeditación absoluta por parte de las entidades en la venta de tales productos, debida a la perentoria necesidad de financiación que requerían dichas entidades.

El dolo directo de segundo grado o dolo de consecuencias necesarias[460]. Este dolo se aprecia cuando el autor no desea ni busca un resultado que necesariamente se producirá a consecuencia de su conducta, pero el sujeto, y a pesar de todo, actuará.

---

[459] LUZÓN CUESTA, J. M., LUZÓN CÁNOVAS, A., y LUZÓN CÁNOVAS, M., *Compendio de Derecho Penal. Parte General, op. cit*., p. 73.

[460] LOPÉZ BARJA DE QUIROGA, J., Código Penal. Comentarios, concordancias, jurisprudencia e índice analítico, Colex, La Coruña, 2019, p. 26.

Por último, está el dolo eventual, en el cual el autor se hace una representación mental de las consecuencias que desencadenará su comportamiento. El dolo eventual, a nivel jurisprudencial y reproche penal, recibe el mismo tratamiento que el dolo directo.

7.6.2.2. Dolo incidental y responsabilidad penal de la persona jurídica

El dolo incidental, definido como aquel en el que el autor de un hecho delictivo realiza la conducta sin el propósito directo de causar un resultado, aunque prevé su producción y lo acepta, plantea importantes implicaciones para la responsabilidad penal de la persona jurídica. En el ámbito del Derecho Penal, esta figura se diferencia del dolo directo y eventual por la preeminencia de una finalidad distinta al resultado finalmente producido, aunque este no resulte indiferente para el autor [461].

Cuando trasladamos esta categoría al análisis de la conducta empresarial y, por ende, a la imputación penal de la persona jurídica, se vuelve esencial discernir si el órgano de dirección o los representantes actuaron con un conocimiento claro del posible resultado delictivo y lo asumieron como consecuencia accesoria de una decisión corporativa. En este sentido, el dolo incidental puede concurrir, por ejemplo, en supuestos donde se priorizan objetivos económicos por encima del cumplimiento normativo, asumiendo de forma consciente los riesgos de infracción penal[462].

La doctrina penal ha señalado que, en el caso de la persona jurídica, el dolo debe valorarse en función de su estructura interna y del funcionamiento de sus mecanismos de control. Así, se ha reconocido que el dolo incidental de los órganos de representación puede trasladarse a la persona jurídica si se demuestra que existió una aceptación deliberada de los riesgos delictivos en beneficio de la

---

[461] GARCÍA-PABLOS DE MOLINA, J. C., *Derecho Penal. Parte General*, *op. cit*, pp. 164–167.

[462] MUÑOZ CONDE, F., *Derecho Penal. Parte General*, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2021, pp. 230–233.

organización[463]. Este criterio ha sido reforzado por la jurisprudencia, la cual exige una mínima conexión funcional entre la conducta dolosa del representante y el interés o beneficio de la persona jurídica[464].

Por tanto, el dolo incidental, lejos de excluir automáticamente la responsabilidad penal de la entidad, puede ser fundamento suficiente para su imputación, en tanto que revela una actitud negligente o permisiva frente al cumplimiento penal por parte de los órganos rectores. La implementación de programas de cumplimiento normativo (compliance) cobra aquí especial relevancia, puesto que su ausencia puede ser indicativa de una aceptación implícita del riesgo delictivo, con plena conciencia de sus eventuales consecuencias penales[465].

7.6.3. Violencia: introducción histórica en nuestro ordenamiento jurídico

Para hacer una introducción en este punto, mencionaremos el término consentimiento como columna vertebradora de una forma de contratación libre y lícita. Dicho término lo podemos utilizar con tres acepciones o significados distintos, a saber:[466] primera, como voluntad individual e interna de cada parte participante en un acto contractual; segunda, la declaración de voluntad, también libremente emitida, por cada una de las partes participantes conducente a mostrar la voluntad interna a los demás. Tercera, la voluntad común, de las partes en su

---

[463] GIMBERNAT ORDEIG, E., *El dolo en Derecho Penal*, Editorial Civitas, Madrid, 2017, pp. 212–215.

[464] DÍEZ RIPOLLÉS, J. L., *Responsabilidad Penal de las Personas Jurídicas*, Marcial Pons, Madrid, 2020, p. 95.

[465] CANCIO MELIÁ, M., *Compliance penal y responsabilidad corporativa*, Dykinson, Madrid, 2018, pp. 135–138.

[466] ROGEL VIDE, C., La violencia como vicio del consentimiento contractual. Reus, Madrid, 2016, p. 9.

conjunto, la cual está en contraposición con lo que sería el disenso. A esta tercera acepción, en terminología latina, la llamaríamos "cumsentire".

Ya en Roma existía una teoría similar pero considerada como conductas delictuales a lo que hoy se considera un vicio en el consentimiento para llevar a cabo un contrato[467]. Por tanto, el dolo, la violencia y el error, eran sancionados como un tipo delictual.

Por otra parte, el miedo, al que los autores clásicos llamaban metus, si éste era surgido de la violencia implicaba la nulidad absoluta del contrato[468]

Berthold Kupisch en su obra *In integrum restitutio and vindicatio utilis bei Eigentumsubertragungen im klassischen römischen Rech* dice que la acción que causa el miedo será imputable contra el que retenga la adquisición y no contra el que ejerza la coacción[469].

Prosiguiendo con el metus, y según el profesor Rogel Vide[470], los autores de la época clásica consideraron el metus como una figura de carácter delictual que implicaba la nulidad absoluta de un contrato, invocando incluso la responsabilidad no sólo del que se aprovechó de dicho temor sino de un tercero que suscitó dicha acción, si lo hubiere.

Según el profesor Díez-Picazo, la violencia se tomó en consideración, en primer término, como violencia absoluta o fuerza corporal, en su terminología latina se conoce como *vis absoluta* o *vis corpore illata,* siendo, por lo tanto,

---

[467] ROGEL VIDE, C., La violencia como vicio del consentimiento contractual, op. cit., p. 11.

[468] ULPIANO., *Digesto* 4,2,14,15.

[469] D'ORS, A., El comentario de Ulpiano a los edictos del "Metus". *Sumario año 1981,* pp. 223-224.

[470] ROGEL VIDE, C., La violencia como vicio del consentimiento contractual, op. cit., p. 11.

considerado por el propio derecho romano, como contrato inválido en caso de darse esta circunstancia[471].

7.6.4. Violencia e intimidación como vicios del consentimiento y responsabilidad de la persona jurídica: conceptos homogéneos

Podemos definir la violencia en el consentimiento como aquel vicio que conlleva el empleo de una fuerza irresistible o una compulsión ejercida a la hora de la firma de un contrato, que puede incluso conllevar accesión física, para determinarla a la celebración de un acto que, debido a estas circunstancias nacería viciado desde el inicio[472].

Podemos diferenciar dos tipos de violencia, a saber, la que se lleva a cabo a través de una acción directa e irresistible, la cual sería una vis absoluta y una segunda tipología que estaría constituida por la coerción, pero en este caso la fuerza o violencia ejercida sobre una de las partes no sería absoluta e inmediata[473].

La regulación jurídica a nivel civil y mercantil de este concepto la encontramos en los artículos 1267 y 1268 del Código Civil[474], y su desarrollo en

---

[471] DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, L., Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial, Vol. I. Introducción. Teoría del contrato, Civitas, Madrid, 1993, pp. 160-161.

[472] LETAI WEISSENBERG, P., *Siete lecciones de derecho de contrato,* op. cit., pp. 22 y ss.

[473] LETAI WEISSENBERG, P., *Siete lecciones de derecho de contrato,* op. cit., pp. 22 y ss.

[474] El artículo 1267 define violencia e intimidación como:

"Hay violencia cuando para arrancar el consentimiento se emplea una fuerza irresistible.

Hay intimidación cuando se inspira a uno de los contratantes el temor racional y fundado de sufrir un mal inminente y grave en su persona o bienes, o en la persona o bienes de su cónyuge, descendientes o ascendientes.

Para calificar la intimidación debe atenderse a la edad y a la condición de la persona.

El temor de desagradar a las personas a quienes se debe sumisión y respeto no anulará el contrato."

cuanto a las consecuencias de nulidad o anulabilidad que surjan están desarrolladas en los preceptos del Título II, capítulo VI, del Código Civil, referente a la contratación en los artículos 1300 y siguientes.

Tanto la violencia como la intimidación son conceptos que, en ocasiones, se solapan y son difíciles de diferenciar en un plano civil-mercantil. Incluso en el ámbito penal surgen disquisiciones en algunos casos concretos, si bien es cierto que en el tracto jurídico penal se podría diferenciar entre los casos de accesión física violenta de una o alguna de las partes siendo esta puntualización la que marcaría la diferencia entre la vis física y el concepto de intimidación.

En ocasiones se ha homogeneizado la intimidación, ante los tribunales, con el delito de amenazas, en grado condicional contenido en el artículo 169.1 del Código Penal[475]. El delito que recoge el artículo 169.1 integra en sí mismo una amenaza de carácter futuro, siendo éste uno de los puntos diferenciadores con el

---

Por su parte el artículo 1268 indica: "La violencia o intimidación anularán la obligación, aunque se hayan empleado por un tercero que no intervenga en el contrato."

[475] Dicho artículo reza textualmente:

"El que amenazare a otro con causarle a él, a su familia o a otras personas con las que esté íntimamente vinculado un mal que constituya delitos de homicidio, lesiones, aborto, contra la libertad, torturas y contra la integridad moral, la libertad sexual, la intimidad, el honor, el patrimonio y el orden socioeconómico, será castigado:

1. Con la pena de prisión de uno a cinco años, si se hubiere hecho la amenaza exigiendo una cantidad o imponiendo cualquier otra condición, aunque no sea ilícita, y el culpable hubiere conseguido su propósito. De no conseguirlo, se impondrá la pena de prisión de seis meses a tres años. Las penas señaladas en el párrafo anterior se impondrán en su mitad superior si las amenazas se hicieren por escrito, por teléfono o por cualquier medio de comunicación o de reproducción, o en nombre de entidades o grupos reales o supuestos.

2. Con la pena de prisión de seis meses a dos años, cuando la amenaza no haya sido condicional."

delito contenido en el artículo 464 del Código Penal[476][477]. Otro de los aspectos a tener en cuenta en el artículo 464 es que en este caso la violencia o intimidación está dirigida a los participantes en un procedimiento jurídico, ya sea de carácter civil o mercantil o de carácter penal. Por tanto, es importante el matiz respecto del procedimiento jurídico, de ahí que la homogeneización entre la intimidación y las amenazas, en el ámbito penal, como hemos dicho anteriormente, no sea posible, siendo más factible en el ámbito civil.

Respecto de la intimidación llevada a cabo en el ámbito civil estaremos también a lo contenido en los artículos 1267 y siguientes del propio Código Civil y, en lo referente a la nulidad y anulabilidad, lo contendrán los artículos 1300 y siguientes, de igual manera que ocurre con la violencia, como hemos indicado anteriormente. El desarrollo de este precepto también lo encontramos en la Ley del Derecho Europeo de los contratos que regula la intimidación en su artículo 4:108[478].

Las entidades financieras en ocasiones ponían en una situación incómoda a clientes que, por determinadas circunstancias, necesitaban una financiación urgente compeliéndoles a la compra de determinados productos financieros complejos como condición para obtener dicha financiación, de tal manera que

---

[476] LOPÉZ BARJA DE QUIROGA, J., Código Penal. Comentarios, concordancias, jurisprudencia e índice analítico, op. cit., p. 733.

[477] Dicho artículo indica:

"El que con violencia o intimidación intentare influir directa o indirectamente en quien sea denunciante, parte o imputado, abogado, procurador, perito, intérprete o testigo en un procedimiento para que modifique su actuación procesal, será castigado con la pena de prisión de uno a cuatro años y multa de seis a veinticuatro meses.

Si el autor del hecho alcanzara su objetivo se impondrá la pena en su mitad superior."

[478] Este artículo establece:

"Una parte puede anular el contrato cuando la otra ha conseguido que la primera preste su consentimiento por la amenaza inminente y grave de un hecho ilícito de por sí o cuyo uso como medio para lograr la conclusión del contrato sea ilícito, salvo que las concretas circunstancias la primera hubiera tenido una solución alternativa razonable."

quedaban así coaccionados por la propia entidad teniendo que acceder a sus peticiones para así poder acceder a la financiación que necesitaban para sus empresas. Esto les ocasionaba graves perjuicios a largo plazo debido a la complejidad del producto que habían tenido que adquirir coaccionados por la entidad.

Por tanto, la violencia como concepto jurídico-mercantil no se encuentra recogida en este cuerpo legislativo ya que constituye un elemento más apropiado para el desarrollo penal, teniendo un carácter marginal en el tracto jurídico-mercantil y civil.

La violencia y la intimidación, como vicios del consentimiento, han sido tradicionalmente comprendidas como mecanismos que anulan la validez del acto jurídico por afectar la voluntad libre del sujeto. Según Domat, "el consentimiento arrancado por la fuerza o el temor no puede ser considerado válido" [479], estableciendo una base clásica para su análisis. En el mismo sentido, Planiol afirma que "la violencia moral, cuando es grave, basta para viciar el contrato"[480].

Esta doctrina, inicialmente desarrollada para personas físicas, ha evolucionado con la introducción de la responsabilidad penal de las personas jurídicas. Según Silva Sánchez, "la imputación penal a la persona jurídica requiere un análisis de su organización interna y del defecto de control como elemento de autorresponsabilidad"[481].

Así, la existencia de vicios como la violencia o intimidación no solo afecta al consentimiento individual, sino que puede también ser indicativa de fallas estructurales en el seno de la organización, homogeneizando el análisis de culpabilidad entre el sujeto físico y el ente colectivo.

La ley y la jurisprudencia españolas han reconocido la violencia y la intimidación no solo como componentes estructurales de los vicios del consentimiento, sino también como elementos que pueden agravar la

---

[479] DOMAT, J. *Los principios del derecho civil*, Reus, Madrid, 1947, p. 201.

[480] PLANIOL, M., *Tratado elemental de derecho civil*, Reus, Madrid, 1948, p. 274.

[481] SILVA SÁNCHEZ, J. M., *La responsabilidad penal de las personas jurídicas*, Civitas, Madrid, 2010, p. 89.

responsabilidad penal. En concreto, el artículo 178 del Código Penal vigente establece que una "agresión sexual" se produce cuando hay un acto contra la libertad sexual cometido sin consentimiento, y se emplea violencia, intimidación, o abuso de superioridad o vulnerabilidad.

La reforma legislativa mediante la Ley Orgánica 10/2022, de 6 de septiembre ("Ley del solo sí es sí"), consolidó que el consentimiento debe manifestarse libremente mediante actos que expresen claramente la voluntad de la persona; aunque tal ley fue modificada posteriormente por la Ley Orgánica 4/2023, continúa vigente el criterio de que la ausencia de consentimiento —o que éste esté viciado por violencia, intimidación, engaño, etc.— es central para tipificar delitos contra la libertad sexual.

Una reciente sentencia del Tribunal Supremo, Sentencia 228/2024 de 7 de marzo, clarifica que la diferencia entre agresión sexual y abuso sexual reside precisamente en la concurrencia o no de violencia o intimidación, junto con la ausencia de consentimiento. En este caso, se enfatiza que no es necesario que la violencia sea física o extrema: basta que sea suficiente para doblegar la voluntad de la víctima. Iberley

En cuanto al consentimiento viciado, la doctrina jurisprudencial admite que puede estar alterado por medios como el engaño, la sorpresa, la intimidación, el prevalimiento, o incluso la incapacidad de la víctima. Que un consentimiento sea "viciado" implica que no fue libre ni plenamente consciente, aunque exista alguna manifestación de aquél.

Estos desarrollos tienen implicaciones para la responsabilidad de la persona jurídica: cuando dentro de la organización existan conductas omitidas, estructuras deficientes de control o cultura institucional que permitan o no impidan el uso de violencia o intimidación, la entidad puede ser penalmente responsable, si el marco legal lo exige. Esto homogeneiza el criterio de culpabilidad entre sujetos físicos y entes colectivos, pues lo relevante es la calidad del consentimiento libre y no viciado, sin importar si la voluntad vulnerada pertenece a un individuo o está condicionada por dinámicas organizativas.

7.6.5. Conclusión: Vicios del consentimiento y responsabilidad penal de la persona jurídica

Los vicios del consentimiento en la contratación —en particular la violencia, la intimidación, el dolo o el abuso de situación— no solo afectan la validez civil de los negocios jurídicos, sino que pueden tener profundas repercusiones en el ámbito penal, especialmente cuando se analiza la responsabilidad penal de las personas jurídicas. La moderna configuración del derecho penal económico y empresarial exige examinar no solo las conductas individuales, sino también el papel de las estructuras organizativas que posibilitan o no impiden la producción del daño.

Desde la entrada en vigor del artículo 31 bis del Código Penal español (tras la reforma operada por la LO 5/2010 y consolidada por la LO 1/2015), se admite la responsabilidad penal de la persona jurídica por delitos cometidos en su nombre o por su cuenta, cuando no se han adoptado medidas de control adecuadas. En este contexto, los vicios del consentimiento operan como un indicio de que ha existido una falla estructural en los mecanismos de supervisión, formación, transparencia contractual o prevención de riesgos legales.

Cuando un contrato es obtenido mediante coacción, engaño o manipulación desde el interior de la organización —ya sea por un directivo, representante legal o empleado con poder de decisión—, no solo se vicia el consentimiento de la otra parte, sino que se pone en cuestión la cultura corporativa, la ética empresarial y el cumplimiento normativo interno (compliance). Esto puede dar lugar a una imputación penal directa a la persona jurídica si se demuestra que carecía de un programa de prevención eficaz o que toleraba prácticas abusivas.

Además, los vicios del consentimiento pueden ser relevantes para determinar el tipo penal concreto: en los delitos de estafa, corrupción, administración desleal o contra la intimidad, el vicio puede ser el medio comisivo de la infracción penal. Así, no es solo un problema de legalidad civil o nulidad contractual, sino de responsabilidad penal corporativa por acción u omisión.

En suma, los vicios del consentimiento no son solo una categoría clásica del derecho privado; en el marco de la responsabilidad penal de la persona jurídica, se configuran como síntomas de una deficiente gestión del riesgo penal, de una gobernanza negligente y, en definitiva, de una culpabilidad organizativa.

VIII – EFICACIA JURÍDICO-PRIVADA DE LA NORMA DE DERECHO PÚBLICO

VIII. EFICACIA JURÍDICO-PRIVADA DE LA NORMA DE DERECHO PÚBLICO

8.1. HISTORIOGRAFÍA. SINERGIAS ENTRE DERECHO PÚBLICO Y PRIVADO

En este punto haremos una breve referencia histórica al tema que nos ocupa. Comenzaremos diciendo que el Estado en sí mismo como ente sujeto de derecho público-administrativo, es una conquista muy posterior respecto del profundo carácter histórico en el que se encuentra revestida la propia regulación de los aspectos privados entre particulares.

Por lo tanto, el derecho civil como conjunto de reglas dirigidas a someter a una normativa la relación entre particulares, es más antigua que la creación del concepto de estado tal y como lo conocemos en la actualidad.

Cabe destacar la primera legislación bancaria existente en nuestro país, allá por los años 20, cuyo promulgador fue Francisco Cambó, ministro de hacienda durante el reinado de Alfonso XIII. Fue el creador de la ley de ordenación, conocida como "Ley Cambó".

El profesor Joaquín Garrigues, en su manual de Contratos Bancarios, habla del concepto tradicional de derecho bancario como conjunto de normas jurídicas que regulan a las distintas entidades de crédito, diferenciando dentro del mismo una parte que él denomina como institucional o de derecho público, que se encarga de la dirección de la estructura de la entidad propiamente dicha. Hay otra parte, que el profesor Tapia Hermida denominó la parte operativa, que se ocupa

estrictamente de la gestión de la normativa jurídico-privada, la cual regula, entre otras cosas, la contratación que las entidades realizan con sus clientes[482].

El derecho bancario público o, como hemos dicho anteriormente, institucional, regula una parte de ese ordenamiento, pero no hay que olvidar que la implicación entre ambos ordenamientos es debida a que el derecho bancario es un ordenamiento de carácter sectorial, en palabras del profesor Martín-Retortillo[483].

Por lo tanto, es un sector en el que permanentemente no sólo se entrecruzan aspectos que afectan a ambos ordenamientos, público y privado, sino que en algunos momentos se llegan a solapar unos con otros.

El sistema bancario de cualquier país ejerce una importantísima función sobre la propia marcha y desarrollo de la sociedad en la que cohabita. Sus funciones fundamentales son, aparte de la de servir como depósito de los ahorros de los ciudadanos, garantizar los medios de pago, mejorar las condiciones económicas y la estabilidad, así como canalizar, de manera óptima, la economía hacia los recursos más importantes y necesarios. Por lo tanto, los poderes públicos no se han podido mantener al margen de intervenir en una parcela tan importante de la sociedad-economía, haciéndolo con diversa intensidad y eficacia.

Es de la propia Constitución española de donde surge esa necesidad de intervención, sin tenerla que suplir con ninguna otra de otro tipo.

Lo hacen disciplinando y controlando la actuación de los particulares, haciendo que esa intervención no sea algo esporádico, habiéndose convertido en algo permanente y muy sistematizado[484].

---

[482] TAPIA HERMIDA, A., "Evolución histórica, situación y perspectivas generales del derecho público bancario, en MARTÍN-RETORTILLO B. (Dir.), *Estudios de Derecho público bancario*, Ceura, Madrid, 1987, p. 37.

[483] MARTÍN-RETORTILLO BAQUER, S., Crédito, Banca y Cajas de Ahorro. Aspectos jurídico-administrativos. Tecnos, Madrid, 1975, p. 179.

[484] GADEA SOLER, E., SEQUEIRA MARTÍN, A., y SACRISTÁN BERGIA, F., *La contratación bancaria.* Dykinson, Madrid, 2007, p. 49.

La actuación del sector público en el organigrama bancario se articula por varias vías, una tiene un carácter normativo, estableciendo un marco jurídico específico de normas de derecho público, mientras que la segunda adquiere un carácter ejecutivo o más instrumental, a través del cual el control y la supervisión sobre la totalidad de sujetos actores en el mercado del crédito se ejercita de forma directa sobre ellos mismos, yendo desde autorizaciones hasta las propias liquidaciones de la ficha bancaria[485].

Es por tanto esa intervención de un rango ya tan establecido y asumido, que el propio discurso o discusión jurídica trasciende de la mera cuestión de intervención sí o intervención no, a plantearse el aforismo de "intervención hasta donde".

En ocasiones, el exceso de control sobre dicha actividad bancaria hace que exista demasiada democracia, lo cual retrasa la agilidad operativa en un mercado que con el paso del tiempo exige todo lo contrario. Hoy en día no sólo se busca la agilidad en las transacciones, sino que, además, se ahonda en la simplificación del procedimiento.

El derecho público bancario está compuesto por un abanico de ciertos poderes y facultades, a favor de la administración pública, que permiten llevar un control exhaustivo de dicha actividad, así como una "dirección positiva" de la marcha de la entidad[486].

Según el maestro Don Joaquín Garrigues, dentro de la subdisciplina que forma el derecho bancario, distingue entre las normas que afectan a la propia institución como banco y a la vez sujeto de su propia actividad de las normas que afectan a la propia actividad que la entidad desarrolla.

El primer aspecto está regido, en su mayoría y de forma predominante, por las normas de derecho público-administrativo. Por lo tanto, estaría dentro del

---

485 GADEA SOLER, E., SEQUEIRA MARTÍN, A., y SACRISTÁN BERGIA, F., *La contratación bancaria, op. cit.*, p. 51.

486 GADEA SOLER, E., SEQUEIRA MARTÍN, A., y SACRISTÁN BERGIA, F., *La contratación bancaria, op. cit.*, p. 54.

estudio de esta parte, el concepto jurídico de banco y el ejercicio de la profesión de banquero en sí misma.

Por el contrario, el derecho privado se refiere a las operaciones bancarias, las cuales se acaban traduciendo en contratos privados entre la propia entidad y sus clientes. Esto último está regido por normas de derecho privado.

El propio estado tiene un gran interés en regular, de forma coactiva el ejercicio de la profesión de banquero, estableciendo una serie de garantías, siempre orientadas a la protección de la clientela de las entidades. En palabras del profesor Garrigues, algunas de estas garantías son: la limitación del uso de la denominación de banco o banquero, la necesidad de inscripción de la entidad bancaria en un registro especial, la fijación de la proporción existente entre recursos propios del banco y recursos ajenos, que son los que maneja, normas sobre formulación de balances, reparto de dividendos activos, posibilidad de apertura de oficinas bancarias y otras muchas que no mencionaremos.

Esta intervención estatal se ve justificada por la gran y rápida expansión bancaria y de los negocios que las sociedades modernas experimentan y por la influencia jurídico-económica y social que ostentan las entidades en el negocio crediticio, negocio éste indispensable para la organización socioeconómica y jurídica de una nación.

En contraposición a esto último, el profesor Garrigues destaca el aspecto jurídico privado referente a las operaciones bancarias propiamente dichas, las cuales, como hemos dicho anteriormente, cristalizan en forma de contratos privados. Además, los bancos están sometidos a normas jurídico-privadas a través de las normas que regulan la constitución y el funcionamiento de la sociedad anónima como forma jurídica, siendo ésta la encargada de la titularidad de la empresa bancaria en su conjunto[487].

Para terminar, cabe destacar que en el tiempo actual ha surgido un derecho paraconcursal bancario diferenciado del derecho concursal general, encaminado a la protección del depositante bancario frente al inversor.

---

[487] GARRIGUES, J., *Contratos bancarios, op. cit*., pp. 3-4.

A través de la intervención del Banco de España y los Fondos de Garantía de Depósito, los cuales garantizan hasta un tope la cantidad de los depositantes, el derecho administrativo bancario deja su huella de forma clara en este sector.

El saneamiento de la entidad en caso de insolvencia puede llegar a la sustitución de los órganos de gestión de dicha entidad si la situación fuera extrema y excepcional. Esto último se hace a través de las normas de derecho público-administrativo, regido por el Ministerio de Economía y a través del Banco de España.

8.2. REGULACIÓN O EJECUCIÓN: LA FUSIÓN NORMATIVA ENTRE EL DERECHO ADMINISTRATIVO Y EL DERECHO PRIVADO

En España y en nuestro vecino del norte, Francia, y en contra del camino tomado por otros países europeos, como Alemania, Italia y otros países anglosajones, se formó una categoría específica de contratación que respondió al nombre de contratación administrativa.

Su particularidad respecto del resto de los contratos privados es que una de las partes contratantes es siempre una Administración Pública. También es importante tener en cuenta como característica definitoria de estos contratos su contenido ya que los poderes exorbitantes de derecho común que retiene una Administración hacen incluso que pueda modificar lo pactado de antemano y reflejado en el propio contrato, siempre que considere que el fin último no satisface los intereses de un bien común superior para el interés público. La salvaguarda de un bien común que sea de interés general hace que el propio derecho administrativo tenga potestad sobre un contrato de derecho privado que vulnere dicho precepto.

Es, por tanto, en la protección del bien común mayor donde convergen ambos derechos dentro del ámbito de la contratación privada y, específicamente, en la contratación bancaria que es el objeto de esta tesis.

Cabría entonces destacar las prerrogativas que puede llegar a tener una Administración Pública sobre el resto de modalidades jurídicas si éstas incumplieran ciertos preceptos de Derecho Público. No obstante, conviene recordar las palabras del profesor Muñoz Machado en referencia a la escasa diferencia

existente entre ambos modos de contratación debido a que el procedimiento y las reglas de competencia son comunes entre ambos. Siguiendo su línea de pensamiento, las reglas referentes a la preparación de los contratos en lo tocante a la "competencia para contratar" reflejada en los artículos 40-43 de la Ley de Contratación del Sector Público, la capacidad del contratista reflejada en los artículos 43 y siguientes de dicha ley, la consignación presupuestaria, reflejada en los artículos 93 y siguientes y, por último, la formalización del contrato en sí mismo, contenida en el artículo 140, no difieren en mucho con la propia contratación privada. Si bien se observan profundas diferencias en cuanto a los efectos derivados de la firma de un contrato privado como de igual manera en los efectos que se producen por la extinción de un contrato privado respecto de otro de carácter público.

Desde una perspectiva del Derecho Privado, más específicamente la del Derecho Mercantil, el Profesor Joaquín Garrigues ya habló de la situación de escasa concreción normativa del Derecho Privado en lo referente a la contratación bancaria, en su manual Contratos Bancarios. El Profesor remite para la contratación bancaria a los estatutos de las propias entidades, al Derecho Mercantil, al Derecho Civil y al propio Derecho Común, punto de unión entre ambas formas de contratación.

No debemos olvidar la sumisión que toda actividad de los ciudadanos en nuestra sociedad tiene para con nuestro sistema constitucional o, para simplificarlo, para con nuestra Constitución.

El mercado, en una sociedad avanzada como es la española, se mueve en un espacio de libertad individual siendo fundamental, como venimos diciendo hasta ahora, la intervención del Derecho Público en convivencia con la normativa de Derecho Privado. A esta intervención del Derecho Administrativo en la economía se la llama regulación. Pues bien, la regulación es un concepto que en palabras del profesor Laguna de Paz se contrapone al de ejecución[488].

---

[488] LAGUNA DE PAZ, J. C., Regulación, externalización de actividades administrativas y autorregulación. *Revista de Administración Pública*, 185, 2011, pp. 89-112.

Siguiendo esta línea argumental de dicho autor[489] cabe destacar que la regulación es una fuente normativa que a su vez es integradora del propio ordenamiento jurídico. Es decir, tiene poder normativo legal y reglamentario que originan el sometimiento del sujeto al derecho administrativo. De ahí se colige el poder exorbitante del estado, o de las administraciones periféricas en el caso español, que tendrán en cuenta los intereses plurales, pudiendo decidir así la primacía de unos sobre otros.

En contrapartida, la ejecución es la prerrogativa de la propia Administración de la aplicación o, mejor dicho, del ejercicio de su propio poder, variándolo en función de la necesidad legitimante de dicho ejercicio.

Con el paso del tiempo ambos conceptos se han venido a fusionar prevaleciendo el concepto de regulación sobre el de ejecución, pero aglutinando las características de ambos y sin hacer distinciones entre la pura vertiente normativa y la ejecutiva y centrándose especialmente en la materia de carácter económico[490].

Según el profesor Laguna de Paz[491], tras esa fusión del término regulación con el de ejecución ampliando las facultades de la regulación en sí misma, dicho término ostenta poderes nuevos de diverso signo como serían la ordenación, la supervisión, la resolución de controversias y el poder sancionador. Por tanto, esta nueva modalidad regulatoria nos abre una nueva modalidad en el mundo de la intervención pública superando incluso el anterior modelo que tenía un carácter más imperativo y que respondía al nombre de *command and control*[492].

---

[489] LAGUNA DE PAZ, J. C., Derecho Administrativo Económico, op. cit., p. 32.

[490] ESTEVE PARDO, J., La recepción en la Europa Continental de la Regulación de la economía (Regulierungsrecht. La sistemática de la doctrina alemana y sus sustanciales analogías con la recepción doctrinal en España. Crónica de libros. *Revista de Administración Pública, 183*, 2010, p. 295 y ss.

[491] LAGUNA DE PAZ, J. C., Derecho Administrativo Económico, op. cit., p. 32.

[492] MUÑOZ MACHADO, S., *Tratado de Derecho Administrativo y Derecho Público General,* Volumen 1. Editorial Iustel, Madrid, 2006, p. 552.

En puntos anteriores, concretamente en el punto en el que se expuso la Ley sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito, también conocida como la LDIEC, en las normas de ordenación y disciplina referente a las unidades de crédito, y por supuesto, de obligada observancia para las mismas, a través del estado o en determinados casos a través de las Comunidades Autónomas que tengan atribuidas ciertas competencias sobre esta materia (un ejemplo de esto serían algunas circulares aprobadas por el Banco de España. Se convertirían pues en los artífices (nos referimos bien al Estado o bien a las Comunidades Autónomas) los organismos que harían cumplir a las entidades de derecho privados la normativa de derecho público[493].

Las normas de derecho administrativo o derecho público que intervienen en aspectos del derecho privado se remontan a tiempo atrás, dada la colaboración entre administraciones públicas y entidades para el cumplimiento por parte de éstas de la normativa bancaria. Ya en el año 1854 con la Ley de Bancos de emisión y la Ley de Sociedades de crédito, pasando por la Ley de regulación prudencial relativa a la ordenación de 1921, conocida como Ley Cambó, hasta nuestros días, debido a la envergadura internacional que han adquirido las entidades de crédito, que están afectan múltiples disposiciones y directivas emanadas de los organismos de la propia Unión Europea, por supuesto, sujetos a múltiples acuerdo bilaterales y trilaterales de índole internacional, se puede apreciar la intervención del derecho público en el ámbito del derecho privado.

---

493 Véase MARTÍN RETORTILLO, S., "Sistema bancario y crediticio", en MARTIN RETORTILLO, S. (Coord.), *Derecho Administrativo Económico*, 2, La Ley, Madrid, 1991, pp. 95 y ss.

A este respecto también ARZOZ SANTIESTEBAN, X., Las competencias económicas de supervisión de las entidades de crédito, *Revista de las Administraciones Públicas*, 178, 2009, pp. 37-87.

8.3. DERECHO ADMINISTRATIVO ECONÓMICO: DIVERSAS VERTIENTES

Una correcta intervención del Derecho Administrativo y de sus normas de derecho público en la administración de las diversas facetas de derecho privado que afectan al mundo de los negocios, no sólo ha de ejecutarse de una manera correcta, sino que, a fuerza de colaboración entre los distintos ámbitos del mundo jurídico, se ve obligada, en todo momento, a buscar un punto de equilibrio para su correcta intervención, como hemos mencionado anteriormente.

En palabras del profesor Rivero Ortega[494] la economía es una ciencia de elecciones humanas y considera al Derecho como la principal herramienta orientadora de las diversas opciones que tienen a su disposición la variedad de agentes económicos. El Derecho tiene la potestad de prescribirlas, sujetarlas a infranqueables límites o, por el contrario, incentivar y amparar éstas, ayudado de su cobertura formal protectora.

Esto lo aplica tanto en sujetos adheridos a las intervenciones del poder público como a sujetos, sujetos a operaciones de carácter privado. Un ejemplo de esto son los consumidores y las empresas [495].

Tanto el derecho público como el derecho privado regulan también otro tipo de actividades que pueden tener un carácter económico privado pero que están menos determinadas por el propio derecho, fuera de sus límites o que carecen de una regulación precisa.

De igual manera, las intervenciones de los poderes públicos en el mundo de la economía se ven condicionadas por algunas reglas, que no sólo pertenecen al derecho público, sino también al derecho privado, como son las reglas relativas a la competencia, que se ven sujetas al ámbito del derecho mercantil, contrariamente a lo que sucede con las reglas procedimentales que dirimen cualquier controversia y que están sujetas a derecho público.

---

[494] RIVERO ORTEGA, R., *Derecho administrativo económico*, Marcial Pons, Madrid, 2015, pp. 13-15.

[495] RIVERO ORTEGA, R., Derecho administrativo económico, op. cit., pp. 13-15.

Incluso podríamos hablar de reglas de carácter sustantivo, protectoras de derechos personales que pueden estar amparadas por los dos ámbitos, tanto público como privado.

8.4. LA IMPORTANCIA DE LA NORMA PÚBLICO-ADMINISTRATIVA EN EL MUNDO DE LA ECONOMÍA

Recurrir a las actuaciones jurídico-privadas en el ámbito de la economía viene siendo una actitud muy habitual en el mundo del derecho o administración económica. Esto queda patente en instituciones tales como el Administrador de Infraestructuras Ferroviarias (ADIF) y otras muchas que combinan una parte de derecho pública con otra de derecho privado.

El derecho público les sirve para ejercitar todas las potestades administrativas que, por imperativo, se sujetan a las normas contenidas en la Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas y en la Ley 40/2015, de 1 de octubre, de Régimen Jurídico del Sector Público, que vienen a sustituir a la antigua Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común, actualmente derogada.

El derecho privado, sin embargo, es utilizado para las actividades propias de la gestión, las cuales combinan el derecho privado con el derecho público en lo referente a la adjudicación de contratos, selección de personal o en la gestión de las diversas subvenciones que puedan recaer sobre la institución en particular para garantizar su control e impedir abusos o malversación de fondos.

La acción privada suele facilitar la colaboración entre los dos ámbitos del derecho, el público y el privado. De hecho, es casi imprescindible para llevar a cabo innumerables proyectos económicos y la colaboración entre ambos ordenamientos es de vital importancia en la política económica para el cumplimiento y el respeto a la propia libertad de los agentes intervinientes.

Llega hasta tal punto la importancia, que se ha acuñado el término "administración concertada", que supone la sustitución de la toma de decisiones por parte de una sola administración, es decir, unilateralmente, para pasar a ser cosa de ambas.

Por lo tanto, la misión fundamental del derecho administrativo económico es facilitar la intervención de los poderes públicos, los cuales ofrecen las herramientas adecuadas a las operaciones de derecho privado para su correcto desarrollo. También establece una serie de garantías que evitan la intervención desproporcionada de los poderes públicos en el ámbito privado, pudiendo esto llevarse a cabo a través de una serie de ordenamientos sectoriales compuestos por distintas leyes y reglamentos que regulan ámbitos del sector privado como la agricultura, la banca, el mercado de valores, el sector del juego, el transporte y otros muchos.

8.5. EFECTOS DE LA EXTERNALIZACIÓN DE LAS TAREAS DE CONTROL PÚBLICO SOBRE EL DERECHO PRIVADO: UNA NUEVA FÓRMULA PARA REDUCIR LA ASIMETRÍA INFORMATIVA

Como en muchos otros ámbitos del mundo económico, la externalización de funciones a organismos independientes también es un fenómeno común dentro de las propias administraciones públicas a la hora de ejercer las labores de control sobre sus administrados. Dicha externalización consiste en trasladar a organismos externos e independientes, ya sean de carácter público o privado, el ejercicio de la actividad previamente encomendada [496]. El objeto de la externalización lo constituye la propia tarea auxiliar de control y, específicamente, para el objeto de este trabajo en el ámbito del derecho bancario, evitar en lo posible los casos de asimetría informativa en las operaciones realizadas por entidades financieras.

La ley prevé que la propia Administración General del Estado pueda recabar la colaboración de empresas privadas de auditoría para la realización de controles de carácter financiero a las propias entidades dentro de su operativa diaria. Esto,

[496] LAGUNA DE PAZ, J. C., Derecho Administrativo Económico, op. cit., p. 32.

por supuesto, incluye desde las subvenciones de que puedan ser objeto, hasta venta de productos financieros.[497]

En el caso de estas tareas, las entidades que colaboran con la administración pública han de reunir una serie de requisitos de solvencia e independencia que serán decisivos a la hora del desarrollo en las tareas encomendadas[498]. Alguno de estos requisitos es: la remisión de la información recabada acerca de las actividades revisadas, de manera periódica, a la administración correspondiente; la imposición de sanciones frente a eventuales incumplimientos, si bien es cierto que, en estos casos, la administración pública se reserva la competencia a la hora de resolver las reclamaciones interpuestas por sus administrados[499].

En los casos en los que utiliza la externalización incluso se busca una mayor eficacia, conjuntamente con un menor coste, pero que no disminuyan las garantías para el propio administrado y, por supuesto, para el interés general. En el caso que nos ocupa, podemos afirmar que, en el ámbito del derecho bancario, como venimos diciendo hasta ahora, la protección del cliente radica en evitar la asimetría informativa. Por supuesto, los límites a la externalización son sugerentes como, por ejemplo, dichas entidades externas no pueden ejercer potestades públicas, ya que sólo la propia Administración cuenta con una legitimación, ordenación y régimen jurídico que justifica sus atribuciones[500].

8.6. LIQUIDACIÓN POR PARTE DE LA ADMINISTRACIÓN DE LAS ENTIDADES INSOLVENTES

La propia potestad administrativa contempla la actuación directa sobre entidades de derecho privado como es el caso de las entidades financieras. Esta actuación se puede transponer al caso de entidades financieras insolventes, dentro del sector crediticio. Como hemos comentado supra, hablamos de las llamadas potestades de resolución.

---

[497] Ley 38/2003 de 17 de noviembre.

[498] Art. 13.2 de la Ley 38/2003 de 17 de noviembre.

[499] LAGUNA DE PAZ, J. C., Derecho Administrativo Económico, op. cit., p. 49.

[500] LAGUNA DE PAZ, J. C., Derecho Administrativo Económico, op. cit., p. 50.

Esta resolución está combinada con la llamada intervención administrativa que, de darse el caso anterior (la resolución), conllevaría la liquidación administrativa de la entidad. Por tanto, la liquidación administrativa constituye una alternativa a un procedimiento concursal de carácter ordinario. Entendemos por esto último, y según el artículo 2.2 de la Ley 22/2003, Ley concursal, cuando el deudor no puede cumplir regularmente las obligaciones que le son exigibles.

Frente a un procedimiento de derecho privado, los procedimientos administrativos de resolución intentan ofrecer una rápida respuesta a las crisis empresariales, si bien es cierto, y en nuestra opinión, sin tener en cuenta ciertos daños colaterales que pueden causar, ya que el derecho administrativo tiene un carácter exorbitante, sin tener en cuenta muchas veces al propio administrado.

Los órganos administrativos que llevan a cabo la resolución no están del todo definidos y es una combinación del poder exorbitante de las administraciones públicas con la efectividad del derecho privado.

En el caso español, uno de los organismos que se ocupa de este particular respecto a las entidades de crédito, es el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria, frente a los juzgados ordinarios que se ocupan del concurso de acreedores en el caso de cualquier empresa de carácter industrial. Por mencionar lo que ocurre en países vecinos, como Alemania o Francia, se combinan mecanismos judiciales y administrativos al mismo tiempo.

Respecto a las potestades que desarrolla, hay que destacar lo que en jerga se llama *early intervention tools,* o instrumentos de intervención inmediata, los cuales son utilizados por la administración para evitar daños mayores.

Por último, la asunción de consecuencias tras la liquidación administrativa de una entidad, y tras la crisis, acaecida en el año 2007-2016, ha llevado al convencimiento de que el *bail-in* (ver página 69) debía ser la solución más adecuada [501] . Todo esto es consecuencia del funcionamiento de los servicios públicos[502] y del desarrollo efectivo y la sensibilidad social de cada época.

---

[501] LAGUNA DE PAZ, J. C., *Derecho Administrativo Económico*, *op. cit*., pp. 285-290.

[502] GARCÍA DE ENTERRÍA, E., y FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, T. R., *Curso de Derecho Administrativo. Vol. II*. Civitas Thomson Reuters, Pamplona, 2015, p. 395.

8.7. DERIVACIONES HACIA EL DERECHO PÚBLICO OCASIONADAS POR EL INCUMPLIMIENTO DE LA NORMATIVA DE DERECHO PRIVADO

El incumplimiento del protocolo comercial por parte de las entidades financieras a la hora de realizar los negocios contractuales sobre los que trata este trabajo, es decir, la venta de los productos derivados complejos, ha conllevado la problemática de la incursión, por parte de las entidades, en los problemas judiciales, debido a que éstas han sido demandadas en masa por una ingente cantidad de inversores minoristas, provocado por el incumplimiento de la praxis natural en el tracto contractual.

Esta gran cantidad de demandas judiciales ha generado un aumento del interés en el estudio del derecho procesal y sus consecuencias jurídico-públicas dentro de la normativa privada.

El derecho procesal es un derecho público que, en infinidad de ocasiones, dirime conflictos de carácter privado.

Por lo tanto, debemos distinguir entre contratos de carácter administrativo o público y contratación privada en lo referente a sus efectos prácticas y sobre todo en las fases en las que se divide la actividad propiamente contractual genérica tanto de las entidades financieras como de las entidades del sector público. Éstas últimas se rigen por la Ley de Contratos del Sector Público, la cual no vamos a desarrollar en este trabajo por razones obvias, ya que nos tenemos que centrar en la parte que afecta a la contratación de carácter privado.

Tanto la normativa que afecta a la contratación pública como la que atañe a la contratación privada se dirimen ante los juzgados y tribunales de sus diferentes jurisdicciones, es decir, todo lo que afecta a la contratación pública es conocido por los jueces y tribunales de lo contencioso administrativo y, por contra, lo que atañe a la jurisdicción de carácter privado es conocido por los juzgados de lo civil y lo mercantil.

Solamente en lo referente a la preparación y adjudicación pueden tener raíces comunes, si bien, en lo relativo a los efectos, cumplimiento y extinción, es cuando se da la división de campos siendo objeto de su tratamiento por cada una de sus jurisdicciones particulares.

Con la nueva Ley de Contratos del Sector Público, algunos aspectos relativos a la ejecución y extinción de determinados contratos privados pasaran a someterse

a dicha legislación. Nos referimos a cuestiones especiales de ejecución, modificación, cesión, subcontratación y resolución.

Los principios informadores comunes a todo procedimiento son la legalidad, la irretroactividad, la tipicidad, la responsabilidad o culpabilidad, la proporcionalidad, la prescripción y la concurrencia de sanciones o no bis in ídem. Todo esto viene regulado en los artículos 127 a 133 en el título noveno de la Ley del Régimen Jurídico de las Administración Públicas y del Procedimiento Administrativo Común.

Los últimos principios informadores mencionados se apoyan en la información, tramitación y la estructura del proceso administrativo de imposición de sanciones. Esta estructura garantiza el procedimiento, otorga derechos al presunto responsable, prevé medidas de carácter provisional y, por supuesto, otorga siempre la presunción de inocencia y resolución del conflicto. Esto está regulado en los artículos 134 a 138, en el título noveno de la Ley previamente mencionada.

Estos principios son comunes y adquieren carácter de obligación a los que debe someterse la administración de justicia al ejercitar la potestad sancionadora independientemente de que su receptor sea un sujeto público o privado[503].

La resolución de los conflictos viene dada por los juzgados y tribunales de nuestro país. En el caso que estamos tratando, podemos hablar de dos tipos de conflictos:

- Los que podríamos llamar intersubjetivos, que surgen como consecuencia de la vulneración de los derechos subjetivos que pertenecen al ámbito estrictamente privado de los sujetos que han visto sus derechos conculcados, como por ejemplo el derecho de propiedad o cualquier otro derecho de carácter real. Este tipo de conflicto es el que nos atañe, ya que el perjuicio ocasionado en el derecho de los inversores retail pertenecería a este tipo de conflictos.

[503] GARBERÍ LLOBREGAT, J., Derecho Administrativo Sancionador Práctico. Volumen I: Práctica del Procedimiento Administrativo Sancionador Común, Bosch, Barcelona, 2012, pp. 43-44.

Este tipo de conflicto tiene carácter disponible, o lo que es lo mismo, puede ser conciliado a través de la ley y es el que incide sobre la pérdida patrimonial sufrida por los pequeños inversores. Ésta es ocasionada por el quebranto económico que ha producido la mala praxis contractual de las entidades financieras.

- El conflicto de carácter social, que se caracteriza por la trasgresión de bienes cuyo interés es social y que la propia sociedad ha estimado dignos de la máxima protección. Este tipo de conflictos están caracterizados, a diferencia de los anteriores, por su indisponibilidad o no conciliación, debido a que entran dentro de la órbita de los derechos fundamentales de las personas, por lo que tienen un carácter natural e inalienable. Se rigen por la normativa de derecho público[504].

8.8. EL PROCESO DE LA HETEROCOMPOSICIÓN EN EL ÁMBITO DEL DERECHO BANCARIO

El texto considera con bastante rigor este tipo de procedimiento heterocompositivo frente al autocompositivo, del cual diremos que es una metodología poco habitual en la resolución de los conflictos tratados en este trabajo, los generados entre entidades e inversores minoristas. La autocomposición, además de ser un método lícito, consiste en que las propias partes ponen fin al conflicto intersubjetivo causado por una de ellas de manera pacífica, a través de un acuerdo de voluntades.

Volviendo al método heterocompositivo, destacaremos que ha sido un método muy habitual en casos similares al que estamos tratando en este trabajo. Para ejemplificar esto, mencionaremos los conflictos ocasionados por las participaciones preferentes. Muchos de estos casos se resolvieron con la aplicación de las fórmulas heterocompositivas determinadas por el arbitraje y el procedimiento. Por lo tanto, este método resolutivo consiste en la actuación de una

---

[504] GIMENO SENDRA, V., *Manual de Derecho Procesal Penal*, Castillo de Luna, Ediciones Jurídicas, Madrid, 2009, p. 23.

tercera parte, ya sea contratada o por razón de su oficio, que se encarga de poner fin al conflicto a través de una resolución dictada y definitiva.

Como bien explica el profesor Gimeno Sendra, tanto el arbitraje como el procedimiento ensamblan sus raíces en los tiempos de la alta República Romana y, ya por aquel entonces, el proceso se asemejaba a un arbitraje, ya que las partes estaban obligadas a concertar en la fase apud iudicem[505] el contrato de la litis contestatio[506] y en virtud del cual se comprometían a someterse a la autoridad del tribunal, cumpliendo la ulterior sentencia por aquél dictada[507].

Posteriormente, con el fortalecimiento del estado romano, junto con el advenimiento del imperio, la ejecución de las sentencias dictadas dejó de cumplirse no como consecuencia de la suscripción del contrato o autoridad del pretor, sino por la propia potestad o imperium del aparato coactivo del propio Estado.

Por lo tanto, y ya refiriéndonos al tiempo actual, inferimos que el proceso siempre va unido a la existencia del Estado, con lo que, si no fuera por esta existencia, irremediablemente no existiría ni jurisprudencia ni proceso, habiendo

---

[505] Fase Apud Iudicem: este procedimiento "está dominado por los principios de la audiencia de las dos partes, oralidad, inmediación y publicidad" en DAZA MARTÍNEZ, J., y RODRÍGUEZ ENNES, L., *Instituciones de Derecho Privado Romano*, Tirant Lo Blanch, Madrid, 2009, p. 141).

[506] Litis contestatio: formulación o definición del proceso. Debe su nombre, según Sexto Pompello Festo, autor romano que escribió un epítome de 20 volúmenes llamado "De Significatione Verborum", al llamamiento solemne de los testigos, que antiguamente hacían las partes para que diesen fe del acto. Las partes implicadas en el proceso proponían una serie de testigos, ya que éstas debían de someterse, de manera solemne, a la decisión del juzgador. Técnicamente, la Litis contestatio es considerada un contrato de carácter formal concluido entre las partes implicadas en el proceso, que consiste en la entrega de un escrito que contiene la fórmula en presencia de testigos, y así someterse las partes a la futura sentencia de un juez (en DAZA MARTÍNEZ, J., y RODRÍGUEZ ENNES, L., *Instituciones de Derecho Privado Romano*, *op. cit*., p. 141).

[507] GIMENO SENDRA, V., Manual de Derecho Procesal Penal, op. cit., p. 24.

de acudir las partes a soluciones de carácter autodefensivo, autocompositivo o meramente arbitrales.

A diferencia de lo que se pudiera pensar, ni arbitraje ni proceso constituyen, en el ámbito del derecho privado, fórmulas excluyentes, más bien al contrario, ya que albergan un carácter complementario.

El arbitraje, debido a factores exógenos como la lentitud en algunos tribunales, provocada por la sobrecarga de trabajo de estos, se ha impuesto al proceso, aconsejado por el propio Estado, testigo de dicha sobrecarga. Por lo tanto, se ha potenciado este equivalente jurisdiccional, forma en la que se ha denominado al arbitraje, llegando a tal arraigo que, hoy en día, los laudos arbitrales no sólo gozan de los mismos efectos y garantías que una sentencia dictada por un órgano jurisdiccional común, sino que además se emiten en un período más corto de tiempo.[508]

8.9. GARANTÍAS PROCESALES Y POSIBLES DERIVACIONES HACIA EL DERECHO PÚBLICO EN CASOS DE DERECHO PRIVADO

Como hemos mencionado previamente acerca de la implicación del derecho público en el derecho privado, trataremos, de manera somera, las garantías y sus posibles derivaciones, como bien indica el título de este apartado.

Según el artículo 24.2 de nuestra Constitución se contempla el derecho a un proceso con plenas garantías para todos los actores implicados en el marco del procedimiento. En palabras del profesor Gimeno Sendra [509], el Tribunal Constitucional ha otorgado la condición de "cajón de sastre" a este precepto en el que encuentran o tienen cabida todos y cada uno de los derechos fundamentales que puedan ser subsumidos, haciendo especial hincapié en el derecho a la tutela judicial efectiva, al derecho de defensa y al derecho a la presunción de inocencia.

---

[508] GIMENO SENDRA, V., *Introducción al Derecho Procesal*, Castillo de Luna, Ediciones Jurídicas, Madrid, 2014.

[509] GIMENO SENDRA, V., Manual de Derecho Procesal Penal, op. cit., p. 75.

En los últimos tiempos, desde los años 2010-2011, el Tribunal Constitucional ha incidido en otra tanda de derechos fundamentales, debido al cambio de las circunstancias que afectan a la sociedad y, por ende, a los diferentes tipos de negocios. Nos referimos a derechos como el secreto de las comunicaciones, escuchas ilegales o, por ejemplo, y como prueba más reciente, la no condena, en segunda instancia, debido a una nueva valoración de pruebas de carácter personal[510].

Las garantías procesales se llevarán a cabo en función de las áreas de actuación en las que se encuadre el procedimiento. Por lo tanto, las que sean de carácter administrativo se ejercerán mediante el proceso establecido en el Real Decreto 1398/1993 de 4 de agosto, por el que se aprueba el reglamento del procedimiento para el ejercicio de la potestad sancionadora.

Según la Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas y en la Ley 40/2015, de 1 de octubre, de Régimen Jurídico del Sector Público, que vienen a sustituir a la antigua Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común, actualmente derogada.

La Ley 30/1992 de 26 de noviembre de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común, actualmente ya derogada, en su artículo 134, destacaba un precepto de suma importancia, el cual indicaba que "el ejercicio de la potestad sancionadora requerirá procedimiento legal o reglamentariamente establecido" "en ningún caso se podrá imponer una sanción sin que se haya tramitado el necesario procedimiento"[511]. Actualmente una de las dos leyes que la sustituye, la Ley 40/2015, de 1 de octubre, de Régimen Jurídico del Sector Público, trata también sobre este tema, potestad sancionadora, en su capítulo III (artículos 25 y siguientes).

---

[510] GIMENO SENDRA, V., Manual de Derecho Procesal Penal, op. cit., p. 75.

[511] GARBERÍ LLOBREGAT, J., Derecho Administrativo Sancionador Práctico. Volumen I: Práctica del Procedimiento Administrativo Sancionador Común, op. cit., p. 55.

El cauce normativo a través del cual el gobierno hizo efectivas dichas previsiones fue el Real Decreto 1398/1993 de 4 de agosto, anteriormente mencionado.

8.10. ANÁLISIS DE UN CASO PARTICULAR: CESIÓN DE CRÉDITO DERIVADA DE UN CONTRATO ADMINISTRATIVO. DERECHO BANCARIO VS. DERECHO ADMINISTRATIVO

Para determinar la competencia objetiva de determinados casos específicos como el que nos ocupa, a saber, la reclamación de un crédito nacido de un contrato administrativo a favor de un particular y, a su vez, cedido por este último a un tercero, como por ejemplo la reclamación del importe de una certificación de obra endosada a un tercero (demandante) por el particular que contrató con la administración, acudiremos a la jurisprudencia, que de manera clara y sin ambages, establece la competencia clara de los tribunales civiles sobre los de contencioso administrativo.

Esto es debido a la propia naturaleza que emana del litigio, ya que aunque ésta y sus efectos surgen de la propia jurisdicción de lo contencioso administrativo en la medida en que es un contrato de obra pública y se debería regir por las normas correspondientes a esa rama del derecho, los efectos que prevalecen son los de la propia cesión del crédito, como consecuencia del endoso al que nos hemos referido y cuyo objeto es una reclamación fundamentada en la titularidad derivada de la propia cesión.

Es por ello, y en consecuencia, que se tendrán que aplicar las normas del capítulo séptimo del título cuarto del libro cuarto de nuestro Código Civil en el que se trata sobre los créditos y demás derechos incorporales.

Aun siendo el contrato de obra celebrado entre una administración pública y el contratista, siendo en este caso el endosante de las certificaciones de pago, y esta circunstancia esté contemplada en el pliego de condiciones de la contratación, documento de carácter administrativo, y su carácter esté estrictamente limitado a una simple autorización también administrativa o de gestión de cobro, es sobresaliente el carácter estrictamente privado de esta cuestión en litigio, pues la oponibilidad de lo anteriormente estipulado frente al contratista o endosatario,

afecta a la legitimación de la entidad que demanda y después a la viabilidad en una reclamación que se ha de ventilar a través de derecho privado.

Otro ejemplo más sería el caso de un contrato de obra, en el que el Ayuntamiento es el propietario de la obra, la jurisprudencia es clara al respecto, afirmando que 'la jurisdicción competente es la civil, porque el contrato de obra tiene naturaleza jurídica intrínsecamente de Derecho civil, la entidad pública que contrata actúa como persona jurídica de derecho civil y, en todo caso, el pago del precio del contrato de obra es de naturaleza puramente civil".

8.11. VENTA DE PARTICIPACIONES ACCIONARIALES: ÁMBITO COMPETENCIAL DERIVADO DE UNA CONTROVERSIA

Aclararemos que, en estos casos específicos, y de acuerdo al imperativo constitucional contemplado en nuestra Carta Magna, en su artículo 106.1, se salvaguarda el interés general y se ha de servir con objetividad y sometimiento pleno a la ley y al derecho.

Respecto a lo anteriormente mencionado, que podemos considerar de carácter general para cualquier tipo de procedimiento, en la Ley Orgánica del Poder Judicial, en su artículo 86 ter 2, queda dispuesto lo relativo a ciertas competencias cuando se trata de casos de derecho mercantil, aseverando que serán los juzgados de dicha disciplina los que conocerán, incluso, de determinados casos que pudieran ser abarcados por el orden jurisdiccional civil cuando estos se promuevan al amparo de la normativa reguladora de sociedades mercantil y cooperativas[512].

Otro ejemplo en el que se puede observar con claridad la competencia de los juzgados de lo mercantil sería en los casos de impugnación de acuerdos sociales. En clara argumentación de lo hasta ahora expuesto, la Sentencia del Tribunal Supremo 817/2012 de 15 de enero RJ 2013/1818 dice "a estos efectos, y por virtud de la expresa remisión contenida en el artículo 63.1 del texto refundido de la ley de sociedades anónimas, la normativa general de sociedades anónimas queda

[512] CORDÓN MORENO, F., Cuestiones procesales prácticas. Respuesta de los tribunales a 333 cuestiones planteadas en el ámbito del proceso civil, Thomson Reuters Aranzadi, Pamplona, 2016, p. 95

integrada por la previsión específica contenida en los estatutos de la sociedad, de tal forma que la competencia para conocer de una demanda en la que se ejercitan acciones al amparo de esta normativa corresponde a los juzgados de lo mercantil".

Es por ello que queda meridianamente claro que determinadas controversias de carácter privado como la impugnación de acuerdos sociales, conflictos en casos de ventas accionariales, etc. serán competencia del derecho mercantil[513].

8.12. PROYECCIÓN PÚBLICA FRENTE A LA PROYECCIÓN PRIVADA DE LA RESPONSABILIDAD DE LA PERSONA JURÍDICA EN LA COMERCIALIZACIÓN DE PRODUCTOS BANCARIOS. MECANISMOS DE RESOLUCIÓN

Esta responsabilidad en la comercialización por parte de la persona jurídica que estamos tratando en este trabajo se erige como un punto de convergencia entre las esferas tanto del derecho público como del derecho privado, revelando una especie de naturaleza híbrida de dicha actividad. Las entidades bancarias, en cuanto a sujetos privados que operan en un sector regulado, lógicamente de carácter público desarrollan cierta función dual, a saber, actúan como operadores económicos, estableciendo relaciones contractuales con sus clientes y participan en la realización de fines de interés general vinculados a la estabilidad del sistema financiero, protección del ahorrador y confianza en los mercados[514]. Esta doble condición nos revela que la labor y la responsabilidad de dichas entidades no sólo se encuadra en la lógica contractual privada, sino que queda sujeta a las exigencias de control, transparencia y disciplina propias del sector público.

Sin embargo, cuando la conducta de la entidad transciende de la esfera contractual privada, afectando a intereses colectivos, institucionales, etc., la respuesta jurídica también adquiere una dimensión pública. En este caso, el propio

---

[513] ÁLVAREZ SÁNCHEZ DE MOVELLÁN, P., *Estudios sobre el proceso de impugnación de acuerdos sociales*, Dykinson, Madrid, 2015, p. 116.

[514] LARA ORTIZ, M. L., ***Regulación bancaria. Responsabilidad social versus responsabilidad patrimonial***. Tirant lo Blanch, Valencia, 2024, pp. 45–67.

derecho público se impone como garante del orden económico y de la integridad del sistema financiero, configurando una responsabilidad de carácter sancionador, preventivo y ejemplar[515]. Si bien es cierto que esto irá contra la propia entidad privada ya que en estos casos el estado carece de este tipo de responsabilidad.

La coexistencia entre ambos regímenes, público y privado genera tensiones de carácter económico, ocasionando que el derecho privado a través de una persona jurídica responda tanto frente a particulares como al ordenamiento en su conjunto, asumiendo las penas correspondientes a la infracción realizada[516]. Podíamos hablar de mecanismos de resolución de conflictos, no sólo autocompositivos en los casos que así se determine como los heterocompositivos, siendo estos más característicos del derecho público en los que intervendría una autoridad administrativa.

Por tanto, podríamos concluir este punto, a modo de resumen, diciendo que la responsabilidad de la persona jurídica en la confluencia del derecho público debe ser entendida también como una categoría integradora en la que confluyen tanto la tutela individual como la protección institucional y las responsabilidades por parte de la persona jurídica de las consecuencias que esto conlleve[517].

---

[515] PEMAN GAVÍN, J. M., ***Derecho sancionador bancario. El régimen sancionador de las entidades supervisadas por el Banco de España.*** Iustel, Madrid, 2022, pp. 91–115.

[516] ERCILLA GARCÍA, J., NIEVAS GÓMEZ, E., y VERDUGO MUÑOZ, J. M., ***Manual sobre Derecho bancario y consumidores***. Colex Ediciones, A Coruña, 2021, pp. 132–147.

[517] RODERO VICENTE, F. M., ***Responsabilidad jurídica de las entidades de crédito por la venta de participaciones preferentes, op. cit.***, pp. 201–220.

IX – RESPONSABILIDAD DE LA PERSONA JURÍDICA Y COMPLIANCE PENAL

IX. RESPONSABILIDAD DE LA PERSONA JURÍDICA Y COMPLIANCE

9.1. CONSIDERACIONES GENERALES ACERCA DE LA RESPONSABILIDAD DE LAS PERSONAS JURÍDICAS EN EL TRACTO MERCANTIL

Iniciaremos este apartado haciendo una somera referencia al origen semántico de la palabra responsabilidad. La responsabilidad es un deber jurídico que incumbe a un sujeto o individuo susceptible de responsabilidad y de ser imputable al igual que de ostentar la capacidad de responder de cualquier hecho, ya sea lícito o ilícito, que genere responsabilidad y responder por él, al igual que de sufrir sus consecuencias jurídicas[518].

Antes de la reforma del Código Penal del 2010 se dejó a un lado el famoso brocardo latino *societas delinquere non potest*, incorporando al nuevo modelo el poder sancionar a las personas jurídicas[519]. De igual manera el profesor Mir Puig sostiene que "en nuestro Derecho Penal el delito deba ser obra del ser humano, no se debe a razones ontológicas ni a la naturaleza de las cosas sino a una decisión del derecho positivo"[520].

Otra acepción es la que considera responsabilidad como la capacidad de derechos que existe en todo sujeto activo, para reconocer y aceptar las consecuencias de un hecho o acción realizado de manera libre y consciente[521].

La teoría tradicional del delito, que se viene construyendo sobre la base de la conducta de los agentes individuales ocasiona obstáculos cuando se trata de aplicar a una persona jurídica. Es por ello que se adicionan sanciones de carácter administrativo con severas consecuencias para tratar de suplir la carencia que

---

[518] VARIOS AUTORES., *Diccionario básico jurídico*, Comares, Granada, 2004, p. 477.

[519] GÓMEZ TOMILLO, M., Introducción a la responsabilidad penal de las personas jurídicas. Aranzadi, Cizur Menor, 2015, p. 19.

[520] MIR PUIG, S., *Derecho Penal. Parte General.* Editorial Reppertor, Barcelona, 2008, p. 72.

[521] REAL ACADEMIA ESPAÑOLA., *Diccionario de la lengua española*, *op. cit*., p. 1909.

ocasiona la imposibilidad de aplicar sanciones similares a una persona física o a una persona jurídica. Un ejemplo claro de esto es que una persona jurídica no puede entrar en prisión. Quienes afirman o confirman la necesidad político-criminal de imponer consecuencias jurídico-penales a una persona jurídica lo hacen sobre tres líneas argumentales, a saber: la primera es que en ocasiones no se puede, o no es posible, sancionar a la persona física en base a la división del trabajo dentro de una corporación, que hace que se difumine la responsabilidad personal; en segundo lugar, en casos específicos en los que una sanción a una persona física sea posible, ésta sería insuficiente para un tipo de criminalidad económica u organizada; en tercer y último lugar, ciertas alternativas para responsabilizar a la propia persona jurídica, como son las sanciones de carácter administrativo, no son adecuadas ni suficientes para la criminalidad que se comete dentro del seno de la actividad de una empresa[522].

Hasta relativamente poco tiempo la responsabilidad en las actuaciones dolosas cometidas por personas físicas, pero en representación de los intereses de sociedades, instituciones, agrupaciones, y un largo etcétera de conglomerados cuya característica fundamental era su condición de persona jurídica, quedaba diluida en la de meros agentes que gestionan el día a día de cualquier sociedad mercantil con personalidad jurídica. Incluso en nuestra Constitución, como se puede ver en la STC 19 de diciembre 1991, queda reflejado el principio de culpabilidad[523].

---

[522] SILVA SÁNCHEZ, J. M., *Fundamentos del Derecho Penal de la Empresa*, Edisofer, Madrid, 2016, pp. 285 y ss.

[523] Nuestra Constitución consagra el principio de culpabilidad. El TC declara que la Constitución española consagra el principio de culpabilidad como principio estructural básico del Derecho Penal, añadiendo que, sin embargo, la consagración constitucional de éste no implica en modo alguno que la Constitución haya convertido en norma un determinado modo de entenderlo (STC 150/1991). Este principio de culpabilidad rige también en materia de infracciones administrativas, pues en la medida en que la sanción de dicha infracción es una de las manifestaciones del ius puniendi del Estado resulta inadmisible en nuestro ordenamiento un régimen de responsabilidad objetiva o sin culpa (STC 76/1990). Incluso el TC califica de «correcto» el principio de la responsabilidad personal por hechos propios. Lo cual no implica que nuestro Derecho Administrativo

Fue la deriva internacional la respuesta al cambio de modelo en la concepción penal de la responsabilidad sobre personas jurídicas[524].

En la actualidad la persona jurídica está plenamente aceptada en el desenvolvimiento del campo empresarial. Actualmente existen una serie de organizaciones supraindividuales en el ámbito de nuestra sociedad y, sobre todo en el tráfico jurídico económico que es lo que nos ocupa en esta tesis. Éstas son consideradas sujetos de pleno derecho en su esfera de actuación. Si esto no fuera así, se convertirían en una especie de entidad amorfa compuesta de seres humanos, condenados a la inactividad y al fracaso. En el Derecho Romano, sin embargo, no se reconocía dicha figura jurídica, debido a la influencia del Derecho Público que tenían[525].

Ya desde principios de siglo pasado y, auspiciado por el Crash del 29, en un Congreso de Derecho Penal celebrado en dicho año en la ciudad de Bucarest, la doctrina jurídica del momento se mostró partidaria de introducir la incriminación de las personas jurídicas en los ordenamientos respectivos de cada país en respuesta a sus posibles actos delictivos.

---

admita la responsabilidad directa de las personas jurídicas, reconociendo su capacidad infractora. Lo cual no implica que en las infracciones administrativas cometidas por personas jurídicas no exista el elemento subjetivo de la culpa, sino que dicho principio se debe aplicar de forma distinta respecto de las personas físicas. Esta conceptualización diferente de la imputabilidad de la autoría de la infracción a la persona jurídica nace de la propia naturaleza de ficción jurídica a la que responden estos sujetos, ya que carecen del elemento volitivo en sentido estricto, pero no la capacidad de infringir las normas a las que están sometidos. (STC 246/1991, de 19 de Diciembre de 1991).

[524] GIMENO BEVIÁ, J., Compliance y proceso penal. El proceso penal de las personas jurídicas, Thomson Reuters, Pamplona, 2016, p. 29.

[525] LASARTE, C., Parte general y derechos de la persona. Principios de Derecho Civil. Editorial Marcial Pons, Madrid, 2018, pp. 302-303.

Como suele ser habitual con muchas iniciativas, finalmente fueron los países de corte anglosajón (Estados Unidos, Inglaterra), los pioneros en consagrar la figura sobre la que estamos hablando.

Nos gustaría recalcar que en este caso ha sido en el derecho positivo, y no en el derecho natural, donde se ha materializado de forma más intensa el desarrollo de la integración de la responsabilidad penal de las personas jurídicas.

En el año 2010, España empieza a formar parte de un elenco de países que abanderan la introducción de la responsabilidad penal de las personas jurídicas en sus ordenamientos[526].

Alguna de las argumentaciones en contra de la no inclusión de dicha responsabilidad resultaba inconsistentes, como el mero hecho de decir que las personas jurídicas carecían de la capacidad de delinquir debido a no tener el sustrato de la imputabilidad que era únicamente atribuible a las personas físicas, lo cual resultaba una evidencia en sí misma, impropia de las mentes jurídicas del momento, dado que en aquel entonces no existía legislación al respecto. Estas afirmaciones conllevan la confirmación de que el derecho pudiese ser una ciencia muerta cuando es justamente todo lo contrario, negando así la innovación venidera.

Son muchos los países de la Unión Europea y, como decíamos anteriormente, sobre todo los de inspiración anglosajona, los que admiten y regulan la responsabilidad criminal de las personas jurídicas, sin que por ello se infrinjan preceptos constitucionales como, por ejemplo, y de forma muy especial, es el de la culpabilidad.

---

[526] BANACLOCHE PALAO, J., ZARZALEJOS NIETO, J., y GÓMEZ-JARA DÍEZ, C., Responsabilidad penal de las personas jurídicas. Aspectos substantivos y procesales, op. cit., p. 27.

La normativa europea obliga a todos los estados miembros a sancionar a las personas jurídicas bien sea por vía penal o vía administrativa[527][528].

La reforma operada por Ley Orgánica 5/2010 derivó en la Circular 1/2011 de la Fiscalía General del Estado, sustentada en un estudio del Instituto *Max-Planck-Institut für Ausländisches und Internationales Strafrecht* (Instituto Max-Planck para el Derecho Penal Extranjero e Internacional). Este estudio puso de relieve que ya entre los años 1974 y 1985, más del 80% de los delitos susceptibles de ser encuadrados en lo que se ha dado en llamar el Derecho penal económico, se cometían a través de empresas[529].

Como bien señala dicha circular, con la introducción de la responsabilidad penal de las personas jurídicas se dota al Estado de unos mecanismos más eficaces frente al futuro criminógeno derivado del incorrecto funcionamiento doloso o culposo de las distintos tipos societarios favorecedores de males que revisten una enorme gravedad contra la sociedad.

El régimen legal queda establecido en los artículos 31 bis y siguientes del nuevo Código Penal reformado por la Ley Orgánica 1/2015 de 30 de marzo, destacando el artículo 31 bis, que define la plena responsabilidad de los tipos societarios[530].

---

[527] MEMENTO EXPERTO FRANCIS LEFEVRE., *Responsabilidad penal y procesal de las personas jurídicas*. Lefevre El Derecho, Madrid, 2015, p. 7.

[528] MEMENTO PRÁCTICO FRANCIS LEFEVRE., *Procesal Civil*. Lefevre El Derecho, Madrid, 2016.

[529] CIRCULAR 1/2011, relativa a la responsabilidad penal de las personas jurídicas conforme a la reforma del código penal efectuada por Ley Orgánica 5/2010, pág. 4.

[530] El artículo 31 de la Ley Orgánica 1/2015, de 30 de marzo, por la que se modifica la Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal, establece:

a) De los delitos cometidos en nombre o por cuenta de las personas jurídicas, y en su beneficio directo o indirecto, por sus representantes legales o por aquellos que actuando individualmente o como integrantes de un órgano de la persona jurídica, están autorizados

En el ámbito de las personas jurídicas excluidas de responsabilidad podríamos encontrar a las que componen la administración pública, incluyendo al propio Estado, a los organismos reguladores, agencias y entidades públicas empresariales, partidos políticos y sindicatos, todas las organizaciones de carácter internacional de derecho público, sociedades o empresas públicas.

Para el caso relativo a productos de carácter financiero, cuyo elemento más destacado es que en muchas ocasiones pertenecen a sociedades o personas jurídicas ubicadas en el extranjero, pero con base de operaciones o sucursales sin personalidad jurídica en territorio nacional, el ordenamiento español podría optar por diversas posibilidades[531]: una sería aplicar el artículo 129 accesoriamente a la responsabilidad penal de una persona física o recurriendo a la extensa utilización del principio de ubicuidad en nuestra jurisprudencia e imputarle así a dicha sociedad extranjera el delito que ha cometido en España[532]. En este caso, es obvio, que no cabe la extradición, pero la amplia cooperación judicial, junto con las

---

para tomar decisiones en nombre de la persona jurídica u ostentan facultades de organización y control de la misma.

b) De los delitos cometidos, en el ejercicio de actividades sociales y por cuenta y en beneficio directo o indirecto de las mismas, por quienes, estando sometidos a la autoridad de las personas físicas mencionadas en el párrafo anterior, han podido realizar los hechos por haberse incumplido gravemente por aquéllos los deberes de supervisión, vigilancia y control de su actividad atendidas las concretas circunstancias del caso.

[531] BAJO FERNÁNDEZ, M., FEIJOO SÁNCHEZ, B., y GÓMEZ-JARA DÍEZ, C., *Tratado de responsabilidad penal de las personas jurídicas*, Thomson Reuters, Pamplona, 2012, p. 58.

[532] El apartado 1 del artículo 129 indica textualmente:

"En caso de delitos cometidos en el seno, con la colaboración, a través o por medio de empresas, organizaciones, grupos o cualquier otra clase de entidades o agrupaciones de personas que, por carecer de personalidad jurídica, no estén comprendidas en el artículo 31 bis, el juez o tribunal podrá imponer motivadamente a dichas empresas, organizaciones, grupos, entidades o agrupaciones una o varias consecuencias accesorias a la pena que corresponda al autor del delito, con el contenido previsto en las letras c) a g) del apartado 7 del artículo 33. Podrá también acordar la prohibición definitiva de llevar a cabo cualquier actividad, aunque sea lícita."

comisiones rogatorias, son un buen método en estos momentos para llevar la instrucción a cabo. De igual manera, y de forma posterior, se podría condenar en ausencia a la persona jurídica, siempre que las penas no excedan de cinco años, ya que claramente no se podrá condenar a privación de libertad a una persona jurídica, sí será de aplicación penas de una gravedad considerable. El carácter de estas penas podría ser multas de cuantías importantes, que sí se podrían ejecutar en España por una Ley 1/2008 de 4 de diciembre relativa a la ejecución en la Unión Europea de resoluciones que impongan sanciones pecuniarias. También podrían ser penas relativas a la suspensión o prohibición de actividades, clausura de locales o establecimientos e, indudablemente, de inhabilitación que sí podrían ser ejecutadas en territorio nacional a la sucursal aquí enclavada.

La siguiente tabla resume el catálogo de delitos aplicables a las personas jurídicas[533]

Figura 2. Catálogo de delitos aplicables a las personas jurídicas Circular 1/2011

Delito	Artículo del Código Penal
Tráfico ilegal de órganos	156 bis
Trata de seres humanos	177 bis
Delitos relativos a la prostitución y la corrupción de menores	189 bis
Delitos contra la intimidad y allanamiento informático	197
Estafas y fraudes del artículo 251	251 bis
Insolvencias punibles	261 bis
Daños informáticos	264
Delitos contra la propiedad intelectual e industrial, el mercado y los consumidores	288
Blanqueo de capitales	302
Delitos contra la Hacienda Pública y la Seguridad Social	310 bis
Delitos contra los derechos de los ciudadanos extranjeros	318 bis
Delitos de construcción, edificación o urbanización ilegal	319
Delitos contra el medio ambiente	327, 328
Delitos relativos a la energía nuclear y a las radiaciones ionizantes	343
Delitos de riesgo provocado por explosivos	348
Delitos contra la salud pública en la modalidad de tráfico de drogas	369 bis
Falsedad en medios de pago	399 bis
Cohecho	427
Tráfico de influencias	430
Corrupción de funcionario extranjero	445
Financiación del terrorismo	576 bis

Fuente Original: Circular 1/2011

[533] CIRCULAR 1/2011 relativa a la responsabilidad penal de las personas jurídicas conforme a la reforma del código penal efectuada por Ley Orgánica 5/2010, p. 56.

9.2. FUNDAMENTACIÓN SOBRE LA CUESTIÓN DE LA RESPONSABILIDAD DE LAS PERSONAS JURÍDICAS EN NUESTRO DERECHO SANCIONADOR

Como cualquier sujeto perteneciente a una ciencia viva como, en este caso, es el derecho, el tema específico de la responsabilidad se ha ido modificando a lo largo del siglo XX y continúa haciéndolo en este siglo XXI.

El fundamento de la responsabilidad se ha ido alejando de la persona física, concretamente de sus actuaciones particulares, en detrimento de la persona jurídica que, a su vez, se ha visto descargada de la responsabilidad de las actuaciones ilícitas cometidas en nombre de un ente empresarial al que representa, ya sea éste una Sociedad Limitada o una Sociedad Anónima. Podríamos decir que esto se debe a ciertos defectos organizativos de la propia persona jurídica, los cuales son achacables a la mayor importancia que la cultura empresarial concede al concepto de incumplimiento de la legalidad establecido en su propio ámbito de actuación.

A principios del siglo XX, la responsabilidad jurídica se basaba en teorías de la representación que imperaban en dicha época, importándose modelos propios del Derecho Civil del momento que hacían a las personas jurídicas responsables penales de determinadas actuaciones ilícitas. Por el contrario, en el siglo XXI, la fundamentación de la responsabilidad pasa por los dictados de ciertas teorías organizativas de carácter empresarial, que serán reguladas por una nueva disciplina llamada Compliance o cumplimiento normativo. Esta disciplina está adquiriendo, dentro del organigrama empresarial de cada sociedad, una mayor visibilidad y relevancia con el paso del tiempo.

Serán ciertos elementos del derecho penal y no los de relevancia jurídico-civil, los que se acerquen a la búsqueda de la responsabilidad penal propia de la persona jurídica en disonancia con la de la persona física.

En nuestro país, hemos evolucionado desde lo anteriormente expuesto hasta las nuevas prácticas del cumplimiento normativo o Compliance y el nuevo concepto de ciudadanía corporativa, del que hemos hablado anteriormente.

Nuestro ordenamiento ha dejado atrás ciertas teorías penales ya anquilosadas y arcaicas como ciertas teorías de la representación. Un ejemplo de ellas es la enunciada por el jurista austriaco Von Listzs en la cual defendía la importancia de la intencionalidad sobre la consumación del hecho delictivo.

9.3. LA RESPONSABILIDAD JURÍDICA: CRITERIOS DE ATRIBUCIÓN

La exigencia de responsabilidad penal a las personas jurídicas viene requiriendo de varios elementos que a continuación expondremos de manera sucinta.

Uno de estos elementos es que el delito por el que deberían responder haya sido cometido por representantes legales o administradores de hecho o de derecho en el propio nombre de la empresa o, por el contrario, que dicho delito haya sido cometido por uno o varios empleados de la propia empresa en nombre y por cuenta de aquella, siempre en el ejercicio de su actividad profesional.

Como hemos mencionado anteriormente, hay que tener en cuenta que la empresa quedará exenta de dicha responsabilidad, a pesar de las dos aclaraciones anteriores, siempre que los propios representantes legales hayan ejercido un control adecuado en el marco del ejercicio del cumplimiento normativo o Compliance.

Por ello, la presencia de una buena ejecución del Compliance Officer para una oportuna exoneración de cualquier tipo de mala conducta llevada a cabo por agentes internos.

Mencionaremos, como condiciones de exoneración de la responsabilidad de la persona jurídica, una eficaz puesta en práctica a través del órgano administrativo encargado del Compliance o cumplimiento dentro de dicha empresa y de los modelos organizativos y de gestión que incluyan las medidas adecuadas encaminadas a la evasión de la comisión de infracciones o delitos; control, vigilancia y, por supuesto, respeto al modelo de prevención vigente, por parte de algún órgano o persona de la estructura interna de dicha empresa, designados para la vigilancia y el cumplimiento eficaz de los controles de la que es titular.

Para que los modelos de gestión y organización sean eficaces, se deben de cumplir condiciones como que la identificación de las actividades que desemboquen en delitos o faltas estén perfectamente delimitadas, una concreción clara de los protocolos que especifican los procesos de formación de la voluntad de la persona jurídica, dentro de la toma de decisiones para atajar el delito o la falta, así como la ejecución de sus penas si fuera necesario.

De igual manera, es muy importante la disponibilidad de los recursos materiales, ya sean financieros o humanos, encaminados a la evasión del delito.

También es vital la continua información al organismo responsable de la vigilancia, así como la puesta en práctica del sistema disciplinario que enumera las sanciones y la verificación periódica de dicho procedimiento.

Si finalmente, y tras todos los procesos anteriormente citados, la empresa incurriese en responsabilidad penal, se le podría imponer sanción pecuniaria e, incluso, el cese de la actividad, según el artículo 33.7 de nuestro Código Penal, en el que se contempla la propia disolución de la personalidad jurídica. Los Tribunales de Justicia también podrán imponer otro tipo de sanciones, al margen de las contempladas en el artículo 33.7 del Código Penal como, por ejemplo, la prohibición a recibir crédito por parte de las entidades financieras o de crédito, la bajada del precio de sus acciones, lo que causaría un daño reputacional y de prestigio ante clientes y proveedores, así como una mala imagen social[534].

9.4. DELITOS SOCIETARIOS Y SU TRATAMIENTO EN EL CÓDIGO PENAL

En nuestro Código Penal vienen recogidos los delitos societarios en el capítulo XIII, en los artículos 290 y siguientes. Desde el año 2014 disponemos en nuestro país de la experiencia debida a la presencia y condena de personas jurídicas como autoras de delitos de carácter societario, por parte de órganos jurisdiccionales, en numerosas sentencias, como por ejemplo, la dictada por la Sección Primera de la Audiencia Nacional, 51/1014 de 17 de noviembre, por tráfico de estupefacientes, y en la cual disuelve dos personas jurídicas implicadas,

---

[534] MARISCAL & ABOGADOS ASOCIADOS. "La importancia del *compliance* y la prevención de riesgos corporativos." *Mariscal & Abogados Asociados*, 26 de mayo de 2018. Disponible en: https://www.mariscal-abogados.es/la-importancia-del-compliance-y-la-prevencion-de-riesgos-corporativos/ [consultado el 26 de mayo de 2018].

prohibiéndolas realizar todo tipo de actividades en suelo español, en los cinco años siguientes a su publicación[535].

Como venimos reseñando en este trabajo, hasta el año 2010 las personas jurídicas sufrían las consecuencias por la comisión de un delito según lo contenido en el artículo 129 del Código Penal, pero fue a partir de ese momento donde el axioma "societas delinquere non potest" ha quedado en entredicho[536]. Por tanto, la persona física pierde la absoluta exclusividad como sujeto responsable de delitos.

Nuestro Derecho Penal ha ido asumiendo hasta nuestros días una dirección cuyo contenido ético es mayor, al igual que una responsabilidad hacia lo público o colectivo de mayor envergadura[537]. Por tanto, los aspectos de la responsabilidad social y corporativa reflejados en nuestro Código Penal han pasado a su vez a formar de los códigos de "Compliance" o buen gobierno de las grandes corporaciones. En otros países como Italia y Alemania aún se mantiene una responsabilidad de carácter administrativa, que no penal, para con las personas jurídicas o corporaciones[538].

Según el profesor Silva Sánchez, un estado poco intervencionista tiende a trasladar la responsabilidad de las personas jurídicas al ámbito de las normas penales[539].

---

[535] FEIJOO SÁNCHEZ, B., *El delito corporativo en el Código Penal español*. Editorial Civitas, Pamplona, 2016, p. 17.

[536] GÓMEZ MARTÍN, V., "Falsa alarma o sobre por qué la Ley orgánica 5/2010 no deroga el principio "societas delinquere non potest"", en MIR PUIG, S (Coord.), *Garantías constitucionales y Derecho penal europeo*, Marcial Pons, Madrid, 2012, pp. 209 y ss.

[537] NIETO MARTÍN, A., "El programa político-criminal del corporate government". Derecho Penal de la Empresa y Gobierno Corporativo". *Revista de Derecho y Proceso Penal*, 2004, p. 218.

[538] FEIJOO SÁNCHEZ, B., El delito corporativo en el Código Penal español, op. cit. p. 26.

[539] SILVA SÁNCHEZ, J. M., "Autonomía elemental como auto-normatividad (reflexiones veraniegas intemporales)." *InDret. Revista para el Análisis del Derecho*, julio de 2019. Disponible en: http://www.indret.com/pdf/editorial_indret_julio_2019.pdf [consultado el 15 de octubre de 2025].

Como hemos mencionado anteriormente, en el año 2010 a través de una una ley orgánica, Ley Orgánica 5/2010 de 22 de junio, se introdujo en nuestro ordenamiento la responsabilidad penal de la personalidad jurídica debido al avance de la criminalidad empresarial y de las necesidades de dar una respuesta contundente, eficaz y a la vez adecuada a dicho modelo.

Según lo expuesto en la Circular 1/2016, de 22 de enero sobre la responsabilidad penal de las personas jurídicas, esta incorporación se ha ido haciendo de forma gradual pero muy detalladamente a través del artículo 31 bis de nuestro Código Penal, que se ha visto completado con las disposiciones de los artículos 33.7, relativo a las penas imponibles a las personas jurídicas; el 50.3.4, referente a las extensión y cuota diaria a las penas de multa impuestas a dichas personas jurídicas; el 53.5 que hace referencia a la posibilidad de un pago fraccionado de dichas penas por parte de la persona jurídica; al 52.4 que alude a las multas sustitutivas de la multa proporcional en caso de que la cantidad inicial a pagar no sea posible calcularla por parte de las autoridades correspondientes, debido a una posible opacidad por parte de la empresa; el 66 bis, el cual trata el caso de la determinación de la pena aplicable y, por último, el 116.3 en el que se trata el menos no menos importante de la responsabilidad civil y el 130.2 en el que se consideran los diferentes supuestos de transformación, fusión, absorción o escisión, dejando claro que dichas circunstancias no extinguen la responsabilidad criminal de una persona jurídica.

9.5. BREVE COMPARATIVA ENTRE LA CIRCULAR 1/2011 Y LA CIRCULAR 1/2016 DE LA FISCALÍA GENERAL DEL ESTADO

La finalidad de ambas circulares fue la interpretación y la introducción de la responsabilidad penal de la persona jurídica. La primera circular tuvo como finalidad la transposición en nuestro código penal de la reforma inicial operada por Ley Orgánica 5/2010. El objeto o base normativa fundamental fue la interpretación y la implementación del nuevo art. 31 bis de nuestro Código penal y el resto de artículos correlacionados como son el 66 bis, el 129, 130, 33.7, siendo éste último el que determina las penas aplicables a la persona jurídica.

Por tanto, con esta primera actuación legislativa el derecho español ya deja atrás el brocardo latino que describía societas delinquere non potest o lo que viene siendo igual a la persona jurídica no puede delinquir.

La Circular 1/2011, dictada por la Fiscalía General del Estado, tiene por objeto interpretar la introducción de la responsabilidad penal de las personas jurídicas tras la Ley Orgánica 5/2010, que incorporó el artículo 31 bis al Código Penal[540]. La Circular subraya que, con esta reforma, "el Derecho español deja atrás el axioma societas delinquere non potest", reconociendo por primera vez la capacidad del ente colectivo para ser sujeto responsable penalmente[541]. Además, establece que la responsabilidad de la persona jurídica puede ser exigida, aunque no se identifique o no se pueda perseguir penalmente a la persona física autora del delito[542].

La Circular distingue dos formas de imputación: a) delitos cometidos por administradores o representantes legales; b) delitos cometidos por subordinados, cuando el delito se haya cometido por no haberse ejercido el debido control[543]. Sostiene que la responsabilidad del segundo supuesto se basa en la falta de supervisión, atendiendo a la estructura interna[544]. La Fiscalía interpreta la responsabilidad como vicarial o de transferencia[545]. Asimismo, se admiten posibles

---

[540] SUÁREZ GONZÁLEZ, A., *Responsabilidad penal de las personas jurídicas en España*, Civitas-Thomson Reuters, Madrid, 2011, p. 45.

[541] BACIGALUPO, E., *Derecho penal económico y de la empresa*. Marcial Pons, Madrid, 2012, p. 217.

[542] MORILLAS CUEVA, L., *La reforma penal de 2010 y la responsabilidad corporativa.* Tirant lo Blanch, Valencia, 2011, p. 88.

[543] GÓMEZ-JARA DÍEZ, C., Corporate Compliance y responsabilidad penal de las personas jurídicas, Madrid: Aranzadi, 2012, p. 97.

[544] ORTIZ PRADILLO, J. C., *Manual de Derecho penal económico*. Aranzadi, Pamplona 2013, p. 132.

[545] SILVA SÁNCHEZ, J. M., *La expansión del Derecho penal*. Civitas, Madrid, 2014, p. 303.

atenuantes si la empresa coopera o confiesa antes de la imputación formal[546], y se aclaran exclusiones del régimen[547].

En definitiva, esta primera circular ofreció un marco introductorio y dogmático que se centró en cómo trasladar la responsabilidad penal desde el edificio jurídico penal individual y tradicional hasta el momento en un ecosistema en el que todavía los programas de cumplimiento no eran lo suficientemente eficientes.

9.5.1. Diferencias introducidas por la Circular 1/2016 (22 de enero de 2016)

La Circular 1/2016 surge tras la Ley Orgánica 1/2015, que reformó el art. 31 bis CP. Reafirma la dualidad de imputación, pero exige que el incumplimiento del deber de supervisión sea grave[548]. Sustituye el 'provecho' por 'beneficio directo o indirecto'[549]. Introduce los modelos de organización y gestión (compliance) como causa de exención o atenuación, detallando criterios: identificación de riesgos, protocolos de decisión, supervisión autónoma, formación, régimen disciplinario y revisiones periódicas[550]. Además, establece que la empresa tiene la carga de probar la eficacia del modelo[551]. Incorpora la figura del compliance officer y un régimen

---

[546] SERRANO-PIEDECASAS, J. L., Responsabilidad penal de las personas jurídicas y medidas atenuantes, Dykinson, Madrid, 2012, p. 155.

[547] MAPELLI CAFFARENA, J., Sistema de responsabilidad penal de las personas jurídicas. Tecnos, Madrid, 2013, p. 142.

[548] GÓMEZ-JARA DÍEZ, C., La responsabilidad penal de las personas jurídicas tras la LO 1/2015. Marcial Pons, Madrid, 2016, p. 64.

[549] MUÑOZ CONDE, F., Derecho Penal. Parte General, op. cit., p. 412.

[550] DE LA MATA BARRANCO, N., Modelos de organización y gestión: eficacia y valoración judicial, Bosch, Madrid, 2017, p. 201.

[551] GARCÍA CAVERO, P., *Compliance y responsabilidad penal corporativa.* La Ley, Madrid, 2018, p. 233.

adaptado para pequeñas entidades[552]. Por último, autoriza la acusación simultánea bajo ambos títulos del art. 31 bis[553].

Tabla 2. Comparativa Circular 1/2011 y Circular 1/2016

Nº	*Diferencia clave*	*Circular 1/2011*	*Circular 1/2016*
1	*Régimen jurídico*	*LO 5/2010*	*LO 1/2015*
2	*Naturaleza de la responsabilidad*	*Vicarial / por transferencia*	*Vicarial con matices de autonomía organizativa*
3	*Debido control*	*Concepto indeterminado*	*Exige incumplimiento grave*
4	*Provecho / beneficio*	*"En provecho"*	*"Beneficio directo o indirecto"*
5	*Compliance*	*No previsto*	*Eximente y atenuante (art. 31 bis.2)*
6	*Carga de la prueba*	*No definida*	*Recae en la persona jurídica*
7	*Rol del fiscal*	*Interpretativo*	*Operativo y valorativo*
8	*Oficial de cumplimiento*	*No regulado*	*Figura clave de control*
9	*Entidades pequeñas*	*Sin previsión*	*Régimen adaptado*
10	*Acusación simultánea*	*No tratada*	*Expresamente permitida*

Fuente: elaboración propia.

En resumen, la Circular 1/2011 introdujo la base conceptual del nuevo régimen, mientras que la Circular 1/2016 lo consolidó en la práctica, centrando su análisis en la eficacia de los modelos de prevención penal (Compliance) como factor decisivo para la responsabilidad de la empresa.

---

[552] GÓMEZ BENÍTEZ, J. M., *La función del compliance officer en el Derecho penal español*. Thomson Reuters Aranzadi, Madrid, 2019, p. 78.

[553] ALONSO RIMO, A., *La Circular 1/2016 de la Fiscalía General del Estado. Comentarios prácticos*, Revista de Derecho Penal y Criminología, 16, UNED, Madrid, 2016, p. 119.

9.6. LA FUNDAMENTACIÓN DEL DELITO EN LA PERSONA JURÍDICA

La dimensión institucional de una persona jurídica es la que queda vinculada a la expectativa del cumplimiento de una legalidad. De igual manera, el concepto de una acción culpable se construye unas características de un sujeto imputable. Consecuentemente, se deriva que la persona jurídica tiene un carácter más estructural, de ahí que resulte más complejo montar sobre dicha persona jurídica todo el andamiaje del delito[554].

Respecto de una empresa, en nuestro sistema jurídico se opta por una clasificación de tipo formal y una distinción de tipo también formal, reflejado en los artículos 31 bis, para aquellas entidades que soporten penas por delitos cometidos en su propio nombre, o por cuenta de las mismas y en su beneficio, directo o indirecto, o las que soportan la carga del artículo 129, con un carácter más colaborativo o a través de otras subsidiarias. Es decir, si la filial de una corporación puede una sufrir una pena o alguna consecuencia accesoria, siempre será en función de que su matriz decida o no atribuirle una forma societaria[555].

9.7. EL DELITO CORPORATIVO COMO EXTENSIÓN DEL DELITO INDIVIDUAL

En nuestro modelo español para que una persona jurídica se vea involucrada en un delito, habrá de existir una persona física que lo lleve a cabo en provecho de la anterior.

Como se puede observar en la esencia del artículo 302.2 del Código Penal, en un delito de blanqueo de capitales, al existir el carácter organizativo exime de una imprudencia, pudiendo así condenarse, no solo a la persona física sino también a la propia organización o persona jurídica[556]. Por tanto, la responsabilidad penal de

---

[554] FEIJOO SÁNCHEZ, B., El delito corporativo en el Código Penal español, op. cit., p. 51.

[555] FEIJOO SÁNCHEZ, B., El delito corporativo en el Código Penal español, op. cit., p. 55.

[556] FEIJOO SÁNCHEZ, B., El delito corporativo en el Código Penal español, op. cit., p. 84.

la persona jurídica parte de un hecho delictivo por una persona física, aunque su fundamento de comisión sea independiente de dicha persona física.

La Circular 1/2016 de la Fiscalía General del Estado clasifica los elementos esenciales del tema que estamos tratando diciendo que mantiene la defensa de un modelo vicarial, frente a un modelo de autorresponsabilidad y la asignación a determinados modelos de organización y gestión respecto a la naturaleza de causa personal de exclusión de la pena, es decir, dicha Circular sostiene que la persona jurídica será culpable porque la persona física también lo es[557]. Curiosamente, y según el artículo 31 bis, apartado segundo, la persona jurídica quedará exenta de la pena, si resulta acreditado que cuenta con un adecuado modelo de Compliance o buen gobierno, aunque en la Sentencia del Tribunal Supremo, 154/2016 del 29 de febrero, en su fundamento octavo, dice lo siguiente en referencia al delito cometido por una persona física en el seno de una persona jurídica: "por la ausencia de una cultura de respeto al derecho, como fuente de inspiración de la actuación de su estructura organizativa e independiente, de la de cada una de las personas físicas que la integran". Esto lleva a rechazar la teoría de la existencia de determinados modelos organizativos en el seno de las personas jurídicas como eximente en la actuación de éstas.

Resulta necesario aclarar que dichos cambios introducidos en nuestra legislación fueron muy criticados por un amplio sector de la doctrina, que en su momento los consideró confusos, incompletos y difíciles de llevar a buen puerto en el aspecto práctico. Es por esta razón que, con carácter previo a la publicación de la Ley Orgánica 1/2015 de 30 de marzo, que acometió una importantísima modificación en los artículos mencionados en el apartado IV, se llevaron a cabo numerosos procedimientos dirigidos contra personas jurídicas que, por el escaso tiempo de evaluación de la normativa y desconocimiento del procedimiento, no llegaron a buen fin. De ahí que la mejora técnica introducida por la Ley Orgánica es sustancial, tanto en el contenido como en su implementación.

Independientemente de la *mens legislatoris*, la relevancia jurídica de dicha norma sigue exigiendo de una alta dosis interpretación por parte de los diferentes

---

[557] FEIJOO SÁNCHEZ, B., El delito corporativo en el Código Penal español, op. cit., p. 88.

órganos jurisdiccionales intervinientes en cada uno de los procesos referentes a las personas jurídicas.

9.8. LA PERSONA JURÍDICA Y LA PROBLEMÁTICA DE LOS TÍTULOS DE IMPUTACIÓN

La responsabilidad penal de las empresas, sociedades o personas jurídicas ha venido a llenar un vacío muy importante que existía en nuestro ordenamiento antes de la reforma llevada a cabo en el 2010 y, previamente, en el año 1995, al introducir las consecuencias de carácter accesorio[558] en el artículo 129 del Código Penal[559].

En cuanto a la imputabilidad de la persona jurídica, es importante establecer un modelo en el cual dicha responsabilidad penal no tenga o no lleve aparejada el presupuesto de responsabilidad penal también de un persona física, con el fin de

---

[558] BANACLOCHE PALAO, J./ ZARZALEJOS NIETO, J./ GÓMEZ-JARA DÍEZ, C., Responsabilidad penal de las personas jurídicas. Aspectos substantivos y procesales, op. cit., p. 19.

[559] El artículo 129 del Código Penal queda modificado por la Ley Orgánica 5/2010 de 22 de junio, cuyo texto es como sigue:

"1. En caso de delitos o faltas cometidos en el seno, con la colaboración, a través o por medio de empresas, organizaciones, grupos o cualquier otra clase de entidades o agrupaciones de personas que, por carecer de personalidad jurídica, no estén comprendidas en el artículo 31 bis de este Código, el Juez o Tribunal podrá imponer motivadamente a dichas empresas, organizaciones, grupos, entidades o agrupaciones una o varias consecuencias accesorias a la pena que corresponda al autor del delito, con el contenido previsto en los apartados c) a g) del artículo 33.7.

Podrá también acordar la prohibición definitiva de llevar a cabo cualquier actividad, aunque sea lícita. 2. Las consecuencias accesorias a las que se refiere en el apartado anterior sólo podrán aplicarse a las empresas, organizaciones, grupos o entidades o agrupaciones en él mencionados cuando este Código lo prevea expresamente, o cuando se trate de alguno de los delitos o faltas por los que el mismo permite exigir responsabilidad penal a las personas jurídicas. 3. La clausura temporal de los locales o establecimientos, la suspensión de las actividades sociales y la intervención judicial podrán ser acordadas también por el Juez Instructor como medida cautelar durante la instrucción de la causa a los efectos establecidos en este artículo y con los límites señalados en el artículo 33.7."

su necesaria identificación para determinar el desencadenante de la responsabilidad propia de la empresa en la que dicha persona física actúa[560].

Por tanto, son los modelos de autorresponsabilidad penal empresarial, o lo que es lo mismo, responsabilidad por el hecho propio de la persona jurídica, los que permiten ciertas clasificaciones conceptuales que hacen que, de manera más fehaciente y efectiva, puedan solventar la problemática recién mencionada[561].

Como hemos dicho a lo largo de este capítulo, el legislador español era inconsciente acerca del tema, hasta la entrada en vigor de la reforma del año 2010, poniendo de manifiesto en el antiguo artículo 31.2 de nuestro Código Penal, la exigencia al autor material del delito corporativo una pena de multa que tenía que abonar la persona jurídica de forma directa y solidaria. Esto conllevaba que el verdadero responsable del ilícito fuera siempre la persona física y no la jurídica. Dicha reforma introdujo la autonomía de la persona jurídica en la comisión de un ilícito sobre la persona física, haciendo que algunos actos no afectasen a la persona física.

En palabras del profesor Gómez-Jara Díez, todo lo anterior es así para evitar la infrainclusión de la persona física en el entorno del ilícito cometido por la persona jurídica, evitando la demostración concreta de que dicha persona física no ha tenido nada que ver[562].

En ocasiones las empresas alcanzan un tamaño tan considerable que adquieren ciertas características de autodeterminación y autoconducción o, lo que es lo mismo, adquiere cierta competencia organizativa autónoma, convirtiéndola en garante de su propio ámbito organizativo, por lo que, cuando eso ocurre, éstas

---

[560] BAJO FERNÁNDEZ, M., FEIJOO SÁNCHEZ, B., y GÓMEZ-JARA DÍEZ, C., *Tratado de responsabilidad penal de las personas jurídicas*, *op. cit*., p. 118.

[561] BAJO FERNÁNDEZ, M., FEIJOO SÁNCHEZ, B., y GÓMEZ-JARA DÍEZ, C., *Tratado de responsabilidad penal de las personas jurídicas*, *op. cit*., p. 118.

[562] BAJO FERNÁNDEZ, M., FEIJOO SÁNCHEZ, B., y GÓMEZ-JARA DÍEZ, C., *Tratado de responsabilidad penal de las personas jurídicas*, *op. cit*., p. 119.

personas jurídicas se convierten en responsables únicos de las consecuencias que se derivan de esa libertad autoorganizativa[563].

Atendiendo a los aspectos procesales en el juicio oral contra la persona jurídica, nos gustaría destacar que, en palabras del profesor Zarzalejo Nieto[564], el letrado defensor resulta inidóneo para comparecer como representante de dicha persona, debiendo hacerlo como tal un procurador que se nombre para dicha función. El letrado defensor está sujeto al derecho profesional y no puede comparecer como testigo, según el artículo 426.2 de la Ley de Enjuiciamiento Criminal.

9.8.1. Imputación objetiva

Respecto a la imputación objetiva, se imponen criterios similares a los que se dan en los casos de imputación de una persona física. Esto va en función de los modelos que la empresa sigue en su esfera autoorganizativa, y si estos modelos generan un riesgo empresarial por encima del permitido y si ha terminado realizando, en el supuesto resultado del hecho lesivo que ésta produce.

En palabras del profesor Gómez-Jara Díez[565], los principios de riesgo permitido, prohibición de riesgo, principio de confianza y autorresponsabilidad de la víctima resultarán muy importantes para determinar si la persona jurídica ha causado un riesgo mayor del permitido o si, por el contrario, su organización interna es adecuada. El término que se utiliza en la doctrina alemana es *organisationsverschulden,* que respondería a lo que conocemos en nuestro ordenamiento como defecto organizativo.

---

[563] GÓMEZ-JARA DÍEZ, C., La culpabilidad penal de la empresa, op. cit., pp. 278 y ss.

[564] BANACLOCHE PALAO, J., ZARZALEJOS NIETO, J., y GÓMEZ-JARA DÍEZ, C., Responsabilidad penal de las personas jurídicas. Aspectos substantivos y procesales, op. cit., p. 241.

[565] BAJO FERNÁNDEZ, M., FEIJOO SÁNCHEZ, B., y GÓMEZ-JARA DÍEZ, C., *Tratado de responsabilidad penal de las personas jurídicas*, *op. cit*., p. 122.

Por tanto, los criterios de determinación de las carencias autoorganizativas de una persona jurídica pueden ser establecidos perfectamente por los criterios actuales de la imputación objetiva de nuestro ordenamiento jurídico.[566]

En el caso de la organización empresarial la formalización de los programas de cumplimiento o Compliance que operan en el sector serán de vital importancia para determinar el defecto organizativo o no.

Todo esto implica, desde la concepción procesal de nuestro sistema, que la carga de la prueba recaiga sobre la acusación que tendrá que probar de forma, como mínimo indiciaria, dicho defecto organizativo, quedando la persona jurídica a expensas de aportar en tiempo y forma las pruebas en contra de lo que se le acusa[567].

Por tanto, y siguiendo la línea argumentativa de Gómez-Jara Díez[568], es importante poder determinar que el concreto riesgo, que ha sido generado por un supuesto defecto de organización es el que ha dado como resultado la lesión del bien jurídico protegido. Hay que tener en cuenta que muchas de las personas jurídicas son entidades de un tamaño muy considerable y cuya actividad no sólo se circunscribe a un solo sector de la economía, con lo cual tiene que contar con diversos programas de cumplimiento o Compliance, pudiendo siempre fallar alguno de ellos. Por esta razón es muy importante determinar con exactitud el resultado lesivo producido y el riesgo que lo ha provocado. Hace falta no solamente acreditar la concurrencia de los elementos clásicos para sustentar dicha acusación, como son los de representación y beneficio para la propia persona jurídica, sino que además es importante una organización *ex ante* que se hubiera conjurado para

---

[566] Algunos de los criterios de imputación objetiva de nuestro ordenamiento son, a modo de ejemplo: la generación de un riesgo no permitido o un peligro inadecuado respecto del bien jurídico permitido; que dicha conducta realizada sea contraria al fin que la norma protege; que el riesgo sea "típico"; y que dicho peligro se termine por materializar en un resultado lesivo para el bien jurídico protegido.

[567] BAJO FERNÁNDEZ, M., FEIJOO SÁNCHEZ, B., y GÓMEZ-JARA DÍEZ, C., *Tratado de responsabilidad penal de las personas jurídicas*, *op. cit*., p. 123.

[568] BAJO FERNÁNDEZ, M., FEIJOO SÁNCHEZ, B., y GÓMEZ-JARA DÍEZ, C., *Tratado de responsabilidad penal de las personas jurídicas*, *op. cit*., pp. 144-145.

la realización de dicho riesgo y la posterior obtención de los resultados derivados de dicho ilícito penal.

9.8.2. Imputación subjetiva.

Respecto de la imputación subjetiva, ésta constituye uno de los mayores problemas a la hora de la realización de su estudio y posterior consecución de conclusiones. El dolo y la imprudencia requeridos para la imposición de penas adquieren más relevancia, resultando a día de hoy absolutamente necesarios, debido a que en el modelo actual sobre el que se sustenta la teoría de la responsabilidad prevalece la respuesta por los hechos propios y no por los hechos ajenos.

Algunos autores [569] argumentan un concepto de imputación subjetiva aplicado a la persona jurídica que esté basado en el conocimiento organizativo de dicha entidad para así poder valorar los riesgos derivados de la actividad que desarrolla dicha entidad.

Para gran parte de los autores, esta imputación subjetiva, referida a la persona jurídica se habrá de determinar a partir de la imputación también subjetiva que se pueda realizar sobre las personas físicas. Esto ocasiona que ninguna de las personas físicas enmarcadas dentro del ámbito de una persona jurídica, y que hayan actuado con diligencia, evitando caer en el dolo o en la imprudencia, serán responsables penalmente de los resultados obtenidos de forma ilícita por una irresponsabilidad causada por una entidad mayor. Esto nos llevaría a la consecuente retirada de la responsabilidad sobre la persona jurídica, igualmente. Pero según gran parte de la doctrina tampoco se podría imputar a la persona jurídica por los actos no cometidos por uno de sus directivos o miembros.[570].

---

[569] A este respecto vid. BAJO FERNÁNDEZ, M., FEIJOO SÁNCHEZ, B., y GÓMEZ-JARA DÍEZ, C., *Tratado de responsabilidad penal de las personas jurídicas*, *op. cit*., pp. 144-145.

[570] BAJO FERNÁNDEZ, M., FEIJOO SÁNCHEZ, B., y GÓMEZ-JARA DÍEZ, C., *Tratado de responsabilidad penal de las personas jurídicas*, *op. cit*., p. 145.

La imputación subjetiva sólo se aplicará de manera concreta a las personas jurídicas que realicen un hecho o que no realizaron una correcta supervisión para que el hecho lesivo no se llevara a cabo[571].

9.8.3. La culpabilidad

Por último y referente a la culpabilidad, ésta ha estado siempre en estrecha vinculación con una determinada actitud del sujeto responsable hacia la normativa vigente. Según el profesor Gómez-Jara Díez[572], la moderna concepción de la culpabilidad en una persona física está relacionada con la fidelidad al derecho o la disposición que dicho sujeto tiene como ciudadano para desenvolverse en una

---

[571] ZUGALDÍA ESPINAR, J. M., "Aproximación teórica y práctica al sistema de responsabilidad criminal de las personas jurídicas en el Derecho penal español." *Ministerio de Justicia de España*, s. f. Disponible en: https://www.mjusticia.gob.es [consultado el 15 de octubre de 2025].

Este autor indica textualmente (p. 9):

"La exigencia de dolo o imprudencia por parte de la persona jurídica se deriva del principio de responsabilidad subjetiva (art. 5 CP). La regla debe ser que la persona jurídica responderá dolosamente o imprudentemente según el conocimiento (dolo) o desconocimiento evitable (imprudencia) de quien realiza el hecho de referencia (art. 14, 1 CP). En el sistema del delito de la persona jurídica, el dolo y la imprudencia son también problemas de ilícito, no de culpabilidad y deben ser analizados con relación al hecho de referencia realizado por la persona física, ya que referir el dolo o la imprudencia a la persona jurídica en sí es ontológicamente imposible (Bacigalupo Zapater).

La exigencia de dolo o imprudencia debe vincularse también al sistema de numerus clausus en la punición de la imprudencia (art. 12 CP). Si la persona física realiza un hecho de referencia que lesiona de forma imprudente un bien jurídico y el delito en cuestión no es punible en su modalidad imprudente, aunque haya existido, además, culpa in eligendo o in vigilando, el hecho debe permanecer impune para la persona jurídica. Con ello se evita tratar a la persona jurídica peor que a la persona física."

[572] BAJO FERNÁNDEZ, M., FEIJOO SÁNCHEZ, B., y GÓMEZ-JARA DÍEZ, C., *Tratado de responsabilidad penal de las personas jurídicas*, *op. cit*., p. 124.

democracia. De igual manera, la persona jurídica tiene que generar fidelidad y compromiso en el cumplimiento del marco legal establecido en un entorno social, y el incumplimiento de estos criterios constituirían la base de su culpabilidad. Esto se llamaría, en el ámbito empresarial, la cultura interna de la empresa frente a posiciones lesivas como la corrupción, el fraude, etc.

Otra conceptualización de la culpabilidad en la empresa la podríamos definir como un defecto organizativo permanente, en el que incluso se pueden dar un concurso de delitos, que serían muchas conductas o malos comportamientos respecto al cumplimiento que convergen en el mismo hecho ilícito. En este caso se impone una sola sanción por el concepto de concurso de delitos.[573]

Es por ello que la falta de organización está provocada por una omisión de las medidas de diligencia suficientes y ésta omisión de carácter intencionado, entonces será visto, no como un modelo culpabilidad por falta de organización, sino que se tenderá a disolver la empresa porque podrá concebir como una organización de carácter criminal encaminada a conseguir los hechos ilícitos buscados[574].

---

[573] NIETO MARTÍN, A., "La responsabilidad penal de las personas jurídicas: esquema de un modelo de responsabilidad penal." *Revista de Ciencias Penales*, p. 25. Disponible en: http://www.cienciaspenales.net/files/2016/09/21responsabilidad-penal.pdf [consultado el 10 de mayo de 2019].

[574] ZUGALDÍA ESPINAR, J. M., "Aproximación teórica y práctica al sistema de responsabilidad criminal de las personas jurídicas…", *op. cit*., pp. 9-10. El autor indica a este respecto:

"En segundo lugar, es necesario comprobar la imputación como culpabilidad. La culpabilidad de la persona jurídica requiere la comprobación de que la persona jurídica ha omitido -de forma contraria al deber- la adopción de alguna de las medidas de precaución y de control (defecto de organización) que eran exigibles para garantizar el desarrollo legal (y no delictivo) de la actividad de empresa. Se trata de que alguien no ha prestado la debida y razonable diligencia, conforme a las circunstancias del caso, para aplicar las medidas técnicas, organizativas y personales fundamentales para impedir la realización de los hechos (tanto de los superiores como de los subordinados).

9.9. RELACIÓN EXISTENTE A LA HORA DE LA RESPONSABILIDAD ENTRE AMBAS PERSONALIDADES, JURÍDICA Y FÍSICA

En nuestro ordenamiento los modelos de responsabilidad alternativa nos indican que no puede ser condenada una persona jurídica al tiempo que una persona física. Por el contrario, los modelos de carácter cumulativo establecen lo contrario, es decir, sí son susceptibles de una doble condena.

Nuestro Código Penal español contempla el modelo de responsabilidad cumulativa y en él se establecen dos grandes vertientes, de un lado los que contemplan una condena de la persona jurídica por acciones de la persona jurídica y sus particularidades y, por otro lado, los que fundamentan dicha responsabilidad de la persona jurídica únicamente por las circunstancias autónomas de sus actos. Siguiendo con las explicaciones del profesor Gómez-Jara Díez[575], la problemática de esta cuestión es muy compleja, suscitando múltiples controversias. Tales controversias tienen que ver con los modelos de heterorresponsabilidad, los cuales están basados en el principio de conexión el cual afirma que dicho hecho lesivo debe imputarse a una persona física o a una jurídica. El segundo enfoque, cumulativo, simplemente critica lo impropio del modelo anterior sin fijar una posición clara.

No obstante, no existiría culpabilidad de la persona jurídica cuando las medidas de precaución se han evitado intencionadamente con carácter general para hacer posible o facilitar la comisión de hechos delictivos. En estos casos, que Nieto Martín ha considerado como de inimputabilidad de la persona jurídica, en realidad, no estamos ante auténticas personas jurídicas (o empresas) que delincan, sino ante asociaciones ilícitas que deben simplemente disueltas (art. 520 CP)."

[575] BANACLOCHE PALAO, J., ZARZALEJOS NIETO, J., y GÓMEZ-JARA DÍEZ, C., Responsabilidad penal de las personas jurídicas. Aspectos substantivos y procesales, op. cit., pp. 105 y ss.

La teoría normativa de la participación del profesor Jakobs[576], permite explicar cómo la persona jurídica puede configurar su marco organizativo en el cual las personas físicas pueden ejecutar un hecho delictivo constitutivo del fundamento ulterior de punición de la persona física para poder imputárselo como suyo el acto ilícito cometido como forma de "hecho global", según las palabras del profesor Gómez-Jara Díez[577].

Por lo que se refiere a la actuación delictiva de la persona física, deberá tener lugar dentro del marco organizativo de la persona jurídica y no fuera de él. Dicho marco organizativo viene dado por el organigrama de la entidad o persona jurídica, subsistemas de control y monitorización, así como por las políticas de empresa. De ahí que un marco carente de sistemas adecuados de control propicia por parte de una persona jurídica actuaciones delictivas de una persona física[578].

Como venimos aclarando en este apartado, el núcleo de esta reforma respecto de las personas jurídicas se viene desarrollando en el artículo 31 bis de nuestro Código Penal, con cambios del tipo de los criterios de transferencia de la responsabilidad penal de la persona física a la persona jurídica, mejorados en los apartados a y b de dicho artículo, en los que se modifica la definición de persona física, o en el que se especifica la precisión del incumplimiento grave en el control. Se sustituyen términos como "en provecho" por "beneficio directo o indirecto" que son más precisos.

Respecto de los títulos de imputación de la responsabilidad penal, quedan perfectamente detallados en el artículo 31 bis. 1. Resulta destacable que en dicho artículo el mecanismo de atribución de la responsabilidad es por transferencia o de carácter vicarial el cual, a través de un sistema de número cerrado, supedita la exposición de una pena a la expresa previsión de la comisión de un delito.

---

[576] JAKOBS, G., La normativización del Derecho penal en el ejemplo de la participación. *Modernas tendencias en la ciencia del Derecho Penal y en la criminología,* 2001, pp. 619 y ss.

[577] BANACLOCHE PALAO, J., ZARZALEJOS NIETO, J., y GÓMEZ-JARA DÍEZ, C., Responsabilidad penal de las personas jurídicas. Aspectos substantivos y procesales, op. cit., p. 105.

[578] BANACLOCHE PALAO, J., ZARZALEJOS NIETO, J., y GÓMEZ-JARA DÍEZ, C., Responsabilidad penal de las personas jurídicas. Aspectos substantivos y procesales, op. cit., pp. 103 y ss.

Los dos modelos de atribución de la responsabilidad penal a una persona jurídica son o bien la manifestación a través de una persona física con cuya actuación compromete a la persona jurídica, siempre que se demuestre una conexión entre ambas, y en cuyo caso la responsabilidad de la persona jurídica es perfectamente objetiva. Dicha conexión tiene que ser clara.

Nos encontramos con un segundo modelo de más difícil encaje en nuestro derecho penal, que tiene un origen antropocéntrico. En este segundo modelo el sistema de imputación que se concibe es el propio de la persona jurídica, en el que los elementos de la acción, culpabilidad, punibilidad, circunstancias modificativas, etc., se autoinscriben a la propia persona jurídica, tratándose así de su propia responsabilidad directa o autónoma. En este modelo nos encontramos con lo que podríamos denominar culpabilidad por defecto de organización, lo cual convierte a la persona jurídica en culpable por la omisión de los procedimientos que garantizan el desarrollo ordenado y no delictivo de la actividad empresarial[579].

Todavía alguna parte de la doctrina mantiene que este último precepto consagra un modelo mixto de responsabilidad por transferencia o vicarial con el de la culpabilidad autónoma de la propia persona jurídica.

Para resumir y concluir este punto, destacaremos el enfrentamiento doctrinal no pacífico a nivel teórico entre los diversos miembros de los distintos órganos jurisdiccionales, entre los que sostienen el modelo vicarial argumentando que siempre tiene que existir un comportamiento indebido previo por parte de una persona física o, por el contrario, los que se adhieren más a la teoría del artículo 31 bis b que sostiene la responsabilidad autónoma de la propia persona jurídica en determinados supuestos que se podían encauzar por la vía de la *comisión por omisión*, como podría ser el caso de la inexistencia de un programa de Compliance penal o la no implementación del mismo en caso de ser necesaria. La culpa *in vigilando* y *la culpa in eligendo* también podrían ser motivo de controversia, que se podrían mezclar con el concepto de *comisión por omisión* y derivar en la culpabilidad

[579] FISCALÍA GENERAL DEL ESTADO., Circular 1/2016, de 22 de enero, sobre la responsabilidad penal de las personas jurídicas. Doctrina de la Fiscalía General del Estado, recuperada de https://www.boe.es/buscar/abrir_fiscalia.php?id=FIS-C-2016-00001.pdf

autónoma de la persona jurídica sobreponiéndose así a la culpabilidad derivada del modelo vicarial que exonera a la persona física.

Existen determinados delitos que son imputables tanto a personas jurídicas como a personas físicas, que son los contemplados en los artículos 162, relativo a la manipulación genética; artículo 262, relativo a la alteración de precios en concursos y subastas públicas; el 294, relativo a la negativa a las actuaciones inspectoras; el 3.18, relativo a los delitos contra los derechos de los trabajadores; el 386.4, referente a la falsificación de moneda; por último, el 520 y 570 quater, relativos a la asociación ilícita (520), y a la organización y grupos criminales y organizaciones y/o grupos terroristas (570 quater).

Para terminar este epígrafe observaremos que, en el caso de las organizaciones de grandes holdings, y cuando se da una circunstancia de una matriz extranjera y una filial española, tiene lugar una situación diferente al modelo tradicional ya que en este caso las matrices son independientes de la actuación de sus filiales, convirtiéndose en personas jurídicas irresponsables de las actuaciones de sus filiales.

9.10. DETERMINACIÓN DEL BENEFICIO EN FUNCIÓN DE LA IMPUTABILIDAD SOBRE LA PERSONA JURÍDICA

La sustitución terminológica a la que hemos aludido en puntos anteriores sobre el artículo 31 bis 1 de nuestro Código Penal implica la extensión de la responsabilidad hacia las personas jurídicas, aunque el objeto perseguido no sea estrictamente la obtención de beneficio económico sino la obtención indirecta de éste a través de medios como ahorro de costes o la obtención de un prestigio reputacional. Es, por tanto que, aunque a través de intangibles u otros beneficios de carácter estratégico, siempre que éstos no hayan sido obtenidos de manera lícita, se puede abrir contra la persona jurídica un procedimiento de carácter penal. Esta idea es la que ha venido sustentada por el cambio terminológico del artículo 31 bis 1 en sus expresiones “en beneficio directo o indirecto”, que ha venido a sustituir la anterior “en provecho de”.

Incluso en este caso cuando la persona física actúe en beneficio propio si dicho beneficio alcanza en algún punto a la persona jurídica obtendría la idoneidad para la imputación de esta última.

Se puede dar un delito de carácter culposo por parte de la persona física desde el momento en que su comisión delictiva haya incurrido en algún tipo de beneficio para la persona jurídica dándose en este caso el elemento objetivo de tal delito, descartando así el elemento subjetivo que vendría condicionado por el beneficio directo o indirecto obtenido por ambas partes.

9.11. IMPUTABILIDAD E INIMPUTABILIDAD DE LA PERSONA JURÍDICA

La persona jurídica es el ente interviniente en el tráfico jurídico-económico de nuestro actual sistema social. De ahí que esta ampliación en el ámbito jurídico sobre la responsabilidad penal de dichos entes en el ámbito de su actuación ha sido tan vital para el correcto desarrollo del tráfico empresarial. Es por ello que dicha responsabilidad empresarial nació como complemento de la responsabilidad sobre la persona física estrictamente entendida.

Como venimos poniendo en este bloque, en ocasiones la responsabilidad de los elementos directivos de las empresas colmará el reproche punitivo de sus conductas a través de la pena a dichas personas físicas, ya que, como hemos aclarado, la doctrina no es pacífica al aclarar o reflejar que toda actuación de una persona jurídica está dirigida por personas físicas.

Una de las aclaraciones no realizadas hasta el momento es el de las llamadas sociedades instrumentales o *sociedades pantalla*, siendo en este caso necesaria la imputación sobre la persona jurídica, siempre que esta persona jurídica legal esté detrás de tales sociedades pantalla o instrumentales, ya que cuando existen este tipo de *fachadas* empresariales están abocadas a su utilización como encubrimiento de un delito. En el caso de que en dichas sociedades instrumentales o pantalla solo aparezca una o varias personas físicas, entonces dichas sociedades también serán inimputables, aunque el peso mayor recaiga sobre la persona/s física/s que haya detrás de estas sociedades, sin perjuicio de la incautación de los fondos y recursos ilícitos que alberguen dichas sociedades.

Dentro de este ámbito citaremos tres categorías de persona jurídica, según lo contemplado en la Circular 1/2016 de 22 de enero sobre la Responsabilidad Penal de las personas jurídicas: las que operan con normalidad en el mercado, serán penalmente imputables en función del artículo 31 bis del Código Penal. La

segunda, es el caso ya mencionado de las sociedades instrumentales o pantalla cuyo ámbito de actuación es mayormente ilegal como, por ejemplo, sociedades que están destinadas a blanqueo de capitales o financiación del terrorismo. En este caso, se procederá contra la persona o personas físicas, detrás de dichas sociedades y de igual manera se imputará a la persona jurídica y se podrá actuar contra decomisando el patrimonio de origen ilícito.

En tercer lugar, están las sociedades inimputables, cuando detrás de una sociedad de carácter mercantil se encuentra persona físicas, que utilizan la sociedad con un solo objetivo, que suele ser de carácter finalista, o que incluso se han creado para un solo fin y carecen de actividad como, por ejemplo, el blanqueo de dinero, a través de la compra simulada, por ejemplo, de un activo inmobiliario o financiero. En estos casos, se iría contra las personas físicas que hay detrás de tal sociedad, ya que la actividad de dichas sociedades instrumentales es irrelevante, dado que en muchas de estas ocasiones tales sociedades se crean solo para un único acto empresarial y después desaparecen.

Otro supuesto de sociedad inimputable, según lo contenido en la Circular 1/2011, son aquéllas en las que la identidad del gestor y de la persona jurídica quedan absolutamente solapadas resultano irrelevante la actividad de la persona jurídica. Es en este caso donde hay que tener especial cuidado de no incurrir en el *non bis in ídem.*

9.12. MEDIDAS CAUTELARES

En nuestro ordenamiento no existe un listado de circunstancias en el que se contemple la imposición de medidas cautelares en caso de ilícitos penales, regulando de forma concreta figuras como la detención, la citación, etc. Estas medidas cautelares están siempre focalizadas en la persona física y van encaminadas a asegurar la ejecución de una sentencia. De ahí la ilógica de intentar aplicar una medida cautelar como la prisión preventiva a una persona jurídica.

Por tanto, entendemos que las medidas cautelares encaminadas a la persona jurídica se podrían concretar en casos como congelación de bienes de la compañía, clausura de centros de trabajo o instalaciones, etc. En estos casos, el fin sería similar a los fines que buscan las medidas aplicadas a personas físicas (por ejemplo, evitar destrucción de pruebas, retirada de fondos, etc.).

Según el profesor Nieto Martín[580], no se podrá adoptar una medida cautelar del tipo prisión provisional contra cualquier persona natural o física como, por ejemplo, puede ser un Director de asesoría jurídica, en caso de que carezca de responsabilidad alguna, por los hechos ilícitos acaecidos, simplemente, por ejemplo, para evitar que destruya pruebas.

Además, hay que tener en cuenta que sobre la persona jurídica y, en palabras del profesor Nieto Martín[581], ciñéndonos al principio de legalidad, cualquier ley penal favorecedora de la persona jurídica, aun habiendo recaído sentencia firme sobre la misma y ya se estuviese ejecutando cualquier medida penal impuesta por dicha sentencia, ésta tendrá efecto retroactivo hacia la ley penal que más le favorezca, incluso será oído el representante legal de dicha entidad en caso de duda. Con esto queda desvinculada de forma clara la aplicación de la retroactividad entre la persona física y la persona jurídica.

Aclaramos que las empresas cuyo número de trabajadores sea inferior a 250, es decir, encuadradas en el ámbito de la pequeña o mediana empresa (PYME), en el caso de carencias de supervisión, sólo se ven afectadas por sanciones que carecen de finalidad punitiva, cuyo fin último es hacer que introduzcan mejoras en su funcionamiento.

9.13. SANCIONES PENALES CONTRA LA PERSONA JURÍDICA: PENAS DE CARÁCTER INTERDICTIVO

Dentro de las sanciones que se le pueden aplicar a la persona jurídica nos encontramos con una batería que abarca desde la multa, la reparación económica del daño causado, la publicación de la sentencia condenatoria, y hasta la intervención judicial de la compañía. Por su especial interés desarrollaremos las penas llamadas en nuestro ordenamiento interdictivas por su especial dureza hacia la persona jurídica.

---

[580] NIETO MARTÍN, A., La responsabilidad penal de las personas jurídicas: un modelo legislativo, Iustel, Madrid, 2008, pp. 32 y ss.

[581] NIETO MARTÍN, A., "La responsabilidad penal de las personas jurídicas: esquema de un modelo de responsabilidad penal", *op. cit*., p. 18.

Estas penas conllevan medidas del tipo cierre de los locales del negocio de dicha empresa, incluso la disolución total de dicha persona jurídica, con la pérdida incluida de su estatus, lo cual haría que perdiera la capacidad de actuación en el ámbito del tráfico jurídico mercantil. En ocasiones solamente se puede suspender el ámbito mercantil en el cual se ha cometido el delito.

El plazo máximo de duración de este tipo de sanciones es de dos años y serán impuestas cuando verdaderamente el riesgo de reiteración por parte de la entidad o persona jurídica sea alto. Se aplica, fundamentalmente, a lo concerniente a las medidas de clausura de los centros de trabajo y a la suspensión de actividad. No obstante, en lo referente a la obtención de ayudas públicas, subvenciones o contratos con la Administración, en este caso será el juez quien imponga las restricciones a su criterio.

En palabras del profesor Nieto Martín, estas sanciones penales interdictivas van encaminadas en su gran mayoría a innocuizar la actividad dañina que ha desarrollado dicha entidad. Ese término sobre todo va encaminado o hace referencia a los daños medioambientales o, por supuesto, contra la salud de las personas físicas[582].

9.14. LA ASUNCIÓN DE LA RESPONSABILIDAD POR PARTE DE LA PERSONA JURÍDICA: EL PROCESO DE CONFORMIDAD

Como uno de los pilares vertebradores de nuestro ordenamiento nos encontramos con la tutela judicial efectiva que se ve reflejada en el artículo 24 de nuestra Constitución la cual también tiene como fuente inspiradora el Convenio Europeo para la protección de derechos humanos (Convenio de Roma 4-11-1950). Según este artículo, "toda persona tiene derecho a que su causa oída equitativa y

[582] NIETO MARTÍN, A., "La responsabilidad penal de las personas jurídicas: esquema de un modelo de responsabilidad penal", *op. cit*., pp. 29 y ss.

públicamente y dentro de un plazo razonable, por un tribunal independiente e imparcial"[583].

Desde la entrada en vigor el 23 de noviembre de 2010, de la Ley Orgánica 5/2010[584], la persona jurídica pasa a ser sujeto responsable de ilícitos penales.

Nuestra Ley de Enjuiciamiento Criminal reconoce el derecho de conformidad por parte del acusado como una forma anómala de terminar un proceso (arts. 784.3 y 787).

9.15. DERECHO DE PRESUNCIÓN DE INOCENCIA EN LAS PERSONAS JURÍDICAS

El derecho de presunción de inocencia es uno de los pilares fundamentales sobre los que pivota la seguridad jurídica en todo ordenamiento jurídico de países avanzados, constituyendo así uno de los derecho fundamentales de cualquier encausado en un procedimiento jurídico, ya sea relativo a persona física o persona jurídica. En palabras del profesor Bajo Fernández es el edificio sobre el que se construyen las garantías penales de cualquier implicado en un proceso penal[585].

Por tanto, y siguiendo la línea de argumentación del profesor Bajo Fernández[586], es importante que a la hora de equiparar el estatus procesal de la persona física con la persona jurídica tengamos en cuenta el importante elenco de derechos que componen la presunción de inocencia para que éstos sean puestos a disposición de la persona jurídica de la misma manera que hasta la entrada en vigor

---

[583] MELÓN MUÑOZ, A., MELÓN MUÑOZ, C., VILAS ÁLVAREZ, D., MARTÍN NIETO, P., y MELÓN MUÑOZ, G., *Memento práctico Francis Lefevre, Procesal Penal*, Lefevre El Derecho, Madrid, 2016, p. 37.

[584] Ley Orgánica 5/2010, de 22 de junio, por la que se modifica la Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal.

[585] BAJO FERNÁNDEZ, M., FEIJOO SÁNCHEZ, B., y GÓMEZ-JARA DÍEZ, C., *Tratado de responsabilidad penal de las personas jurídicas*, *op. cit*., p. 303.

[586] BAJO FERNÁNDEZ, M., FEIJOO SÁNCHEZ, B., y GÓMEZ-JARA DÍEZ, C., *Tratado de responsabilidad penal de las personas jurídicas*, *op. cit*., p. 303.

de la Ley 5/2010, en la que se equiparó el estatus de ambas personas en términos de responsabilidad penal, tenía la persona física.

En consecuencia, es importante destacar que una de las circunstancias más relevantes de las que se dotan las defensas para obtener la presunción de inocencia viene dada por la posibilidad por parte de los tribunales, tanto los Tribunales Superiores como el Supremo, de que pueda proceder a las "cuestiones fácticas en que se fundamenta la declaración de culpabilidad" y todo esto a través de un control de las reglas procesales y de la capacidad en la valoración de la prueba. Todo esto hace que la defensa pueda cuestionar no sólo los asuntos jurídicos referentes al proceso sino también los aspectos fácticos en los que, como se ha mencionado, se fundamenta dicha declaración de culpabilidad[587].

Por tanto, en nuestro ordenamiento, y siguiendo con la elaboración que de este tema hace el profesor Bajo Fernández[588], diremos que serán inválidas e insuficientes cualquiera declaraciones de culpabilidad que afecten a la persona física para enervar la presunción de inocencia sobre la persona jurídica, lo que supone que, para que esto ocurra, debe hacerse a través de la formación de una prueba sólida que respete los principios procesales de inmediación, oralidad, contradicción efectiva y publicidad.

Sería necesario que los argumentos esgrimidos por la acusación en un proceso fuesen suficientemente sólidos para desvirtuar la presunción de inocencia de la persona jurídica. Por ejemplo, el derecho comparado nos brinda múltiples ejemplos del nivel de exigencia que estos argumentos deben reunir. Por ejemplo, en los Estados Unidos de América las exigencias de prueba son más elevadas que en otros países (higher standard of proof)[589].

---

[587] BAJO FERNÁNDEZ, M., FEIJOO SÁNCHEZ, B., y GÓMEZ-JARA DÍEZ, C., *Tratado de responsabilidad penal de las personas jurídicas*, *op. cit*., p. 303.

[588] BAJO FERNÁNDEZ, M., FEIJOO SÁNCHEZ, B., y GÓMEZ-JARA DÍEZ, C., *Tratado de responsabilidad penal de las personas jurídicas*, *op. cit*., p. 303.

[589] GIMENO BEVIÁ, J., Compliance y proceso penal. El proceso penal de las personas jurídicas, op. cit., p. 305.

Algunos de los problemas que pueden surgir en este tema es el conflicto de intereses entre la persona física y la persona jurídica. El Tribunal Constitucional en su STC 153/1997, de 29 de septiembre de 1997, falla que "el acusado, a diferencia del testigo, no sólo no tiene obligación de decir la verdad, sino que puede callar total o parcialmente o incluso mentir (STC 129/1996), en virtud de los derechos a no declarar contra sí mismo y a no confesarse culpable, reconocidos en el art. 24.2 de la C.E., y que son garantías instrumentales del más amplio derecho a la defensa"[590].

9.16. COMPLIANCE O CUMPLIMIENTO NORMATIVO: UN NUEVO EJE SOBRE EL QUE SE ASIENTA LA CULTURA DE LA RESPONSABILIDAD EMPRESARIAL

En este punto desarrollaremos uno de los conceptos fundamentales de los últimos tiempos para el tracto empresarial y que pone muy de relieve el objeto de esta tesis. Se trata del Cumplimiento Normativo o, en terminología anglosajona, *Compliance*. Decimos esto último porque fue en los Estados Unidos de América donde acaeció su implementación allá por los años 60-70, debido a los diversos casos de corrupción empresarial y financieros surgidos en importantes corporaciones empresariales. Se puede mencionar como caso ilustrativo de esto último, el soborno a funcionarios extranjeros por parte de los directivos de la Lockheed Corporation.

Podemos referirnos al Cumplimiento Normativo o Compliance como al conjunto de normas establecidas por y para la empresa en sus diferentes ámbitos, interno y externo. Ejemplo de ellas serían las mejoras en los modos operativos y sus prácticas, la prevención de blanqueo de capitales, la prevención de riesgos en los centros de trabajo, la protección de datos, la protección de los clientes, etcétera…

---

[590] La SENTENCIA 129/1996, de 9 de julio, indica: "[…] actuando como testigo, porque, cuando declara como tal, tiene obligación de decir la verdad y en cambio, el acusado no sólo no tiene esta obligación, sino que puede callar total o parcialmente o incluso mentir, pues hasta ahí llega el derecho de defensa"

Todo esto está enfocado a la prevención, por parte de las empresas, de todo tipo de conductas ilícitas para la protección de los clientes o usuarios.

Por tanto, podríamos resumir este enfoque con el término calidad, entendiendo por tal el buen hacer o hacer bien las cosas, de manera eficaz y eficiente[591].

A través de la Ley Orgánica 5/2010[592], España se adhirió al grupo de países que introdujeron la responsabilidad de la persona jurídica en su ordenamiento. Esta Ley ha sido implementada por otra más reciente, la Ley Orgánica l/2015 de 30 de marzo.

Podemos cifrar la importancia del concepto de Cumplimiento en distintos niveles:

- El nivel legal, que hace referencia al aforismo jurídico, el cual reza que el desconocimiento no exime de su cumplimiento debiendo, las compañías, conocer e introducir los cambios legislativos para actuar conforme a la nueva legalidad, llegando a tal punto que, los comportamientos ilícitos por parte de los trabajadores, independientemente de la jerarquía que ocupen, recaerán sobre la empresa en la que trabajan, salvo que ésta pueda ser capaz de demostrar que ha puesto en marcha los mecanismos correspondientes de control.

  Para que una compañía no se vea comprometida, deberá tener en cuenta varios criterios, como por ejemplo la unificación de los criterios de actuación, la perfecta organización en la capacitación de su personal, en función del rango y puesto que ocupen dentro del esquema organizativo. Se debe, también, realizar un seguimiento constante y continuo, incluso llegando a dividirlo en escalas dentro de cada departamento. Es muy importante la identificación de los núcleos o fuentes que pueden aumentar el riesgo de cometer delitos y, por último, es fundamental la

---

[591] VILA ESPESO, M. A., El modelo de Compliance penal de la norma UNE 19601.Una breve orientación para su implantación en pequeñas y medianas empresas. Círculo Rojo, Madrid, 2017, p. 18.

[592] Ley Orgánica 5/2010, de 22 de junio, por la que se modifica la Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal.

colaboración directa de los distintos departamentos de la empresa con la dirección jurídica de la misma.

- Nivel de regulación: va más unido a la observancia del comportamiento dentro de la sociedad por parte de dicha empresa. Si se nos permite la trivialidad, podríamos asemejarlo al dicho popular de que la mujer del César no solo ha de ser honrada, sino que tiene que parecerlo. Dicho lo anterior, este nivel de regulación hace hincapié en el compromiso social, a través del cumplimiento del espíritu y propósito de lo que se busca y pretende con la normativa, con la apariencia frente a la sociedad, con la vinculación al concepto ético de los negocios, evitando el uso de la legalidad para fines diferentes a los marcados en el espíritu de la ley.[593]

Dentro del Compliance, podemos hacer una especial referencia al cumplimiento en la empresa o Compliance Officer. Éste exige un control muy exhaustivo por parte de cada representante legal de cada empresa, y resulta de vital importancia para lograr el control de cumplimiento normativo y prevención de los delitos por parte de las empresas.

En la última reforma, a través de la Ley Orgánica 1/2015, y como se ha comentado previamente, se incluyen atenuantes y exenciones a la responsabilidad de la personas jurídicas, siempre que la empresa demuestre de forma fehaciente que ha adoptado los modelos de cumplimiento exigidos de manera correcta y eficaz.

En los casos de delito penal es cuando adquiere relevancia el Criminal Compliance, dependiendo de éste la exención o no de la compañía, en función de si ésta acredita de manera total el cumplimiento y la idoneidad de dicho modelo de prevención, en cuyo caso, quedará exenta de responsabilidad alguna. Por el contrario, en caso de que dicha acreditación se realice de forma parcial, simplemente servirá para atenuar la pena a la que se deberá enfrentar la empresa.

---

[593] MARISCAL & ABOGADOS ASOCIADOS**.,** "Definición y concepto de *compliance* o cumplimiento normativo." *Mariscal & Abogados Asociados*, 26 de mayo de 2018. Disponible en: https://www.mariscal-abogados.es/definicion-y-concepto-de-compliance-o-cumplimiento-normativo/ [consultado el 26 de mayo de 2018].

Dentro de las funciones que debe cumplir este Compliance Officer o cumplimiento empresarial, se encuentran la identificación de las actividades que puedan ser originarias de delitos, el establecimiento de una serie de protocolos que demuestren la voluntad firme y clara de la persona jurídica en la adopción de las medidas orientadas a la no comisión del delito, adecuar los modelos de gestión financiera que eviten la comisión de delitos relacionados con la gestión financiera, como por ejemplo el blanqueo de capitales, la obligación de informar de manera clara y fehaciente al órgano encargado de dicha vigilancia, la verificación periódica de dichos procedimientos y la puesta a punto de los mecanismos de cambio en caso de cambios en la organización de la empresa, u otros posibles cambios que puedan afectar a la actividad empresarial y, por último, el establecimiento de un sistema disciplinario sancionador adecuado a cada momento y circunstancia.

Podríamos resumir todo lo mencionado anteriormente en relación al Compliance Officer diciendo que un buen cumplimiento empresarial dispondrá de un profundo conocimiento del negocio que desarrolla la empresa en concreto para así poder evitar cualquiera de los riesgos en los que puede incurrir dicha empresa, incluso conocer y anticiparse así a los nuevos riesgos que van surgiendo con el avance de los tiempos para poder evitarlos, a través de los distintos procedimiento habilitados para el caso[594].

9.16.1. Responsabilidad social corporativa y economía circular como preludio del Compliance

Dada la importancia que está adquiriendo el cumplimiento, no sólo como concepto, sino como dimensión normativa dentro de las compañías a nivel mundial, se está produciendo una transformación constante del propio término dentro de las empresas.

La vanguardia empresarial habla, a día de hoy, de términos como economía circular y responsabilidad social corporativa. La economía circular, como término

---

[594] MARISCAL & ABOGADOS ASOCIADOS**.,** "El papel del *compliance officer* en la empresa." *Mariscal & Abogados Asociados*, 26 de mayo de 2018. Disponible en: https://www.mariscal-abogados.es/el-papel-del-compliance-officer-en-la-empresa/ [consultado el 26 de mayo de 2018].

en sí, es sinónimo de cautela, siendo referido, tanto en la jerga como en el mundo empresarial, como lo opuesto a usar y tirar. Esto constituye una nueva tendencia económica, junto con el nuevo término de responsabilidad social corporativa, más asociado éste último a la transparencia aplicada al sector financiero.

Respecto de la economía circular, ésta propugna el ahorro dentro de la empresa, en campos como la energía, generando menos emisiones o fomentando la reconversión de materias desechables en energía. Un ejemplo de esto último sería reciclar el bagazo[595].

Nos centraremos en la responsabilidad social corporativa, ya que ésta está más enfocada al sector financiero, objeto principal de esta tesis. Ésta abarca diversos sectores, como pueden ser los programas sociales con impacto real y positivo en la vida de las personas. El término responsabilidad social corporativa, como mencionábamos anteriormente, también se ha transformado, en el caso del sector financiero, en un término acuñado por las distintas entidades que responde al nombre de Banca Responsable. Lo que hay detrás de esta denominación es un comportamiento cada vez más adecuado, transparente y servicial para con el cliente de las entidades. Una de sus prioridades es el diseño de productos financieros que se adecúen a las necesidades concretas de cada cliente. Esto se lleva a cabo a través de lo que se ha denominado objetivos de desarrollo sostenible, cuyo objetivo es acrecentar el compromiso ético y social del que hasta carecían las entidades y, en general, las corporaciones para con sus clientes, generando un ámbito de confianza en ellos.

La responsabilidad social corporativa tiene su núcleo en la ética corporativa, tanto a nivel interno como con el exterior, no sólo con los propios clientes, sino también con lo que hoy denominamos como stakeholders[596].

La nueva terminología lleva a acuñar definiciones apropiadas para el momento como que los directivos de las diferentes empresas trasciendan de lo

---

[595] Residuos de materia tras la previa extracción de su jugo, como pueden ser los restos de la uva.

[596] Stakeholder: parte interesada, que no sólo se refiere a los propios clientes de la empresa, sino a todas aquellas personas u organizaciones cuyas vidas se vean afectadas de alguna manera por las decisiones de las compañías o de las distintas entidades.

puramente empresarial, convirtiéndolos también, no sólo en gestores empresariales puramente entendidos como tales, sino en gestores de ética y responsabilidad, convirtiéndose así en directivos más sensibles de los intereses y expectativas de cualquier grupo de interés próximo a las compañías.

9.16.2. Origen y evolución del término Compliance

El origen del buen gobierno corporativo proviene de los países anglosajones, para posteriormente llegar a los países de derecho continental, exportando distintas instituciones normativas y diferentes maneras de actuar que resultaban anómalas para los criterios ya establecidos en los diferentes ordenamientos normativos de los distintos países continentales en los que fue penetrando esta práctica.

Partiendo de la base de que las plazas financieras más importantes a nivel mundial eran Londres y Nueva York (hablamos en pasado ya que, en la actualidad, y dadas las circunstancias políticas que están aconteciendo en Reino Unido a raíz del Brexit, otras capitales europeas, como Frankfurt, están adquiriendo mayor protagonismo en cuanto a centros financieros emergentes se refiere), era razonable que sus esquemas financieros se extendieran al resto de los países.

Según el profesor Enrique Piñel, en el origen de los movimientos acontecidos alrededor del gobierno corporativo, juega un papel muy importante el protagonismo que en los países anglosajones tiene "la inversión institucional ligada a los sistemas de previsión social" o lo que sería lo mismo "las inversiones realizadas por los fondos de pensiones y por las empresas de seguros para cubrir los fondos de jubilación". Por resumir lo anteriormente dicho, hablaríamos de la importancia que en los países anglosajones tiene el ahorro institucional[597].

El buen gobierno de las corporaciones va destinado a evitar que los ejecutivos de las diferentes compañías que se encargan de la gestión diaria no actúen en su propio interés en detrimento de los propietarios de dicha compañía y, por supuesto, de los clientes.

---

[597] PIÑEL, E., *El Gobierno Corporativo de las entidades de crédito*. Material CUNEF, material inédito, 2013.

En Estados Unidos se originó este movimiento a través de la publicación de una ley que llamaron Ley Sabarnes Oxley (SOX), la cual fue propugnada por el senador demócrata Paul Sabarnes y el congresista republicano Michael Oxley.

Ésta contiene 11 leyes y numerosas secciones. Se encarga de regular aspectos que involucran a los ejecutivos de la corporación y a casi todos los agentes que participan en el mercado financiero (traders…). También crea el "Consejo de Supervisión Contable de la Empresa Pública" (PCAOB), que es la Junta de Supervisión de Firmas de Contabilidad Pública. Su objetivo es la llevanza del registro de las firmas auditoras, la inspección de su trabajo y la verificación del cumplimiento de los estándares de control de calidad y principios éticos. Este organismo está capacitado para la aplicación de sanciones y medidas disciplinarias.

Todo va encaminado a la búsqueda de la transparencia, convirtiéndose ésta en la clave fundamental de los gobiernos corporativos. De este modo, los actores que participan en el mercado pueden percibir la actuación de las diferentes compañías con las que interactúan, pudiendo tener la máxima información, tanto en el periodo previo a la inversión como durante la misma.

9.16.3. Compliance: diversas tendencias mundiales

En referencia a la evolución en Europa cabría destacar que, en casi todas las grandes empresas españolas cotizadas, los más importantes bancos son, en palabras del profesor Piñel "los custodios" de una parte muy importante del capital de esas empresas. A través de ellos se realizarán las inversiones institucionales en empresas de nuestro país, por parte de estos grandes fondos e inversores extranjeros. Estos solían ser, generalmente, británicos y norteamericanos, los cuales, en aquel tiempo, demandaban menores exigencias de carácter normativo, ya que sus inversiones en nuestro país, España, eran todavía marginales para el volumen de sus intereses[598].

[598] PIÑEL, E., El Gobierno Corporativo de las entidades de crédito, op. cit.

Por aquel entonces, refiriéndonos a principios de los años noventa, se optó por la tendencia británica de sus informes de buen gobierno, cimentados éstos sobre el principio de (Comply or Explain; cumplir o explicar[599]). En España se siguió el informe Olivencia, del cual hablaremos en próximos puntos.

9.16.4. El grupo de expertos y la convulsión comunitaria

Debido a la gran crisis de principio de siglo, anterior a la que posteriormente, en el 2007, acaecería en el mundo, surgiría una importante mentalización a nivel institucional europeo de la necesidad de crear una serie de parámetros dirigidos a un buen gobierno corporativo, promovido y apoyado por la propia Comisión Europea[600] sobre el Parlamente y el Consejo de la Unión.

Fue a través de un comité de expertos cuando, en noviembre del año 2002, se publicó un informe llamado Winter, en el cual se trazaban unas líneas especiales acerca del gobierno corporativo en la Unión Europea, además de contemplar la modernización del derecho societario europeo.

9.16.5. Compliance: el caso norteamericano

En lo referente al Derecho Comparado, en este caso a los Estados Unidos de Norteamérica, ponemos de manifiesto que la valoración en lo referente a la imputación de un delito a una persona jurídica recae en manos de la fiscalía. Los

---

[599] Comply or Explain: el principio de comply o explain es un elemento muy importante en la aproximación a los códigos de buen gobierno en los distintos países europeos. Establecen las normas, reglas o directrices que no son de obligado cumplimiento. Es necesario que las compañías a las que van destinadas, en caso de incumplimiento, expliquen públicamente el motivo por el que no cumplen algunos de los preceptos reflejados en dichos códigos.

Las explicaciones, para que sean verdaderamente eficaces, tendrán que ser sobre circunstancias reales, tener un alto nivel de transparencia acompañado y ser coherentes y concretas (PIÑEL, E., *El Gobierno Corporativo de las entidades de crédito, op. cit*.).

[600] Órgano ejecutivo y de iniciativa legislativa.

programas de cumplimiento en esta parte del mundo son de extremada importancia en todas las compañías a la hora de determinar la culpabilidad o la inocencia en un procedimiento judicial. En los Estados Unidos es importante la existencia de un programa de cumplimiento para determinar lo anteriormente dicho.

Un programa de cumplimiento no podrá evitar la inculpación de una persona jurídica si se cumplen todos los requisitos del delito, aplicándose en este caso la doctrina del *respondeat superior*[601]. Un ejemplo de esta figura lo encontramos en el caso visto por el tribunal de apelación del segundo circuito conocido como United States versus Ionia Management S. A[602]. Otro ejemplo de la doctrina del *respondeat superior* se dio en Nüremberg en el juicio llevado a cabo contra los nazis por los crímenes de guerra cometidos. El derecho norteamericano igualmente prevé lo contrario, como se puede ver en el caso United States versus Beusch[603].

En los Estados Unidos existe una figura conocida como "partner" a través de la cual la propia compañía se convierte en colaboradora de la administración de justicia a la hora de detectar y perseguir este tipo de delitos corporativos. Por tanto, y como la directriz principal o el sello distintivo de la fiscalía norteamericana es la transparencia y la discreción, parecería incongruente sancionar a las empresas y a la vez pedirles que colaboren. Las reglas federales de procedimiento criminal tienen que dar, y de hecho dan, opción a las empresas para que demuestren la viabilidad y eficacia de sus programas de cumplimiento durante un proceso

---

[601] Literalmente "dejar que el maestro responda". El elemento subjetivo o *mens rea* determina la intencionalidad de una persona para cometer un delito o, lo que es lo mismo, el conocimiento de que una acción o la omisión de esta acción causaría la comisión de un crimen. Esto último es lo que en España se conoce como el delito de comisión por omisión.

[602] Vid. VILLEGAS GARCÍA, M. A., La responsabilidad criminal de las personas jurídicas. La experiencia de Estados Unidos. Cizur Menor, Navarra, 2016, p. 371.

[603] Vid. VILLEGAS GARCÍA, M. A., La responsabilidad criminal de las personas jurídicas. La experiencia de Estados Unidos, op. cit., p. 374.

judicial para evitar su inculpación. Hay que aclarar que en los Estados Unidos este procedimiento ofrece todas las garantías procesales para los encausados[604][605].

A pesar de todo lo dicho anteriormente respecto de la expansión de la teoría de la responsabilidad penal de la persona jurídica en los Estados Unidos de Norteamérica, en la actualidad también se ha expandido a la responsabilidad de los propios administradores intentando evitar que éstos se escondiesen y eludiesen su propia culpa tras los muros de la organización. En la actualidad ya no cabe duda de la ampliación o extensión de dicha responsabilidad a la persona o personas encargados de la administración de las entidades por los delitos que éstos cometan en el ejercicio de sus funciones durante el desempeño de sus cargos. En los Estados Unidos los directivos podrán incurrir en los siguientes delitos tipificados en la norma correspondiente[606]: *misprision of felony*, que consiste en la ocultación a sabiendas de la comisión de un delito; *felony*, que consiste en la ocultación a la autoridad de la comisión de un delito por parte de los empleados; *witness tampering or obstruction of justice*, que consiste en que la obstrucción de la investigación de delitos cometidos por miembros de la propia organización. También es el intento de influenciar en las declaraciones que se presten durante la investigación. Por último, el *perjury and false statement offense,* que sería faltar a la verdad durante la investigación[607].*

9.16.6. Cumplimiento en el ordenamiento jurídico español

La historia del Compliance o cumplimiento en nuestro país ha transcurrido paralela al resto de los países europeos, aunque con menos exigencias que en los mercados de origen.

---

[604] WALSH, C. J., y PYRICH, A., "Corporate compliance programs as a defense to criminal liability: can a corporation save its soul?" *Rutgers Law Review, 47*(605*)*, 1995, pp. 685-686.

[605] SCHWARTZ, I., "Toward improving the law and policy of corporate criminal liability and sanctions". *The American Criminal Law Review*, *51*(1), 2014, p. 1 y p. 111.

[606] La normativa Antitrust, la Rico Act, la Bankruptcy Act, normas medioambientales o normas reguladoras del mercado de valores.

[607] VILLEGAS GARCÍA, M. A., La responsabilidad criminal de las personas jurídicas. La experiencia de Estados Unidos op. cit., p. 385.

Brevemente aludiremos a los hitos más destacables:

- El informe Olivencia: Data de febrero del año 1998, constituyéndose a raíz de un grupo de trabajo, el cual elaboró un código ético de gobierno y de sociedades, impulsado por su presidente e ilustre jurista, don Manuel Olivencia.

  Este informe supuso una nueva era en las prácticas de buen gobierno corporativo en España, iniciando así una gran mejora en este ámbito, aunque sin llegar a ser, en aquel momento, todo lo profundo y exhaustivo que se hubiera deseado.

- La etapa del anteproyecto, que cambiaría el Código de las Sociedades Mercantiles. Este código fue muy controvertido y rechazado por la comunidad empresarial española. Anteriormente, el principio de "Comply or Explain" resultó muy contradictorio con nuestra tradición jurídico, por lo que surgió este anteproyecto.

  Fue elaborado por la sección de derecho mercantil de la Comisión General de la Codificación, y su propósito fue la unificación y actualización de la legislación dispersa y vigente en aquel momento.

- El Informe Aldama: se constituyó sobre una comisión que respondía al nombre de su presidente, don Enrique Aldama y Miñón.

  Vino a implementar la de su predecesor, el catedrático de derecho mercantil don Manuel Olivencia, ahondando en puntos como las relaciones de las cotizadas con los consultores, analistas y demás empresas o personas que asisten y prestan sus servicios profesionales a dichas empresas.

  Uno de los puntos fundamentales que trató este informe y que, a su vez, implementó respecto de su predecesor, fue todo lo relacionado con la transparencia y deber de información, así como el principio de lealtad de

los administradores respecto de su propia compañía, y lo referente al principio de autoregulación.608

Dicho lo anterior, cabría mencionar que la Directiva 2006/48 CE relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, en sus diversos artículos regula aspectos varios como el gobierno corporativo de las propias entidades en su artículo 22.

También cabe destacar, como punto importante, que el Comité de Supervisión de Basilea publicó las políticas remunerativas en un documento llamado Assessment Methodology.

Todo lo anteriormente dicho, y más concretamente la Directiva mencionada y el método de evaluación realizado por el Comité de Basilea, podría encuadrase en el buen gobierno de las entidades de crédito.

A modo de resumen, y para terminar este apartado, resaltaremos que todas las medidas que se han tomado hasta ahora y que se deben de seguir tomando para implementar la seguridad en el tracto mercantil suponen, aparte de una revolución, un hito en pos del beneficio del usuario o consumidor.

A través de la transparencia se pretende, no sólo proteger al consumidor, a los accionistas, en resumen, a todos los usuarios de las entidades de crédito, sino también a la propia actividad de dichas entidades que componen un eslabón muy importante en la cadena económica de las naciones y en sus avances y logros socioeconómicos.

9.16.7. Norma UNE 19601 (Subcomité Técnico CTN 307 SC1 – Sistemas de gestión del cumplimiento y sistemas de gestión anticorrupción)

Societas delinquere non postest. Este aforismo latino significa literalmente que la sociedad no puede delinquir, y que adaptado al derecho de nuestro país hace

608 El principio de autoregulación, en el caso que nos ocupa, hace referencia a la autoregulación empresarial, que constituye la capacidad que tienen las corporaciones, como la palabra indica, de regularse a sí mismas, desde dentro de dicha empresa. Esto lo hacen a través de unos organismos internos constituidos en base a esta disciplina, cuya función es la de ejercer un control, voluntariamente aceptado, por los mecanismos de mando de dicha compañía.

referencia a la imposibilidad de que una persona jurídica pueda cometer delito alguno. Por supuesto es aquí donde se abre un gran campo de estudio, que a día de hoy ha cambiado en nuestro país a través del Código Penal con la reforma de la Ley Orgánica 5/2010 de 22 de junio. Con esta reforma se hace sujeto de responsabilidad penal a las personas jurídicas.

La persona jurídica como entidad empresarial en nuestros tiempos se ha convertido en un sistema compuesto por otros muchos subsistemas de carácter complejo [609] , entendiendo por sistema el conjunto de elementos que están interrelacionados entre sí para conseguir un bien común y superior. El subsistema sería la persona jurídica en sí misma, mientras que los subsistemas serían los diferentes departamentos que constituyen esa empresa como, por ejemplo, el subsistema de gestión de personal, el subsistema de gestión de ventas, el subsistema de gestión de información, el subsistema de gestión logística y así un largo etcétera dependiendo del tamaño del sistema central.

En contraposición al sistema se encuentra el organigrama. Un organigrama es generalmente creador de barreras que lo que hace es ocuparse de la consecución de los objetivos departamentales sin importarle que esa consecución pueda perjudicar a otros departamentos del sistema central. Estaría definido por la palabra homeóstasis que significa que tiene una tendencia a permanecer estático manteniendo su propio status quo interno, mientras que los subsistemas se les podrían definir con la palabra adaptabilidad ya que buscan un equilibrio respecto a los otros subsistemas en beneficio del sistema central[610].

Por llevar a cabo una comparación fuera del campo jurídico-económico, podíamos ilustrar lo comentado con un ejemplo de carácter médico, elaborado por el biólogo Ludwig von Bertalanffy, el cual conceptualizó al organismo como un sistema abierto en constante interacción con otros sistemas circundantes, calificando estas interacciones de complejas.

---

[609] VILA ESPESO, M. A., El modelo de Compliance penal de la norma UNE 19601.Una breve orientación para su implantación en pequeñas y medianas empresas, op. cit., pp. 22 y ss.

[610] CHIAVENATO, I., *Introducción a la teoría general de la administración*, McGraw-Hill Interamericana, Santa Fe de Bogotá, 2006.

Debido a la complejidad adquirida por las organizaciones empresariales, o personas jurídicas, no sólo se encuentran reguladas por la legislación interna de cada país (en el caso español por las distintas legislaciones, Civil, Penal, etc.), sino también por las distintas normas emanadas de órganos como la International Organisation for Standarzisation (ISO), tales como la UNE 19601, la cual se ocupa del Compliance Penal en nuestro sistema empresarial. Esta última norma se vería complementada por la norma ISO 9001 referente a los sistemas de gestión de la calidad y especialmente de los requisitos de dicha gestión.

Respecto a esta última norma, destacaremos que está compuesta por 10 apartados y dos anexos de carácter informativo y, por comenzar por el final, diremos que en el Anexo A trata de aclarar la nueva estructura, su terminología y los conceptos de la propia norma, en la cual además hace una aclaración a través de una tabla de la norma ISO 9001 del 2008 en comparación con la del 2015 (véase Figura 3).

Figura 3. Principales diferencias en terminología entre la norma ISO 9001: 2008 y la norma ISO 9001: 2015

ISO 9001:2008	ISO 9001:2015
Productos	Productos y servicios
Exclusiones	No se utiliza (Véase el Capítulo A.5 para aclarar su aplicabilidad)
Representante de la dirección	No se utiliza (Se asignan responsabilidades y autoridades similares pero ningún requisito para un único representante de la dirección)
Documentación, manual de la calidad, procedimientos documentados, registros	Información documentada
Ambiente de trabajo	Ambiente para la operación de los procesos
Equipo de seguimiento y medición	Recursos de seguimiento y medición
Productos comprados	Productos y servicios suministrados externamente
Proveedor	Proveedor externo

Fuente: Anexo primero de la ISO 9001, de septiembre 2015, sobre las principales diferencias en terminología entre la norma ISO 9001: 2008 y la norma ISO 9001: 2015.

Respecto del Anexo B, también de carácter informativo, trata acerca de otras normas internacionales sobre gestión de la calidad y sistemas de gestión de la calidad desarrolladas por el Comité Técnico ISO/TC 176.

Respecto al resto de los puntos, nos encontramos con un Prólogo en el cual da una explicación de la propia organización y una composición descriptiva de los procedimientos utilizados para el desarrollo normativo emitido por Directivas ISO/IEC[611]. Aclara que cada edición anula y sustituye a la anterior.

A continuación, viene la Introducción en la que nos encontramos con algún punto de carácter importante, como la aclaración de las formas verbales utilizadas a lo largo de la norma en las que especifica que cuando utiliza la palabra "debe", se indica un requisito; si se utiliza "debería" se refiere a una recomendación y, por último, si se utiliza el término o la palabra "puede", está refiriéndose a un permiso, posibilidad o una capacidad.

Los puntos 1 al punto 10 integran el contenido de la propia norma: el objeto y campo de aplicación, las referencias normativas, los términos y definiciones, el contexto organizativo, también un apartado para el liderazgo, otro para la planificación, otro que se refiere al apoyo, en el que incluye los recursos, las competencias, la comunicación, etc. Otro apartado de operación en el que se habla de la planificación, de los requisitos para determinados productos y servicios o del diseño y desarrollo de dichos productos. El punto noveno trata de la evaluación del desempeño y el décimo o último, alude a las mejoras. Esto es todo lo referente a la norma ISO 9001.

Respecto de la UNE 19601, que se ocupa de los sistemas de gestión de Compliance Penal – Requisitos con orientación para su uso, destacaremos que la norma ha sido elaborada por un Subcomité Técnico CTN307 SC1 de Sistemas de gestión y cumplimiento y sistemas de gestión anticorrupción. De igual manera que en la norma anterior, en su Prólogo nos indica las particularidades en caso de la utilización de las formas verbales "debe", "debería" y "puede", en las que en el primer caso nos indica un requisito, en el segundo una recomendación y en el tercero, un permiso, una posibilidad, o una capacidad.

En el caso de la norma UNE 19601 destacaríamos que lo referente a Compliance Penal se encuentra recogido en los apartados del 4 al 10 de su índice. Esta norma además de estos 10 puntos está compuesta por un undécimo que

[611] IEC: International Electronic Commission

contiene la bibliografía y seis anexos finales, de los cuales todos son de carácter informativo, excepto el Anexo C que es de carácter normativo, y contiene la información documentada mínima necesaria en un sistema de gestión de Compliance Penal.

Volviendo al principio, en los tres primeros puntos de la norma, se encuentra la Introducción, el Objeto y campo de aplicación, otro apartado que se llama Normas para consulta, (que podría ser equivalente al de referencias normativas en la norma ISO 9001, situado en el punto segundo de esta última norma), y en el punto tercero, nos encontramos con la terminología y definiciones (Términos y definiciones). En este último define términos como cultura, conflicto de intereses, auditoría, etc., términos todos ellos que aparecen a lo largo de la norma UNE 19601.

En el punto segundo, Normas para su consulta, nos encontramos que dentro de la norma aclara que no se identifican normas para la consulta. Es en el punto número cuatro, y hasta el número diez, como hemos aclarado anteriormente, donde la norma trata específicamente del Compliance Penal. El apartado cuatro, Contexto de la organización, está formado por cuatro subapartados: comprensión de la misma y contextualización, entendimiento de las necesidades y expectativas de las partes interesadas, la determinación del alcance de sistema de gestión de Compliance Penal y, por último, uno que habla de sistemas de gestión de dicho Compliance Penal.

Destacamos que en este último es importante incluir medidas diseñadas dentro del propio sistema de gestión de Compliance Penal que evalúen y detecten el riesgo penal, para poder prevenirlo y gestionarlo de forma temprana.

El quinto apartado de la norma trata del liderazgo. Este apartado tiene, a su vez, tres subapartados. En el primero se habla de liderazgo y compromiso, en el segundo de la política de Compliance de Penal y, por último, el tercer subapartado, trata de los roles, responsabilidades y autoridades en la organización. Dentro del punto de liderazgo y compromiso, se establece cuáles serán los órganos de gobierno, los órganos de Compliance Penal y los órganos de alta dirección.

Dentro de los órganos de gobierno destacamos el compromiso de los dirigentes con el sistema de gestión de Compliance Penal de manera interna en la empresa. Dentro del órgano de Compliance Penal destacamos como característica la obligación de trabajar conjuntamente con la dirección de la empresa. El órgano

de alta dirección tiene el compromiso de demostrar liderazgo y colaboración con el sistema de gestión de Compliance Penal, llevado a cabo por el órgano de Compliance Penal.

El sexto también abarca tres subapartados, en los cuales la planificación es el eje central. El primer subapartado trata las acciones para abordar riesgos y oportunidades; en el segundo se trata de la evaluación de los riesgos penales y, en el tercero, los objetivos de la Compliance y la planificación para lograr los objetivos que persigue el Compliance Penal.

El punto séptimo tiene seis subapartados, y el eje central se encuentra en los elementos de apoyo. En su primer subapartado trata de la cultura de Compliance, la cual va encaminada al compromiso y la normalización por parte de todos los subsistemas en la vivencia diaria con dicho sistema de Compliance. En el apartado segundo versa sobre los recursos. Trata de que la organización o sistema central deberá proporcionar los recursos necesarios para implementar, mantener y mejorar de forma continua el sistema de gestión de Compliance Penal. En el tercer subapartado el eje central es la competencia y dentro de éste abre cuatro subapartados referentes a la relación con el personal del Compliance, la diligencia debida con todos los miembros de la organización y la diligencia relativa a personas que ocupan posiciones muy expuestas dentro del sistema central (se refiere a personas expuestas a riesgos de carácter penal). El cuarto subapartado trata sobre la formación y concienciación del sistema de gestión del Compliance Penal. En el quinto subapartado habla de la comunicación, dividiéndolo, a su vez, en otros dos subapartados en los que se trata con los requisitos para la comunicación, el cuándo, el cómo, el a quién, y el quién debe comunicar, los idiomas y, por último, el contenido de la comunicación. Finalmente, el subapartado sexto, nos habla de la información documentada que viene a materializar en soporte de papel lo expuesto en el punto anterior.

El subapartado ocho trata de las operaciones y está dividido en ocho subpuntos. El primero trata de la planificación y control de operaciones; el segundo nos habla de la diligencia debida; el tercero plantea la problemática de los controles financieros dentro de la propia organización o sistema central. El siguiente, cuarto, habla de los controles no financieros, los cuales pueden detectar riesgos penales de manera temprana. Otro subpunto es el de implementación de controles tanto en las

filiales como con otros socios de negocio, haciendo una pequeña subdivisión en entidades bajo control y entidades no controladas por la organización. El sexto subapartado habla de las condiciones contractuales, tratando el tema de las cláusulas que están específicamente reflejadas en los contratos y dirigidas a reducir el riesgo penal. Los dos últimos puntos tratan con la comunicación de incumplimientos e irregularidades y la investigación de dichos incumplimientos e irregularidades, respectivamente.

El subapartado nueve está a su vez dividido en cinco epígrafes, siendo este noveno punto el que englobaría la evaluación del desempeño, a través de un seguimiento, medición, análisis y evaluación (subpunto primero), auditoría interna que tiene especial relevancia en el sistema de Compliance Penal (subpunto segundo), revisión por parte del órgano de Compliance Penal (subpunto tercero), revisión por parte de la alta dirección (subpunto cuarto) y, finalmente, revisión por parte del órgano de gobierno (subapartado quinto).

Finalmente, el subapartado décimo se refiere a las mejoras, que han de ser continuas, no conformes y correctivas. Este contenido se engloba en dos subapartados, que son No conformidades y acciones correctivas y Mejora continua

X – CONCLUSIONES

X. CONCLUSIONES

En cuanto a naturaleza de la responsabilidad de las personas jurídicas, éstas que intervienen en la emisión, comercialización o distribución de productos financieros complejos no pueden quedar exentas de responsabilidad cuando incumplen los deberes de transparencia, información o diligencia exigibles en el mercado financiero. Esto se deriva tanto de la doctrina civil como de la jurisprudencia, especialmente en los casos de productos ofertados a clientes minoristas, donde la asimetría informativa es patente. En este sentido, Rodero Vicente señala que las entidades de crédito han ofertado productos de alto riesgo, aptos sólo para inversores cualificados, a clientes minoristas sin adecuar los deberes de información exigibles, provocando pérdidas significativas y alteración de la expectativa legítima del consumidor[612].

Respecto al deber de información y consentimiento válido como núcleo de imputación, decir que el consentimiento del cliente al contratar un producto estructurado complejo debe estar precedido por información clara, comprensible, suficiente y proporcional a la complejidad del producto. Cuando esto falla, la responsabilidad de la persona jurídica puede fundarse en el error como vicio del consentimiento, en la anulabilidad del contrato, o en la indemnización por incumplimiento contractual. Aguilar Gualda [613] describe que la nulidad por incumplimiento contractual del empresario es una vía consolidada, particularmente cuando el empresario no ha cumplido con los deberes de transparencia o cuando la naturaleza del producto supera la capacidad del cliente de comprender los riesgos.

En lo concerniente a la responsabilidad civil frente a la responsabilidad penal, podemos decir que actúan con límites y ámbitos distintos. Si bien la mayor parte

---

[612] RODERO VICENTE, F. M., Responsabilidad jurídica de las entidades de crédito por la venta de participaciones preferentes. op. cit., p. 122.

[613] DE AGUILAR GUALDA, SALUD., *Problemática actual de los productos financieros complejos*. Bosch, Barcelona, 2019, p. 233.

del debate se centra en la responsabilidad civil —incluyendo restitución, indemnización, anulabilidad—, también puede contemplarse la responsabilidad penal de la persona jurídica en ciertos supuestos extremos (fraude o estafa). No obstante, la imputación penal requiere siempre la intervención de una persona física, como autor o partícipe del hecho delictivo, dado que la ley penal española no contempla autoría directa de la persona jurídica sin una cadena de participación humana atribuible.

El desarrollo normativo (Directiva MiFID, legislación nacional de transparencia financiera, normativas de protección al consumidor) y la jurisprudencia del Tribunal Supremo han ido configurando con mayor precisión los estándares que deben observar las entidades financieras. Sentencias del TS han establecido que la carga de probar que el cliente comprendió suficientemente los riesgos recae sobre la entidad financiera, y han afirmado la posibilidad de resolver contratos por falta sustancial de información, o demandar indemnización por daños derivados de la falta informativa.

La responsabilidad civil implica obligaciones de restitución, indemnización, nulidad o resolución contractual, con los correspondientes costes patrimoniales. Más allá de lo económico, la reputación de la entidad sufre un desgaste, afectando su confianza en el mercado y su posición competitiva. Además, las autoridades supervisoras pueden imponer sanciones administrativas, medidas correctivas o exigencias de compliance más estrictas.

Por último, existen una necesidad de reglas más claras y estándares de diligencia elevados. La complejidad creciente de los productos financieros exige que los estándares de diligencia, información, evaluación de idoneidad y transmisión de riesgos sean cada vez más exigentes. Las entidades bancarias deben adoptar prácticas proactivas, con evaluaciones previas del perfil del cliente, comprobaciones de comprensión y advertencias adecuadas. Las reglas de compliance y los modelos organizativos de gestión del riesgo desempeñan aquí un papel esencial.

La responsabilidad de la persona jurídica constituye un instrumento fundamental para equilibrar la desigualdad de conocimientos entre los emisores de productos financieros y los clientes minoristas. La protección legal no debe ser solo reactiva, sino preventiva, con regulación clara, supervisión efectiva y sanción adecuada. La consolidación del principio de responsabilidad de la persona jurídica

dentro del sistema financiero contemporáneo no puede entenderse de manera aislada, sino como parte de un proceso más amplio de europeización y constitucionalización del Derecho privado y económico. La protección del inversor minorista y la transparencia en los mercados financieros se configuran hoy como manifestaciones concretas del principio de confianza legítima y del derecho a la información veraz, ambos estrechamente vinculados con la tutela efectiva de los derechos patrimoniales del ciudadano en el marco del artículo 47 de la Carta de los Derechos Fundamentales de la Unión Europea. Este giro axiológico supone una evolución desde un modelo meramente contractualista hacia un Derecho financiero con función social, en el que la responsabilidad empresarial se erige como garantía de la justicia conmutativa y de la estabilidad institucional del mercado.

Desde esta perspectiva, la responsabilidad de la persona jurídica deja de ser una mera consecuencia ex post del incumplimiento normativo, para transformarse en una obligación de organización interna: un deber de estructurar la actividad empresarial conforme a estándares de diligencia profesional y ética corporativa. Esta idea encuentra fundamento en el principio de autocontrol responsable (self-compliance), que obliga a las entidades financieras a integrar en su estructura sistemas de prevención de riesgos legales, reputacionales y financieros. La eficacia de estos modelos no se mide únicamente por la ausencia de infracciones, sino por su capacidad de detectar, corregir y reportar de forma temprana las deficiencias informativas o de conducta que puedan afectar a los consumidores o a la integridad del mercado.

El avance hacia una responsabilidad proactiva implica, además, una reinterpretación del concepto de culpa empresarial. En el contexto de los productos financieros complejos, la culpa se proyecta sobre la organización del riesgo y no solo sobre la acción individual de un agente o empleado. Así, la negligencia puede consistir tanto en la omisión de medidas de control adecuadas como en la falta de adaptación del modelo de negocio a los estándares normativos. La jurisprudencia más reciente del Tribunal Supremo ha empezado a reconocer este enfoque, especialmente en materia de deberes de información, señalando que la diligencia exigible a una entidad bancaria debe valorarse conforme a la posición técnica y profesional que ocupa en el tráfico económico (STS 491/2020, de 28 de septiembre). Esta posición conlleva una mayor carga de cuidado, derivada de la confianza pública depositada en el sistema bancario.

Asimismo, la doctrina del riesgo profesional se erige como criterio determinante para la imputación de responsabilidad. Las entidades financieras, por su especialización y por la complejidad de los productos que ofrecen, asumen un deber reforzado de previsión y control. No se trata únicamente de evitar el daño, sino de prever las condiciones de posibilidad del error o el engaño y establecer mecanismos preventivos eficaces. En este sentido, el riesgo no puede trasladarse al cliente minorista bajo el pretexto de la autonomía de la voluntad, pues la libertad contractual, en el marco de la contratación financiera, se encuentra limitada por la exigencia de un consentimiento informado y responsable. De este modo, la responsabilidad se convierte en una herramienta para redefinir el equilibrio contractual, garantizando que la libertad económica de la entidad no se ejerza en detrimento de la seguridad jurídica del consumidor.

La creciente relevancia del cumplimiento financiero ha generado una nueva concepción de la responsabilidad empresarial, que ya no se limita al cumplimiento formal de las normas, sino que exige la construcción de una cultura corporativa ética. La efectividad de un programa de cumplimiento no depende solo de su existencia documental, sino de su integración real en la praxis empresarial, de la formación constante de sus empleados y de la supervisión independiente de sus mecanismos internos. En este contexto, el oficial de cumplimiento se convierte en una figura clave: garante de la transparencia, interlocutor con las autoridades supervisoras y guardián de la integridad corporativa. Su función no es meramente técnica, sino también deontológica, al contribuir a generar una conciencia institucional de responsabilidad que trasciende el cumplimiento mínimo normativo.

Esta evolución normativa y doctrinal responde, en última instancia, a la necesidad de reconstruir la confianza pública en el sistema financiero. Las crisis económicas recientes demostraron que la ausencia de controles eficaces y la comercialización irresponsable de productos complejos pueden tener consecuencias devastadoras no solo para los consumidores, sino para la estabilidad macroeconómica. La responsabilidad de la persona jurídica se presenta entonces como un mecanismo de reequilibrio sistémico, que busca restablecer la justicia y la credibilidad en las relaciones entre entidades y clientes. En este sentido, el Derecho no se limita a sancionar conductas, sino que contribuye a la sostenibilidad del

mercado financiero, entendida como la coexistencia armónica entre rentabilidad, transparencia y equidad.

Desde el punto de vista institucional y de política legislativa, la tendencia apunta hacia una convergencia entre las esferas civil, administrativa y penal en la gestión de la responsabilidad empresarial. Esta interconexión refleja la idea de que los comportamientos que vulneran los deberes de información o transparencia lesionan simultáneamente intereses privados y colectivos. La sanción administrativa protege el orden público económico; la responsabilidad civil repara el daño individual, y la responsabilidad penal, en los casos más graves, reafirma la vigencia de los valores esenciales del sistema. Este enfoque integral exige una coordinación entre los distintos órdenes jurisdiccionales y los organismos supervisores, evitando solapamientos, contradicciones y vacíos regulatorios que puedan debilitar la eficacia del sistema.

Una dimensión adicional de este proceso se observa en la progresiva incorporación de criterios ambientales, sociales y de gobernanza (ESG) en la responsabilidad corporativa. Las entidades financieras, al actuar como intermediarias de capital, desempeñan un papel determinante en la orientación de la economía hacia la sostenibilidad. La responsabilidad por la información no se limita ya a los riesgos financieros, sino que abarca los riesgos no financieros, como los climáticos o sociales, cuya omisión informativa puede generar daños patrimoniales indirectos o afectar la confianza inversora. De este modo, el principio de transparencia se amplía, adquiriendo una dimensión ética y social, en línea con los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) de las Naciones Unidas y con las directrices de la Unión Europea sobre finanzas sostenibles.

La aplicación de estos principios en el ámbito financiero también exige una revisión de los mecanismos de tutela judicial. Los tribunales deben disponer de herramientas técnicas y doctrinales adecuadas para valorar la suficiencia de la información y la idoneidad del producto ofrecido, lo que demanda una mayor especialización jurisdiccional. En este sentido, la creación de secciones especializadas en Derecho financiero y bancario podría contribuir a la uniformidad interpretativa y a la coherencia de la jurisprudencia, evitando resoluciones dispares que afecten la seguridad jurídica. Asimismo, la cooperación entre jueces, supervisores y organismos de arbitraje financiero reforzaría la protección del cliente minorista y la eficacia preventiva del sistema.

En el plano doctrinal, puede afirmarse que la responsabilidad de la persona jurídica ha alcanzado un estadio de madurez normativa, pero todavía enfrenta desafíos conceptuales. Uno de ellos radica en delimitar con precisión la frontera entre error del cliente y omisión informativa de la entidad. El principio de in claris non fit interpretatio no resulta aplicable cuando la complejidad técnica del producto supera la capacidad media del consumidor. Por ello, la doctrina civilista moderna tiende a afirmar que el consentimiento solo es válido cuando se basa en un conocimiento material y no meramente formal del contenido contractual. Así, la responsabilidad no se deriva del riesgo inherente a la inversión, sino de la falta de comprensión razonable de dicho riesgo, atribuible a la deficiencia informativa de la entidad.

De manera complementaria, la teoría del daño financiero cobra especial relevancia. Este daño no se manifiesta únicamente como pérdida patrimonial inmediata, sino como lesión a la autonomía decisional del consumidor, quien se ve inducido a contratar bajo una representación inexacta de la realidad. Se trata de un daño moral-patrimonial híbrido, cuya reparación no siempre puede cuantificarse en términos puramente económicos. La jurisprudencia reciente empieza a reconocer esta dimensión, considerando que la falta de información o la información sesgada vulnera derechos fundamentales de los consumidores, como la libertad de elección y la dignidad económica.

El fortalecimiento de la responsabilidad corporativa también exige una reflexión sobre la formación y educación financiera de la ciudadanía. La asimetría informativa no solo deriva de la conducta de las entidades, sino también del déficit estructural de conocimiento financiero de los consumidores. En este punto, la intervención del Estado resulta imprescindible: la educación financiera debe concebirse como una política pública de protección preventiva, al mismo nivel que la educación en derechos del consumidor o en competencias digitales. Solo a través de la formación se puede construir una base de consumidores informados y críticos, capaces de ejercer sus derechos y de interactuar de manera equilibrada con los agentes financieros.

Por último, la proyección de la responsabilidad de la persona jurídica hacia el futuro debe entenderse como una oportunidad para redefinir el papel social de las entidades financieras. La ética empresarial, el cumplimiento normativo y la sostenibilidad no son elementos accesorios, sino componentes estructurales del

modelo de negocio. En la medida en que las entidades asuman esta responsabilidad como parte de su identidad institucional, se consolidará un modelo de mercado más transparente, inclusivo y resiliente. El Derecho, por su parte, debe continuar evolucionando hacia un enfoque sistémico y preventivo, capaz de anticipar las nuevas formas de riesgo derivadas de la digitalización, la globalización y la innovación financiera.

En conclusión, la responsabilidad de la persona jurídica en la comercialización de productos financieros complejos constituye uno de los pilares fundamentales del Derecho financiero moderno. No solo garantiza la reparación de los daños individuales, sino que preserva la confianza, la transparencia y la justicia en el funcionamiento del mercado. Su consolidación representa un avance significativo en la protección de los consumidores y en la transformación ética de las entidades financieras. Así, el equilibrio entre libertad económica y responsabilidad jurídica se erige como la clave de un sistema financiero verdaderamente sostenible, donde la rentabilidad y la protección del inversor no se conciben como valores contrapuestos, sino como dimensiones complementarias de un mismo orden jurídico y moral.

XI - LIMITACIONES Y FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

XI. LIMITACIONES Y FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

La investigación desarrollada sobre la responsabilidad de las personas jurídicas en la comercialización de productos financieros complejos, aunque ofrece un marco teórico y doctrinal robusto, no está exenta de ciertas limitaciones metodológicas y conceptuales. Estas limitaciones no solo se derivan de la naturaleza evolutiva del Derecho financiero y del compliance corporativo, sino también de la dificultad de integrar en un único enfoque las dimensiones civil, penal, administrativa y ética que convergen en este ámbito. En consecuencia, la identificación de tales restricciones resulta esencial para orientar futuras líneas de investigación que consoliden un tratamiento más sistemático y empírico de la materia.

11.1. LIMITACIONES CONCEPTUALES Y METODOLÓGICAS

En primer lugar, la principal limitación radica en la heterogeneidad normativa que caracteriza el régimen de responsabilidad de las personas jurídicas. La coexistencia de disposiciones de origen europeo (Directiva MiFID II, Reglamento 2019/2088 sobre sostenibilidad financiera, entre otros) con normas nacionales (Ley del Mercado de Valores, Código Penal, legislación de protección al consumidor) genera un marco jurídico fragmentado y en continua evolución. Esta dispersión dificulta la construcción de un modelo teórico unificado y plantea problemas interpretativos a la hora de delimitar los criterios de imputación de responsabilidad, especialmente cuando los hechos se sitúan en la frontera entre el incumplimiento civil y la infracción administrativa.

En segundo lugar, la jurisprudencia nacional, aunque ha avanzado en la protección del cliente minorista, mantiene todavía un carácter casuístico. Las resoluciones del Tribunal Supremo, si bien clarifican ciertos aspectos de los deberes de información y diligencia, no siempre ofrecen un marco sistemático que permita extraer principios generales aplicables a todos los productos financieros. Ello limita la posibilidad de formular conclusiones universalizables y pone de manifiesto la

necesidad de un estudio empírico más amplio sobre la práctica judicial en distintos tribunales y contextos contractuales.

Una tercera limitación deriva del enfoque predominantemente normativo y doctrinal del análisis. La responsabilidad de las personas jurídicas, en la práctica, se manifiesta en contextos empresariales complejos, donde intervienen factores organizativos, tecnológicos y conductuales que trascienden la mera aplicación de la norma. Sin estudios empíricos que midan la efectividad real de los programas de cumplimiento, la adecuación de los mecanismos de información o la percepción de los clientes sobre la transparencia de las entidades financieras, resulta difícil evaluar la eficacia del sistema jurídico vigente. Por tanto, la ausencia de evidencia empírica limita la comprensión integral del fenómeno y su traducción en políticas públicas eficaces.

Asimismo, el texto se enfrenta a la limitación inherente a toda aproximación teórico-axiológica, centrada en la interpretación de principios como la confianza legítima o la función social del Derecho financiero. Si bien este enfoque aporta profundidad filosófica y coherencia sistémica, no siempre ofrece herramientas operativas para medir el impacto de la responsabilidad jurídica en la conducta efectiva de las entidades. De este modo, la tensión entre el plano normativo y el plano pragmático sigue siendo un desafío pendiente para la investigación jurídica contemporánea.

11.2. LIMITACIONES DEL MARCO COMPARADO Y DE LA DIMENSIÓN EUROPEA

Otra limitación significativa reside en la escasa comparación internacional. La investigación se circunscribe principalmente al marco español y europeo continental, sin incorporar análisis comparativos con modelos anglosajones o latinoamericanos. En estos sistemas, la responsabilidad corporativa y los mecanismos de compliance financiero han alcanzado desarrollos normativos distintos —por ejemplo, la doctrina estadounidense del corporate wrongdoing o el régimen brasileño de responsabilidad objetiva en materia de consumo financiero— que podrían aportar perspectivas complementarias. La falta de este contraste comparado impide evaluar en qué medida la evolución europea responde a una tendencia global o a particularidades propias de su cultura jurídica.

Del mismo modo, aunque el trabajo aborda la europeización del Derecho privado y económico, no profundiza en la interacción entre la responsabilidad corporativa y el Derecho de la Unión Europea en su vertiente sancionadora y supervisora. La reciente proliferación de agencias europeas (como la ESMA o la EBA) y la expansión del soft law financiero plantean nuevos interrogantes sobre la jerarquía normativa, la eficacia directa de las directrices europeas y su articulación con los ordenamientos nacionales. Explorar estas interacciones constituye una tarea pendiente que podría enriquecer la comprensión multinivel del fenómeno.

11.3. FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

De las limitaciones anteriores se derivan varias líneas de investigación susceptibles de desarrollo en futuras fases.

a) Profundización empírica en el cumplimiento y la cultura corporativa.

Se requiere el diseño de estudios empíricos —cualitativos y cuantitativos— que permitan medir la efectividad real de los programas de cumplimiento financiero, los mecanismos de supervisión interna y la formación de los empleados. La incorporación de indicadores verificables (por ejemplo, tasas de reclamación, sanciones impuestas, satisfacción del cliente o cumplimiento de auditorías internas) ayudaría a evaluar si los modelos de compliance funcionan como instrumentos preventivos o si su aplicación es meramente formal.

b) Análisis interdisciplinario entre Derecho, economía conductual y gestión del riesgo.

El futuro de la responsabilidad corporativa exige integrar conocimientos provenientes de la psicología económica, la teoría de incentivos y la gestión del riesgo operativo. Estudiar cómo los sesgos cognitivos o las estructuras de incentivos influyen en la comercialización de productos financieros permitiría diseñar políticas regulatorias más ajustadas al comportamiento real de los agentes.

c) Desarrollo de un modelo teórico de responsabilidad proactiva.

Una línea prometedora consiste en formular un modelo de "responsabilidad organizativa" que combine los elementos del Derecho civil y del compliance penal con la gestión ética de riesgos. Este modelo debería partir del principio de autocontrol responsable, pero incorporando parámetros objetivos de diligencia profesional y transparencia verificable.

d) Integración de los criterios ESG en la responsabilidad jurídica.

El creciente protagonismo de la sostenibilidad financiera plantea nuevos retos en la imputación de responsabilidad por omisión de información no financiera. Las futuras investigaciones deberían analizar cómo se articulan los deberes de información ESG con los tradicionales deberes fiduciarios y cómo la falta de divulgación puede generar responsabilidad contractual o extracontractual.

e) Evaluación del impacto de la digitalización financiera.

La expansión de las plataformas fintech, la inteligencia artificial y el asesoramiento automatizado abren un campo emergente de estudio sobre la responsabilidad de las personas jurídicas en entornos digitales. Se trata de analizar los riesgos derivados de la opacidad algorítmica, la gestión de datos personales y la idoneidad de los productos ofrecidos por medios automatizados.

f) Análisis comparado y armonización internacional.

Finalmente, resulta imprescindible ampliar la investigación hacia un enfoque comparado que examine las soluciones adoptadas en otros ordenamientos jurídicos. Esta perspectiva facilitaría la identificación de buenas prácticas y contribuiría al proceso de armonización internacional del Derecho financiero, en coherencia con las directrices de la OCDE, el GAFI y la Unión Europea.

En suma, las limitaciones detectadas no deben interpretarse como debilidades insalvables, sino como puntos de partida para la consolidación de un campo de estudio en plena transformación. La responsabilidad de las personas jurídicas en el ámbito financiero exige una aproximación plural, interdisciplinaria y empíricamente informada, capaz de integrar los avances normativos con la realidad de los mercados y las expectativas sociales de transparencia y sostenibilidad. Las futuras investigaciones deberán orientarse, por tanto, hacia la construcción de un paradigma de responsabilidad proactiva y preventiva, que concilie la eficiencia económica con la tutela efectiva de los derechos de los consumidores y la estabilidad institucional del sistema financiero

XII - REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

XII. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGÜERO ORTIZ, A., "Nuevas obligaciones informativas introducidas por MiFID II. Estudio comparativo." Revista de Derecho del Mercado de Valores, *nº 21, 2017. Disponible en: http://www.congreso.es/docu/docum/ddocum/dosieres/sleg/legislatura_12/spl_16/pdfs/14.pdf [consultado el 15 de octubre de 2025].*

AGUILAR ALONSO, I., "La Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID II)", Actualidad Jurídica Uría Menéndez, 38, 2014, pp. 91-95.

ALBALADEJO, M., *Derecho civil II: Derecho de obligaciones,* Revista de Derecho Privado, Madrid, 2005.

ALBALADEJO, M., *Derecho de obligaciones y contratos*, Revista de Derecho Privado, Madrid, 2002.

ALONSO CARBONERO, F. J. / FRANCO HIDALGO, F. / GALLEGO TORTUERO, I., MIFID II: novedades en relación con las normas de conducta. Especial referencia al asesoramiento de inversiones. Revista cuatrimestral de las facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales, ICADE, Madrid, 2013.

ALONSO LEDESMA, C. / ALONSO UREBA, A., Estudios jurídicos sobre derivados financieros, Thomson Reuters, Pamplona, 2013.

ALONSO RIMO, A., La Circular 1/2016 de la Fiscalía General del Estado. Comentarios prácticos, Revista de Derecho Penal y Criminología, 16, UNED, Madrid, 2016.

ÁLVAREZ SÁNCHEZ DE MOVELLÁN, P., Estudios sobre el proceso de impugnación de acuerdos sociales, Dykinson, Madrid, 2015.

ARISCAL & ABOGADOS ASOCIADOS. "Definición y concepto de compliance o cumplimiento normativo." Mariscal & Abogados Asociados, 26 de mayo de 2018. Disponible en: https://www.mariscal-abogados.es/definicion-y-

concepto-de-compliance-o-cumplimiento-normativo/ [consultado el 26 de mayo de 2018].

ARZOZ SANTIESTEBAN, X., Las competencias económicas de supervisión de las entidades de crédito, Revista de las Administraciones Públicas, 178, 2009, pp. 37-87.

BACIGALUPO, E., Derecho penal económico y de la empresa. Marcial Pons, Madrid, 2012.

BAJO FERNÁNDEZ, M., FEIJOO SÁNCHEZ, B., y GÓMEZ-JARA DÍEZ, C., Tratado de responsabilidad penal de las personas jurídicas, Thomson Reuters, Pamplona, 2012.

BANACLOCHE PALAO, J., ZARZALEJOS NIETO, J., y GÓMEZ-JARA DÍEZ, C., Responsabilidad penal de las personas jurídicas. Aspectos substantivos y procesales, La Ley, Madrid, 2011.

BANCO CAIXA GERAL., Política de incentivos, versión 6, 2019. Disponible en: http://www.bancocaixageral.es/Doc%20Mifid%20Procedimientos%20Control/3.%20Pol%C3%ADtica%20de%20Incentivos.pdf [consultado el 15 de octubre de 2025].

BANCO DE ESPAÑA., Circular de 2 de febrero de 2016 a las entidades de crédito sobre supervisión y solvencia, que completa la adaptación del ordenamiento jurídico español a la Directiva 2013/36/UE (LCEur 2013, 928) y al Reglamento (UE) 575/2013 (LCEur 2013, 927), 2016.

BBVA., "Qué son los mercados over-the-counter (OTC)." BBVA, 21 de febrero de 2023. Disponible en: https://www.bbva.com/es/que-son-los-mercados-over-the-counter-otc/ [consultado el 21 de febrero de 2023].

BERBEROFF AYUDA, D., "¿Una responsabilidad de la administración objetiva?: Perspectivas de derecho comparado y comunitaria" en JOAQUÍN ORTIZ BLASCO, J. / MAHILLO GARCÍA, P. (Coord.), La responsabilidad patrimonial de las Administraciones Públicas. Crisis y propuestas para el siglo XXI, Fundación Democracia y Gobierno Local, Barcelona, 2008.

BERGES LOBERA, Á., ONTIVEROS BAEZA, E., Mercados de futuros en instrumentos financieros. Pirámide, Madrid, 1984.

BOLETÍN OFICIAL DEL ESTADO, nº 157, de 30 de junio de 2009, BOE-A-2009-10751

BROWN, J. T. "Operations d'échange de taux d'intérêts et de devises: Swaps, analyse juridique et fiscale en droit anglais et en droit français", intervención en la Conferencia del Luxemburgo, Journal de Droit des Affaires Internationales, n° 3, 1985.

BUBB, R., y PILDES, R. H., "How behavioural economics trims its sails and why", Harvard Law Review, vol. 127, 2014, pp. 1658-1692.

BURGUERA ABOGADOS., Swaps pre MiFID y error. Disponible en: https://www.burgueraabogados.com/swaps-pre-mifid-y-error/ [consultado el 1 de septiembre de 2022].

BUSTO LAGO, J. M., "Responsabilidad civil en el proceso penal", en BUSTO LAGO, J. M. / REGLERO CAMPOS, L. F. (coords.), Lecciones de responsabilidad civil, Thomson Reuters Aranzadi, Pamplona, 2013, pp. 201–231.

BUSTO LAGO, J. M., El contrato de permuta financiero como instrumento de cobertura del riesgo del tipo de interés. Thomson Reuters Aranzadi, Pamplona, 2018.

CAMPUZANO LAGUILLO, A. B., "Las clases de acciones. Tipología y limitaciones", en VEIGA COPO, A. B. (dir.), Estudios jurídicos sobre la acción, Aranzadi, Cizur Menor, 2014.

CANCIO MELIÁ, M., Compliance penal y responsabilidad corporativa, Dykinson, Madrid, 2018.

CARBONELL MATEU, J. C., Prólogo, en MATALLÍN EVANGELIO, A. y FERNÁNDEZ HERNÁNDEZ, A. S (Coord.), Criminal Compliance Programs y Mapas de Riesgos, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2023, p. 15.

CAZORLA GONZÁLEZ-SERRANO, L. "El contrato de Swap o permuta financiera", en Estudios jurídicos sobre derivados financieros, LEDESMA ALONSO, C./ ALONSO UREBA, A., (Dirs.), Thomson Reuters, Pamplona, 2013, pp. 413-438.

CAZORLA LEGAL.ES., Guía completa sobre el SWAP, 4 de septiembre de 2020, recuperada el 23 de mayo de 2022, de https://www.cazorla-legal.es

CESR., Questions & answers. Understanding the definition of advice under MiFID, CESR, París, 2010.

CHATER, N., HUCK, S., e INDERST, R., Consumer decision-making in retail investment services: a behavioural economics perspective. Final report. Comisión Europea, 2010. Disponible en: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/retail_investment_services_2010_en.pdf [consultado el 15 de octubre de 2025].

CHIAVENATO, I., Introducción a la teoría general de la administración, McGraw-Hill Interamericana, Santa Fe de Bogotá, 2006.

COASE, R., The Problem of Social Cost, Journal of Law and Economics, 3, 1960, pp. 1-44.

CÓDIGO DE COMERCIO Y LEYES COMPLEMENTARIAS, Aranzadi, Cizur Menor, 2019.

COMÍN COMÍN, F., Historia económica mundial: De los orígenes a la actualidad. Alianza Editorial, Madrid, 2011.

COMISIÓN DE SEGUIMIENTO DE INSTRUMENTOS HÍBRIDOS DE CAPITAL Y DEUDA SUBORDINADA., Informe sobre la comercialización de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada (Real Decreto-Ley 6/2013, de 22 de marzo), CNMV, Madrid, 2013.

COMISIÓN EUROPEA., Informe sobre la reforma estructural del sector bancario de la Unión Europea., 28 de junio de 2013. Disponible en: http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=REPORT&reference=A7-2013-0231&language=ES [consultado el 28 de junio de 2013].

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV), Guía Técnica 4/2017 para la evaluación de los conocimientos y competencias del personal que informa y que asesora. CNMV, Madrid, 2017

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV)., "ESMA." Portal de la CNMV, 31 de mayo de 2022. Disponible en: https://www.cnmv.es [consultado el 31 de mayo de 2022].

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV)., Documento a consulta de EBA y ESMA sobre las directrices acerca de la valoración de la idoneidad de miembros de los órganos de dirección y de quienes desempeñan funciones clave conforme a las Directivas 2013/36/UE y 2014/65/UE, CNMV, Madrid, 2016.

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV)., Productos complejos y no complejos. Disponible en: https://www.cnmv.es/Portal/Inversor/Derivados.aspx [consultado el 29 de julio de 2022].

CONFEDERACIÓN ESPAÑOLA DE CAJAS DE AHORROS (CECA)., Contrato marco de operaciones financieras. Disponible en: https://www.ceca.es [consultado el 31 de mayo de 2022].

CORDÓN MORENO, F., Cuestiones procesales prácticas. Respuesta de los tribunales a 333 cuestiones planteadas en el ámbito del proceso civil, Thomson Reuters Aranzadi, Pamplona, 2016.

CUCARELLA GALIANA, L. A., El procedimiento arbitral, Cometa, Zaragoza, 2004.

CUNEF., Finanzas. Instrumentos derivados financieros. Tasas de interés. Divisas. Materias primas. Acciones y valores, material inédito, 2013.

DATTATREYA, R. E., Interest rate & Currency SWAPs., Gesmovasa, Chicago, 1993.

DAZA MARTÍNEZ, J. / RODRÍGUEZ ENNES, L., Instituciones de Derecho Privado Romano, Tirant Lo Blanch, Madrid, 2009.

DE AGUILAR GUALDA, SALUD., Problemática actual de los productos financieros complejos. Bosch, Barcelona, 2019.

DE LA MATA BARRANCO, N., Modelos de organización y gestión: eficacia y valoración judicial, Bosch, Madrid, 2017.

DERMINE, J., "European Banking Integration: don´t put the cart before the horses", Financial Markets, Institutions and Instruments, 2006, 15(2), pp. 57-106.

DÍEZ RIPOLLÉS, J. L. Responsabilidad Penal de las Personas Jurídicas, Marcial Pons, Madrid, 2020.

DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, L. Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial II. Thomson Reuters, Pamplona, 2008.

DÍEZ-PICAZO y PONCE DE LEÓN, L. Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial II. Las relaciones obligatorias. Thomson Civitas, Pamplona, 2008.

DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, L., "La cláusula Rebus sic Stantibus", en FERRÁNDIZ GABRIEL, J. R (coords.), Extinción de obligaciones, Consejo General del Poder Judicial. Madrid, 1996 a, p. 885.

DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, L., Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial, Vol. I, Civitas, Madrid, 2021.

DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, L., Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial, Vol. I. Introducción. Teoría del contrato, Civitas, Madrid, 1993.

DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, L., Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial, Vol. II, Civitas, Madrid, 2013.

Directiva 2001/34/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de mayo de 2001, sobre la admisión de valores negociables a cotización oficial y la información que ha de publicarse sobre dichos valores (DOUE L 184, de 6 de julio de 2001).

Directiva 2001/34/CEE del Parlamento Europeo y del Consejo de 28.5.2011, sobre la admisión de valores negociables a cotización oficial y la información que ha de publicarse sobre dichos valores.

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.

Directiva delegada (UE) 2017/593 de la Comisión, de 7 de abril de 2016 por la que se complementa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que respecta a la salvaguarda de los instrumentos financieros y los fondos pertenecientes a los clientes, las obligaciones en materia de gobernanza de productos y las normas aplicables a la entrega o percepción de honorarios, comisiones u otros beneficios monetarios o no monetarios.

DOMAT, J., Los principios del derecho civil, Reus, Madrid, 1947.

DORADO MONTERO, A., *Responsabilidad Penal de las Personas Jurídicas*, Civitas, Madrid, 2018.

D'ORS, A.. El comentario de Ulpiano a los edictos del "Metus". Sumario año 1981.

EL FISCO., "Instrumentos híbridos financieros." Revista El Fisco, 153, 1 de junio de 2020. Disponible en: http://elfisco.com/articulos/revista-no-153-instrumentos-hibridos-financieros [consultado el 1 de junio de 2020].

EL MUNDO., "La banca europea recibió 1,6 billones de euros en ayudas entre 2008 y 2010." El Mundo, 1 de diciembre de 2011. Disponible en: https://www.elmundo.es/elmundo/2011/12/01/economia/1322743147.html [consultado el 1 de diciembre de 2011].

ELVIRA, O., LARRAGA, P., Mercado de productos derivados. Futuros, forwards, opciones y productos estructurados. Bresca Editorial, Barcelona, 2008.

ERCILLA GARCÍA, J., NIEVAS GÓMEZ, E., VERDUGO MUÑOZ, J. M., *Manual sobre Derecho bancario y consumidores*. Colex Ediciones, A Coruña, 2021.

ESMA, AUTORIDAD EUROPEA DEL MERCADO DE VALORES., Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MIFID, ESMA, París, 2012.

ESPÍN ALBA, I., Cláusula Rebus sic Stantibus e interpretación de los contratos: ¿y si viene otra crisis?. Reus Editorial, Madrid, 2020.

ESTEBAN RÍOS, J., "La imposición de sanciones por parte del Banco Central Europeo y de las autoridades nacionales en el marco del Mecanismo Único de Supervisión: un enrevesado reparto competencial", en BELANDO GARÍN, B. (Dir.), Potestad sancionadora y MiFID II, Thomson Reuters Pamplona, 2019, pp. 145-156.

ESTEVE PARDO, J., La recepción en la Europa Continental de la Regulación de la economía (Regulierungsrecht. La sistemática de la doctrina alemana y sus sustanciales analogías con la recepción doctrinal en España. Crónica de libros. Revista de Administración Pública, 183, 2010, pp. 295-307.

FEIJOO SÁNCHEZ, B., El delito corporativo en el Código Penal español. Editorial Civitas, Pamplona, 2016.

FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., *Manual de Derecho de sociedades*, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor, 2018.

FERNÁNDEZ DE SENESPLEDA, I., SERRA RODRÍGUEZ, A., IZQUIERDO BLANCO, P., y SOLER SOLÉ, G., Cláusulas abusivas en la contratación bancaria, Bosch, Barcelona, 2014.

FERNÁNDEZ GIL, C., Ley de Enjuiciamiento Civil comentada. Soluciones prácticas de la doctrina y jurisprudencia. Tecnos, Madrid, 2017.

FERNÁNDEZ RUÍZ-GÁLVEZ, E., "Rebus sic Stantibus y crisis económica. Orden público económico versus especulación". Anuario de filosofía del derecho, 2017 (33), pp. 63-98.

FERNÁNDEZ TORRES, I., "Retos y efectos del paquete de medidas de la MiFID II desde la perspectiva de la protección del inversor", en BELANDO GARÍN, B. (Dir.), Potestad sancionadora y MiFID II, Thomson Reuters Pamplona, 2019, pp. 15-50.

FERRÁNDIZ GABRIEL, J., Cláusulas abusivas en la contratación bancaria. Barcelona, Bosch, 2014, p. 24.

FERRERO LAPIEDRA, M., *Los contratos de las personas jurídicas: límites y validez*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2022.

FERRI-RICCHI, A., El contrato de SWAP como tipo de derivado, Facultad de Derecho, Universidad Complutense, Madrid, 2013.

FIELD, L., y PÉREZ, D., "El informe del grupo de alto nivel sobre supervisión financiera en la UE: el informe Larosière", Revista Estabilidad Financiera, 2009 (16), pp. 43-62.

FISCALÍA GENERAL DEL ESTADO., Circular 1/2016, de 22 de enero, sobre la responsabilidad penal de las personas jurídicas. Doctrina de la Fiscalía General del Estado, recuperada de https://www.boe.es/buscar/abrir_fiscalia.php?id=FIS-C-2016-00001.pdf

FREIRE COSTAS, R. M., "Bonos convertibles contingentes de entidades de crédito". En Cuestiones controvertidas de la regulación bancaria, GONZÁLEZ VÁZQUEZ, J. C./ COLINO MEDIAVILLA, J. L. (Dirs.), Wolters Kluwer, Madrid, 2018, pp. 359-376.

GADEA SOLER, E., SEQUEIRA MARTÍN, A., y SACRISTÁN BERGIA, F., La contratación bancaria. Dykinson, Madrid, 2007.

GARBERÍ LLOBREGAT, J., Derecho Administrativo Sancionador Práctico. Volumen I: Práctica del Procedimiento Administrativo Sancionador Común, Bosch, Barcelona, 2012.

GARCÍA ANGULO, B., Nulidad de los contratos SWAP en la jurisprudencia, Eolas, León, 2011.

GARCÍA CAVERO, P., Compliance y responsabilidad penal corporativa. La Ley, Madrid, 2018.

GARCÍA DE ENTERRÍA, E., y FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, T. R., Curso de Derecho Administrativo. Vol. II. Civitas Thomson Reuters, Pamplona, 2015.

GARCÍA-ÁLVAREZ, G., "La construcción de una Unión Bancaria Europea: la Autoridad Bancaria Europea, la supervisión prudencial del Banco Central Europeo y el futuro Mecanismo Único de Resolución", en La reforma bancaria en la Unión Europea y España, TEJEDOR BIELSA, J. C./ FERNÁNDEZ TORRES, I. (coord.), Thomson Reuters, Pamplona, 2014, pp. 75-146.

GARCÍA-PABLOS DE MOLINA, J. C., *Derecho Penal. Parte General*, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2019.

GARRIGUES WALKER, A. *Curso de Derecho Mercantil*. Vol. II. Tecnos, Madrid, 2019.

GARRIGUES, J., Contratos bancarios. Aguirre, Madrid, 1975.

GILLET, R., LIGOT Y. S., y FIROUZI, H., "The challenges and implications of the market in Financial Instruments Directive (MIFID) and of its revision (MiFID II, MiFIR) on the efficiency of financial Markets", en R. DOUADY et al. (eds.), Financial Regulation in the EU: From resilience to growth. Palgrave McMillan, New York, 2017, pp. 151-198. doi:10.1007/978-3-319-44287-7_8

GIMBERNAT ORDEIG, E., El dolo en Derecho Penal, Editorial Civitas, Madrid, 2017.

GIMENO BEVIÁ, J., Compliance y proceso penal. El proceso penal de las personas jurídicas, Thomson Reuters, Pamplona, 2016.

GIMENO SENDRA, V., Introducción al Derecho Procesal, Castillo de Luna, Ediciones Jurídicas, Madrid, 2014.

GIMENO SENDRA, V., Manual de Derecho Procesal Penal, Castillo de Luna, Ediciones Jurídicas, Madrid, 2009.

GIUDICI, P., "Independent financial advice", en FERRARINI, G. / BUSCH, D. (Eds.), Regulation of the EU financial markets. MiFID II and MIFIR. Oxford University Press, Oxford UK, 2017, pp. 153-161.

GÓMEZ BENÍTEZ, J. M., La función del compliance officer en el Derecho penal español. Thomson Reuters Aranzadi, Madrid, 2019.

GÓMEZ MARTÍN, V., "Falsa alarma o sobre por qué la Ley orgánica 5/2010 no deroga el principio "societas delinquere non potest"", en MIR PUIG, S (Coord.), Garantías constitucionales y Derecho penal europeo, Marcial Pons, Madrid, 2012.

GÓMEZ TABOADA, J., Práctica notarial y Derecho Civil, Lex Nova, Valladolid, 2012.

GÓMEZ TOMILLO, M., Introducción a la responsabilidad penal de las personas jurídicas. Aranzadi, Cizur Menor, 2015.

GÓMEZ-JARA DÍEZ, C., Corporate Compliance y responsabilidad penal de las personas jurídicas, Aranzadi, Madrid, 2012.

GÓMEZ-JARA DÍEZ, C., La culpabilidad penal de la empresa, Marcial Pons, Madrid, 2005.

GÓMEZ-JARA DÍEZ, C., La responsabilidad penal de las personas jurídicas tras la LO 1/2015. Marcial Pons, Madrid, 2016.

GÖTZ, MARTIN, R., y TRÖGER TOBÍAS, H., Fines for misconduct of the banking sector, what is the situation in the EU? Parlamento Europeo, Bruselas, 2017.

HABLEMOS DE BOLSA., "Derivados listados en Bolsa vs derivados OTC." Blog BMV, 1 de septiembre de 2019. Disponible en: https://blog.bmv.com.mx/2019/09/derivados-listados-en-bolsa-vs-derivados-otc/ [consultado el 1 de septiembre de 2022].

HUALDE MANSO, T., Del consumidor informado al consumidor real, el futuro del Derecho de consumo europeo, Dykinson, Madrid, 2016, p. 94.

IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J. W., y SALIDO GUSI, J., "Instrumentos derivados (1). Contratos de futuros y opciones". En Contratos civiles, mercantiles, públicos, laborales, internacionales, con sus implicaciones tributarias.

Tomo XI. Contratos del mercado de valores, YZQUIERDO TOLSADA, M. (Dirs.). Thomson Reuters Aranzadi, Pamplona, 2014, pp. 547-634.

INVERSOPEDIA., "Swap de materia prima." Inversopedia, 18 de junio de 2022. Disponible en: https://inversiopedia.com/swap-de-materias-primas/ [consultado el 18 de junio de 2022].

JAKOBS, G., "La normativización del Derecho penal en el ejemplo de la participación", en VV.AA., Modernas tendencias en la ciencia del Derecho penal y en la criminología, UNED, Madrid, 2001, pp. 619-642

JAUSAS LEGAL Y TRIBUTARIO, S.L.P., Observatorio de la jurisprudencia de productos financieros complejos. Año 2015. Jausas, 2015. Disponible en: https://view.publitas.com/jausas/observatorio-de-la-jurisprudencia-de-productos-financieros-complejos-2015_jausas/page/8-9 [consultado el 4 de mayo de 2025].

JIMÉNEZ DE LUCAS, I., y VICIANO ESTEBAN, S., Guía de productos tóxicos bancarios. IV Cláusula suelo. Pamplona: Thomson Reuters Aranzadi, Pamplona, 2015.

JIMÉNEZ DE LUCAS, I., y VICIANO ESTEBAN, S., Guía de productos tóxicos bancarios II. Permutas financieras: los SWAPS, Aranzadi, Cizum Menor, 2015.

JIMÉNEZ DE LUCAS, I., y VICIANO ESTEBAN, S., Guía de productos tóxicos bancarios. III Hipotecas Multidivisa, Thomson Reuters Aranzadi, Pamplona, 2015.

JIMÉNEZ DE LUCAS, I., y VICIANO ESTEBAN, S., Guía de productos tóxicos bancarios. VI Bonos y obligaciones convertibles, Thomson Reuters Aranzadi, Pamplona, 2015.

KNOP MUSZYNSKI, R., MUÑOZ GARCÍA, L., SÁNCHEZ GRANDE, D., y HERNÁNDEZ PEÑASCO, R., Credit Default SWAP, Delta Publicaciones, Madrid, 2012.

LACRUZ BERDEJO, J. L., Derecho de obligaciones, Dykinson, Madrid, 1999.

LAGUNA DE PAZ, J. C., Derecho Administrativo Económico. Aranzadi, Pamplona, 2016.

LAGUNA DE PAZ, J. C., Regulación, externalización de actividades administrativas y autorregulación. Revista de Administración Pública, 185, 2011, pp. 89-112.

LAMO CÁRCAMO, J. M., "Operaciones de titulización", en Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros, SAAVEDRA ORTIZ, J. J./ SERRANO ACITORES, A. (coord.), Bosch, Barcelona, 2011, pp. 121-156.

LARA ORTIZ, M. L., *Regulación bancaria. Responsabilidad social versus responsabilidad patrimonial*. Tirant lo Blanch, Valencia, 2024.

LASARTE LÓPEZ, M., "La regulación bancaria europea cierra en falso", Expansión, 13 de junio del 2019.

LASARTE, C., Contratos. Principios de Derecho Civil III. Editorial Marcial Pons, Madrid, 2017.

LASARTE, C., Parte general y derechos de la persona. Principios de Derecho Civil. Editorial Marcial Pons, Madrid, 2018.

LETAI WEISSENBERG, P., Siete lecciones de derecho de contrato. Aranzadi, Pamplona, 2014.

LEY 3/1994, de 14 de abril, por la que se adapta la legislación española en materia de entidades de crédito a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria y se introducen otras modificaciones relativas al sistema financiero (BOE nº 89, de 14 de abril de 1994).

LEY 7/1998, de 13 de abril, sobre Condiciones Generales de la Contratación (BOE nº 89, de 14 de abril de 1998).

Ley Orgánica 1/2015, de 30 de marzo, por la que se modifica la Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal.

Ley Orgánica 5/2010, de 22 de junio, por la que se modifica la Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal.

LIDÓN LARA ORTIZ, M., "Régimen sancionador por incumplimiento de las normas de conducta protectoras del inversor", en BELANDO GARÍN, B. (Dir.), Potestad sancionadora y MiFID II, Thomson Reuters, Pamplona, 2019, pp. 84-98.

LOPÉZ BARJA DE QUIROGA, J., Código Penal. Comentarios, concordancias, jurisprudencia e índice analítico, Colex, La Coruña, 2019.

LÓPEZ DOMÍNGUEZ, I. "Swap." Expansión.com. Diccionario Económico, 1 de agosto de 2022. Disponible en: https://www.expansion.com/diccionario-economico/swap.html [consultado el 1 de agosto de 2022].

LÓPEZ DOMÍNGUEZ, I., "Instrumentos de cobertura de riesgos (IX): generalidades sobre swaps" Manager Business Magazine, 9, 2006, pp. 26-32.

LORING, J., Opciones y futuros. Bilbao, Descleé de Brouwer, 2000.

LUZÓN CUESTA, J. M., LUZÓN CÁNOVAS, A., y LUZÓN CÁNOVAS, M., Compendio de Derecho Penal. Parte General, Dykinson, Madrid, 2018.

MANGAS MARTÍN, A., y LIÑÁN NOGUERAS, D.J., Instituciones y Derecho de la Unión Europea. Tecnos, Madrid, 2017.

MAPELLI CAFFARENA, J., Sistema de responsabilidad penal de las personas jurídicas. Tecnos, Madrid, 2013.

MARISCAL & ABOGADOS ASOCIADOS. "El papel del compliance officer en la empresa." Mariscal & Abogados Asociados, 26 de mayo de 2018. Disponible en: https://www.mariscal-abogados.es/el-papel-del-compliance-officer-en-la-empresa/ [consultado el 26 de mayo de 2018].

MARISCAL & ABOGADOS ASOCIADOS. "La importancia del compliance y la prevención de riesgos corporativos." Mariscal & Abogados Asociados, 26 de mayo de 2018. Disponible en: https://www.mariscal-abogados.es/la-importancia-del-compliance-y-la-prevencion-de-riesgos-corporativos/ [consultado el 26 de mayo de 2018].

MARTÍN MARÍN, J. L., y TRUJILLO PONCE, A., Manual de mercados financieros. Paraninfo, Madrid, 2004.

MARTÍN RETORTILLO, S., "Sistema bancario y crediticio", en MARTÍN RETORTILLO, S. (coord.), Derecho Administrativo Económico, vol. II, La Ley, Madrid, 1991, pp. 39-278.

MARTÍN-RETORTILLO BAQUER, S., Crédito, Banca y Cajas de Ahorro. Aspectos jurídico-administrativos. Tecnos, Madrid, 1975.

MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, J., Mercado de Derivados Financieros. Universidad Complutense, Madrid, 2013.

MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, J., Mercado de derivados financieros: SWAPs. Universidad Complutense, Madrid, 1991.

MELÓN MUÑOZ, A., MELÓN MUÑOZ, C., VILAS ÁLVAREZ, D., MARTÍN NIETO, P., y MELÓN MUÑOZ, G., Memento práctico Francis Lefevre, Procesal Penal, Lefevre El Derecho, Madrid, 2016.

MEMENTO EXPERTO FRANCIS LEFEVRE., Responsabilidad penal y procesal de las personas jurídicas. Lefevre El Derecho, Madrid, 2015.

MEMENTO PRÁCTICO FRANCIS LEFEVRE., Procesal Civil. Lefevre El Derecho, Madrid, 2016.

MEMENTO PRÁCTICO FRANCIS LEFEVRE., Sociedades Mercantiles. Lefevre El Derecho, Madrid, 2016.

MESSINEO, F., "Il contratto in genere", en CICU A. / MESSINEO F. (Dirs.) Trattato di Diritto Civile e Commerciale, Giuffré, Milan, 1973.

MIGUEZ, S., SARRIA, J., FAUSTINO, Á., y FERRER, J., Nuevos modelos de negocio en el asesoramiento financiero tras las modificaciones regulatorias de MiFID II. Instituto de Estudios Bursátiles (IEB), Madrid, 2016.

MINGOT AZNAR, M. M., Caracterización jurídica del contrato de permuta financiera sobre acciones cotizadas o índices bursátiles ("Equity swap"). Tesis doctoral, Universidad Complutense de Madrid, 2017.

MÍNGUEZ PRIETO, R., y DE LA TORRE, J., "Análisis jurídico de la titulización como alternativa de financiación corporativa en la actual crisis crediticia", en Revista de derecho del mercado de valores, 1, pp. 115-116.

MIR PUIG, S., Derecho Penal. Parte General. Editorial Reppertor, Barcelona, 2008.

MONEX., "¿Qué son los mercados over the counter (OTC)?" Blog MONEX, 1 de septiembre de 2022. Disponible en: https://blog.monex.com.mx/instrumentos-financieros/que-son-los-mercados-over-the-counter-otc [consultado el 1 de septiembre de 2022].

MORILLAS CUEVA, L., La reforma penal de 2010 y la responsabilidad corporativa. Tirant lo Blanch, Valencia, 2011.

MUÑOZ CONDE, F. Derecho Penal. Parte General, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2021.

MUÑOZ MACHADO, S., Tratado de Derecho Administrativo y Derecho Público General, Volumen 4, Editorial Iustel, Madrid, 2011.

MUÑOZ MACHADO, S., Tratado de Derecho Administrativo y Derecho Público General, Volumen 1. Editorial Iustel, Madrid, 2006.

NASARRE AZNAR, S., Malas prácticas bancarias en la actividad hipotecaria. Revista Crítica de Derecho Inmobiliario, 2011, 727, pp. 2665-2737.

NAVARRO FRÍAS, I., "Retrocesiones y MiFID II: ¿hacia la superación del paradigma de la información?", en BELANDO GARÍN, B. (Dir.), Potestad sancionadora y MiFID II, Thomson Reuters, Pamplona, 2019.

NIETO MARTÍN, A., "El programa político-criminal del corporate government". Derecho Penal de la Empresa y Gobierno Corporativo". Revista de Derecho y Proceso Penal, 2004.

NIETO MARTÍN, A., "La responsabilidad penal de las personas jurídicas: esquema de un modelo de responsabilidad penal." Revista de Ciencias Penales, p. 25. Disponible en: http://www.cienciaspenales.net/files/2016/09/21responsabilidad-penal.pdf [consultado el 10 de mayo de 2019].

NIETO MARTÍN, A., La responsabilidad penal de las personas jurídicas: un modelo legislativo, Iustel, Madrid, 2008.

O'CALLAGHAN MUÑOZ, X., Código Civil, La Ley, Madrid, 2012.

OLIVENCIA RUIZ, M., "Calificación concursal del crédito resultante de liquidación por vencimiento anticipado de un acuerdo de compensación contractual (ACC), con especial consideración del que incluya "swaps" de intereses". Revista de Derecho Bancario y Bursátil, 120, 2010.

ORDUÑA MORENO, F., MARTÍNEZ VELENCOSO, L., La moderna configuración de la cláusula Rebus sic Stantibus. Thomson Reuters Aranzadi, Pamplona, 2017, pp. 197-201.

ORDUÑA MORENO, F., SÁNCHEZ MARTÍN, C. Y GUILLÉN CATALÁN, R., Control de transparencia y contratación bancaria, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2016.

ORELLANA CANO, N. A., "Cuestiones prácticas sobre clasificación de créditos", en JUSTE, J.; ESCRIBANO, R. (coords.), Cuestiones actuales de Derecho de la Empresa: III Foro de Encuentro de Jueces y Profesores de Derecho Mercantil, 2011, pp. 45-99.

OROZCO PARDO, G., "El pacto de sumisión arbitral como cláusula abusiva", Aranzadi Civil, 3, 2008.

ORTIZ PRADILLO, J. C., Manual de Derecho penal económico. Aranzadi, Pamplona 2013.

OSSORIO MORALES, J., Lecciones de Derecho Civil. Obligaciones y Contratos. Parte General, Editorial Prieto, Granada, 1956.

PANTALEÓN, F., *La causa en los contratos,* Civitas, Madrid, 1993.

PEMAN GAVÍN, J. M., *Derecho sancionador bancario. El régimen sancionador de las entidades supervisadas por el Banco de España.* Iustel, Madrid, 2022, pp. 91–115.

PÉREZ RAMÍREZ, J. Vidas paralelas. La banca y el riesgo a través de la historia, Marcial Pons, Madrid, 2011.

PÉREZ RAMÍREZ, J., Banca y contabilidad. Historia, instituciones, riesgos y normas internacionales IFRS, Marcial Pons, Madrid, 2009.

PÉREZ ROYO, M., *Responsabilidad Penal Empresarial*, Aranzadi, Pamplona, 2017.

PERTIÑEZ VILCHEZ, F. "Hipoteca en divisas: falta de información sobre los riesgos y consecuencias contractuales". Revista de Derecho Bancario y Bursátil, 134, 2014, pp. 125-144.

PIÑEL, E., El Gobierno Corporativo de las entidades de crédito. Material CUNEF, material inédito, 2013.

PLANIOL, M., Tratado elemental de derecho civil, Reus, Madrid, 1948.

RAMÓN FERNÁNDEZ, T., "El Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria: naturaleza, estructura y régimen jurídico", en La reforma bancaria en la Unión Europea y España, TEJEDOR BIELSA, J. C. / FERNÁNDEZ TORRES, I. (coord.), Thomson Reuters, Pamplona, 2014, p. 28.

REAL ACADEMIA ESPAÑOLA., Diccionario de la lengua española. Espasa Libros, Madrid, 2014.

REAL DECRETO 1332/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 5/2005, de 22 de abril, de supervisión de los conglomerados financieros y por la que se modifican otras leyes del sector financiero (BOE nº 272, de 14 de noviembre de 2005).

REAL DECRETO 1814/1991, de 20 de diciembre, por el que se regulan los mercados oficiales de futuros y opciones (BOE nº 305, de 21 de diciembre de 1991).

REAL DECRETO 2606/1996, de 20 de diciembre, sobre fondos de garantía de depósitos de entidades de crédito (BOE nº 307, de 21 de diciembre de 1996).

REAL DECRETO 84/1993, de 22 de enero, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 13/1989, de 26 de mayo, sobre Cooperativas de Crédito (BOE nº 29, de 3 de febrero de 1993).

REAL DECRETO 84/2015, de 13 de febrero, por el que se desarrolla la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito (BOE nº 33, de 7 de febrero de 2015).

REAL DECRETO-LEY 3/1993, de 26 de febrero, de medidas urgentes sobre materias presupuestarias, tributarias, financieras y de empleo (BOE nº 49, de 26 de febrero de 1993).

REDONDO TRIGO, F., "SWAP y sinalagma". Revista Crítica de Derecho Inmobiliario, 738, 2013, pp. 2771-2790.

REGLAMENTO (UE) 1024/2013 DEL CONSEJO, de 15 de octubre de 2013, por el que se encomiendan al Banco Central Europeo tareas específicas respecto de políticas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito (DOUE L 287, de 29 de octubre de 2013).

REGLAMENTO (UE) 1093/2010 DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Bancaria Europea), se modifica la Decisión nº 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/78/CE de la Comisión (DOUE L 331, de 15 de diciembre de 2010).

REGLAMENTO (UE) 1094/2010 DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación) (DOUE L 331, de 15 de diciembre de 2010).

REGLAMENTO (UE) 1095/2010 DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados) (DOUE L 331, de 15 de diciembre de 2010).

REGLAMENTO (UE) 2017/2402 DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO, de 12 de diciembre de 2017, por el que se establece un marco general para la titulización y se crea un marco específico para la titulización simple, transparente y normalizada, y por el que se modifican las Directivas 2009/65/CE, 2009/138/CE y 2011/61/UE, así como los Reglamentos (CE) nº 1060/2009 y (UE) nº 648/2012 (DOUE L 347, de 28 de diciembre de 2017).

REGLAMENTO (UE) 468/2014 DEL BANCO CENTRAL EUROPEO, de 16 de abril de 2014 (BCE/2014/17), por el que se establece el marco de cooperación en el Mecanismo Único de Supervisión entre el Banco Central Europeo y las autoridades nacionales competentes y las autoridades nacionales designadas (DOUE L 141, de 14 de mayo de 2014).

REGLAMENTO (UE) 575/2013 DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, y por el que se modifica el Reglamento (UE) nº 648/2012 (DOUE L 176, de 27 de junio de 2013).

REGLAMENTO (UE) 806/2014 DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO, de 15 de julio de 2014, por el que se establecen normas uniformes y un procedimiento uniforme para la resolución de entidades de crédito y de determinadas empresas de servicios de inversión en el marco de un Mecanismo Único de Resolución y un Fondo Único de Resolución, y por el que se modifica el Reglamento (UE) nº 1093/2010 (DOUE L 225, de 30 de julio de 2014).

REGLAMENTO DE EJECUCIÓN (UE) 2015/81 DEL CONSEJO, de 19 de diciembre de 2014, por el que se establecen condiciones uniformes de aplicación del Reglamento (UE) nº 806/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las aportaciones ex ante al Fondo Único de Resolución (DOUE L 15, de 22 de enero de 2015).

REGLAMENTO DELEGADO (UE) 2015/61 DE LA COMISIÓN, de 10 de octubre de 2014, por el que se completa el Reglamento (UE) nº 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que atañe al requisito de cobertura de liquidez aplicable a las entidades de crédito (DOUE L 11, de 17 de enero de 2015).

REGLAMENTO DELEGADO (UE) 241/2014 DE LA COMISIÓN, de 7 de enero de 2014, por el que se completa el Reglamento (UE) nº 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las normas técnicas de regulación aplicables a los requisitos de fondos propios de las entidades (DOUE L 74, de 14 de marzo de 2014).

REGLERO CAMPOS, L. F., "Conceptos generales y elementos de delimitación", en BUSTO LAGO, J. M.; REGLERO CAMPOS, L. F. (coords.), Lecciones de responsabilidad civil, Thomson Reuters Aranzadi, Pamplona, 2013, pp. 33–54.

RIUS DIEGO, F. J., Análisis policial del Código Penal. Tecnos, Madrid, 2018.

RIVERO HERNÁNDEZ, A., *Contratos: Teoría general y contratos en particular*. Tirant lo Blanch, Valencia, 2020.

RIVERO ORTEGA, R., Derecho administrativo económico. Marcial Pons, Madrid, 2015.

RODERO VICENTE, F. M., "Complejidad jurídica de los estructurados bancarios. Especial referencia al SWAP". En Sociedad, Empresas e Instituciones: una aproximación desde la economía y la historia, ABAD QUINTANAL, G./ TOMÉ BERMEJO, F. (coord.), Sotecza, Madrid, 2017, pp. 11-44.

RODERO VICENTE, F. M., "Contract for Difference: Prontuario de sus características". Legal Today. Noviembre, 2015.

RODERO VICENTE, F. M., *Responsabilidad jurídica de las entidades de crédito por la venta de participaciones preferentes,* Aranzadi, Pamplona, 2015.

ROGEL VIDE, C., La violencia como vicio del consentimiento contractual. Reus, Madrid, 2016.

RUGMAN, P., WELLS R., y GRADDY K., Fundamentos de Economía. Editorial Reverté, Barcelona, 2021.

RUIZ MANERO, E., *El error en la responsabilidad penal*, Marcial Pons, Madrid, 2016.

SACRISTÁN BERGIA, F., Los efectos de la declaración del concurso sobre los contratos mercantiles. En F. Martínez Sanz, / A. Puetz, Tratado práctico del derecho concursal y su reforma. Tecnos, Madrid, 2012.

SÁNCHEZ CALERO GUILARTE, J, "El Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria: competencias mercantiles", en La reforma bancaria en la Unión Europea y España, TEJEDOR BIELSA, J. C./ FERNÁNDEZ TORRES, I. (coord.), Thomson Reuters, Pamplona, 2014, pp. 46-71.

SÁNCHEZ CALERO, F. J., Curso de Derecho Civil II. Derecho de obligaciones, contratos y responsabilidad por hechos ilícitos. Tirant Lo Blanch, Valencia, 2012.

SÁNCHEZ CALERO, F., El Fondo de Garantías de Depósitos Bancarios, Revista de Derecho Bancario y Bursátil, 1981 (1)

SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., "El papel de los derivados financieros y su (des)regulación en la crisis financiera", en ALONSO LEDESMA, C. / ALONSO UREBA, A. (dirs.), Estudios jurídicos sobre derivados financieros, Aranzadi, Pamplona, 2013, pp. 45-78.

SANTILLÁN, I., Nuevas medidas en la regulación europea en materia de protección de inversores y abuso de mercado, Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos, Madrid, 2015.

SASTRE CORCHADO, G. J., "La reforma de la MiFID (MiFID 2) en materia de distribución de productos de inversión. La protección de los inversores", Revista de Derecho del Mercado de Valores, 12, 2013.

SCHWARTZ, I., "Toward improving the law and policy of corporate criminal liability and sanctions". The American Criminal Law Review, 51(1), 2014, pp. 99-119.

SEQUEIRA MARTÍN, A., y TAPIA HERMIDA, A.J., "La gestión de los instrumentos híbridos de capital en la Ley de reestructuración y resolución de entidades de crédito", en GONZÁLEZ VÁZQUEZ, J. C./COLINO MEDIAVILLA, J. L. (Dirs.), Las cajas de ahorros y la prevención y tratamiento de la crisis de las entidades de crédito, Comares, Madrid, 2014, pp. 341-383.

SERRANO-PIEDECASAS, J. L., Responsabilidad penal de las personas jurídicas y medidas atenuantes, Dykinson, Madrid, 2012.

SILVA SÁNCHEZ, J. M. La responsabilidad penal de las personas jurídicas. Civitas, Madrid, 2010.

SILVA SÁNCHEZ, J. M., "Autonomía elemental como auto-normatividad (reflexiones veraniegas intemporales)." InDret. Revista para el Análisis del Derecho, julio de 2019. Disponible en: http://www.indret.com/pdf/editorial_indret_julio_2019.pdf [consultado el 15 de octubre de 2025].

SILVA SÁNCHEZ, J. M., Fundamentos del Derecho Penal de la Empresa. Edisofer, Madrid, 2016.

SILVA SÁNCHEZ, J. M., La expansión del Derecho penal. Civitas, Madrid, 2014.

SUÁREZ GONZÁLEZ, A., Responsabilidad penal de las personas jurídicas en España. Civitas-Thomson Reuters, Madrid, 2011.

TAPIA HERMIDA, A. J., "El sistema europeo de supervisión financiera", Revista de Derecho Bancario y Bursátil, 121, 2011, pp. 9-59.

TAPIA HERMIDA, A. J., "Evolución histórica, situación y perspectivas generales del Derecho público bancario", en MARTÍN-RETORTILLO BAQUER, S. (Dir.), Estudios de Derecho público bancario, CEURA, Madrid, 1987, pp. 33–70.

TAPIA HERMIDA, A., Derecho bancario, Cálamo Producciones Editoriales, Madrid, 2002.

TUCKER, A. L., Financial Futures, Options and Swaps, West Publishing Company, Eagan, 1990.

ULPIANO, Digesto 1.2.10.1

ULPIANO, Digesto 4,2,14,15.

UNIVERSIDAD POLITÉCNICA DE VALENCIA (AFE**).,** "Diferencias y similitudes entre MiFID y MiFIR." Blog de Asesor Financiero Europeo (AFE), 8 de abril de 2021. Disponible en: https://afe.webs.upv.es/tag/asesor-financiero-europeo/ [consultado el 8 de abril de 2021].

URÍA FERNÁNDEZ, F., La resolución de las crisis bancarias II. Material CUNEF, material inédito, 2013.

URÍA MENÉNDEZ, F., Código de Unión Bancaria, Aranzadi, Cizur Menor, 2016.

VALERO FERNÁNDEZ-REYES, A., "Los derivados financieros y el derecho real de hipoteca", en ALONSO LEDESMA, C./ ALONSO UREBA, A. (Dirs.), Estudios jurídicos sobre derivados financieros, Aranzadi, Pamplona, 2013

VARIOS AUTORES., Diccionario básico jurídico, Comares, Granada, 2004.

VÁZQUEZ VÁZQUEZ ORGAZ, J., "Acuerdos marco de operaciones financieras: el *ISDA Master Agreement*." *Derecho.com*, 15 de septiembre de 2002. Disponible en: http://www.derecho.com/articulos/2002/09/15/acuerdos-marco-de-operaciones-financieras-el-isda-master-agreement/ [consultado el 15 de septiembre de 2002].

VEGA VEGA, J. A., *El contrato de permuta financiera (Swap).* Aranzadi, Cizur Menor, 2002.

VILA ESPESO, M. A., El modelo de Compliance penal de la norma UNE 19601.Una breve orientación para su implantación en pequeñas y medianas empresas. Círculo Rojo, Madrid, 2017.

VILLEGAS GARCÍA, M. A., La responsabilidad criminal de las personas jurídicas. La experiencia de Estados Unidos. Cizur Menor, Navarra, 2016.

VON LISZT, F., *Tratado de Derecho Penal*, Reus, Leipzig, 1910.

WALSH, C. J., y PYRICH, A., "Corporate compliance programs as a defense to criminal liability: can a corporation save its soul?" *Rutgers Law Review, 47*(605*)*, 1995, pp. 685-686.

WIKIPEDIA., "Rescate bancario español." *Wikipedia*, última modificación: 2 de agosto de 2025. Disponible en: https://es.wikipedia.org/wiki/Rescate_bancario_español [consultado el 2 de agosto de 2025].

WILLIAMSON, O., Markets and hierarchies: analyis and antitrust implications. Free Press, New York, 1975.

ZUGALDÍA ESPINAR, J. M., "Aproximación teórica y práctica al sistema de responsabilidad criminal de las personas jurídicas en el Derecho penal español." *Ministerio de Justicia de España*, s. f. Disponible en: https://www.mjusticia.gob.es [consultado el 15 de octubre de 2025].

ZUNZUNEGUI PASTOR, F., "Retrocesiones y malas prácticas bancarias", *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, abril 2007.

ZUNZUNEGUI PASTOR, F., *Derecho del mercado financiero*. Editorial Marcial Pons, Madrid, 200